

跟踪评级公告

联合[2017]923 号

易见供应链管理股份有限公司：

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公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

易见供应链管理股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

易见供应链管理股份有限公司公开发行的“16 禾嘉债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月 二十三日



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>

易见供应链管理股份有限公司 公司债券 2017 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 禾嘉债	5.00 亿元	3 年 (2+1)	AA	AA	2016/6/8

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 23 日

主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	98.03	120.70	122.84
所有者权益 (亿元)	60.98	67.18	69.30
长期债务 (亿元)	0.05	10.18	10.36
全部债务 (亿元)	29.61	43.51	38.33
营业收入 (亿元)	52.71	161.79	28.37
净利润 (亿元)	3.52	6.65	2.12
EBITDA (亿元)	5.08	10.69	--
经营性净现金流 (亿元)	-23.98	-31.43	-1.66
营业利润率 (%)	3.66	6.32	10.58
净资产收益率 (%)	10.74	10.38	--
资产负债率 (%)	37.80	44.34	43.59
全部债务资本化比率 (%)	32.68	39.31	35.61
流动比率 (倍)	2.55	2.68	2.74
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.25	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	26.60	23.80	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.02	2.14	--

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 2017 年一季报未经审计, 相关指标未年化; 3、公司其他流动负债已调整至短期债务; 4、公司长期应付款已调整至长期债务。

评级观点

2016 年, 在供应链管理和保理业务收入的带动下, 易见供应链管理股份有限公司 (以下简称“公司”或“易见股份”) 的营业收入实现大幅增长, 公司正逐步形成以供应链管理为主, 以保理业务为补充的经营模式。在供应链管理业务领域, 公司有色金属业务获得较大突破, 系公司主要的收入来源; 此外, 公司承接了控股股东云南九天投资控股集团有限公司 (以下简称“九天集团”) 在煤焦钢等产业链的上下游均积累的优质客户优势, 对业务发展形成一定支撑。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司供应链管理业务尚处于起步阶段、不确定性较大、公司业务区域和客户集中度高以及应收账款和其他流动资产规模大、存在回收风险等因素对公司经营发展和信用水平可能带来的不利影响。

未来, 公司将专注于供应链管理和保理业务, 伴随供应链管理和保理业务的逐步成熟, 公司盈利能力有望提升。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“16 禾嘉债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 随着社会化分工体系的快速发展及整体市场需求的多样化, 供应链管理及保理行业具有良好市场成长前景, 未来需求空间广阔。

2. 公司控股股东九天集团具有比较成熟的煤炭供应链资源, 可为公司业务发展提供一定支撑。此外, 九天集团对公司提供利润承诺, 若无法达到承诺下限, 将以现金形式补足, 体现了其对公司的信心和支持。

3. 2016 年, 公司收入及利润大幅增长, 业务发展情况良好。

关注

1. 公司供应链管理业务尚处于起步阶段，风险控制、业务运营等流程均需一定时间的磨合，未来仍存在一定的不确定因素。

2. 公司保理业务规模较大，对公司风险控制能力提出挑战。同时，在有色金属、煤炭等行业不景气的背景下，业务经营过程中产生的信用风险需要持续关注。

3. 公司合作企业主要集中于西南地区的大型基础工业企业，业务的区域集和客户集中度较高。

4. 公司供应链管理及保理业务形成规模较大的应收账款及其他流动资产，存在一定程度的资金占用及回收风险。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

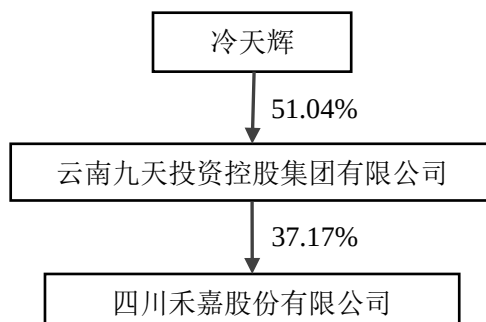
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

易见供应链管理股份有限公司（以下简称“公司”或“易见股份”），公司曾用名称四川禾嘉股份有限公司，系在对原四川实味食品有限公司进行整体改组的基础上，由原四川实味食品有限公司的 5 个股东共同发起，采取募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会批准，公司于 1997 年 6 月向社会公开发行人民币普通股 3,000 万股，并于 6 月 26 日在上海证券交易所上市（股票简称：禾嘉股份，股票代码：600093）。2015 年 6 月 26 日，公司非公开发行人民币普通股 8 亿股，募集资金净额 48.05 亿元。2016 年 12 月 20 日，公司将持有中汽成都配件有限公司（以下简称“中汽成配”）100%的股权予以出售，2016 年 12 月交易完成后，公司不再从事汽车零部件业务，自 2017 年起，公司主营业务全部为供应链管理及商业保理。为使公司名称贴合所处行业及未来发展需要，2017 年 4 月，公司股东会决定将公司名称变更为现用名称（股票简称变更为“易见股份”，股票代码保持不变），并完成工商变更登记。历经多次增资和配股，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 11.22 亿元，云南九天投资控股集团有限公司（以下简称“九天集团”）持有公司 37.17%的股权，为公司控股股东。公司实际控制人为自然人冷天辉。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司股权关系图



资料来源：公司提供

2017 年 4 月，公司完成工商变更后，经营范围为：供应链管理，商品批发与零售，进出口业，社会经济咨询。（上述经营范围依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2016 年底，公司拥有中汽成配、贵州禾嘉供应链管理有限责任公司（以下简称“贵州供应链公司”）2 家全资子公司以及云南滇中供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）、深圳滇中商业保理有限公司（以下简称“保理公司”）2 家控股子公司。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 122 人（不包含中汽成配员工）。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 120.70 亿元，负债合计 53.51 亿元，所有者权益 67.18 亿元，归属于母公司的所有者权益 61.63 亿元。2016 年，公司实现营业收入 161.79 亿元，净利润 6.65 亿元，归属于母公司所有者的净利润 6.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额-31.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.29 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 122.84 亿元，负债合计 53.55 亿元，所有者权益 69.30 亿元，归属于母公司的所有者权益 63.54 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.37 亿元，净利润 2.12 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.10 亿元。

公司注册地址：成都市高新区天府大道北段 1700 号 6-1-1704；法定代表人：冷天辉。

二、债券概况

2016 年 6 月，公司发行债券名称为“四川禾嘉股份有限公司 2016 年公开发行公司债券”，发行规模不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元），债券期限不超过 3 年（含 3 年），附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券票面利率为 6.98%。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本次债券于 2016 年 8 月在上海证券交易所上市交易，证券简称“16 禾嘉债”，债券代码“136492.SH”。

公司已于 2017 年 6 月 14 日支付“16 禾嘉债”2016 年 6 月 14 日至 2017 年 6 月 13 日期间利息。

截至 2016 年底，公司公开发行的“16 禾嘉债”募集资金用于补充运营资金，已按发行方案使用完毕。

三、行业分析

1. 供应链管理行业

从人类分工合作、商品出现开始，供应链就已经出现，它存在于人类生活的各个角落。进入现代后，供应链开始变得复杂，对企业运营的重要性也日益凸显，逐步发展成为一个独立的经济领域。供应链管理行业受到宏观经济及下游产业景气度的影响，呈现一定的周期性特征。以煤炭供应链管理为例，若经济不景气，虽然供应链管理的重要性和优势能够得到体现，但下游最终用户的需求减少仍将影响煤炭供应链管理公司的业务量及毛利率水平。从区域性特征上看，供应链管理行业本身不存在显著的区域性，但受到所服务行业的影响，特定的供应链管理行业存在区域性特征。供应链管理行业是一个资金密集、人才密集型的行业，具有周期性和区域性的特征。根据前瞻产业研究院对我国供应链管理服务市场规模的预测，2020 年我国供应链管理服务市场规模将超过 15 万亿元。

2016 年，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司仍然呈现“小、散、弱、乱”的格局，且大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小。从代表企业来看，国内从事供应链管理业务的公司主要有深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”）、瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”）、深圳市普路通供应链管理有限公司（以下简称“普路通”）、新疆天顺供应链股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、山煤国际能源集团股份有限公司和广东欧浦钢铁物流股份有限公司等。

（1）怡亚通

怡亚通成立于 1997 年，是中国第一家上市供应链企业，以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购中心及产品整合供应链服务、供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，专业承接企业非核心业务外包，帮助企业有效管理及优化供应链结构，提高核心竞争力。怡亚通 2016 年营业收入为 582.91 亿元，净利润 5.35 亿元，主要客户包括惠普、飞利浦、联想、清华同方等。

（2）瑞茂通

瑞茂通从 2000 年起开始从事煤炭供应链管理业务，并已在全国主要的煤炭生产区和消费区开展业务。2012 年瑞茂通在上海证券交易所重组上市，成为我国首家在主板上市的煤炭供应链管理企业。其供应链管理服务主要涉及上游煤炭资源的采购、中游煤炭物流组织及加工以及下游煤炭分销。瑞茂通 2016 年营业收入为 212.34 亿元，净利润 5.27 亿元。

（3）普路通

普路通成立于 2005 年，其供应链管理服务主要集中于电子信息行业、医疗器械、食品、红酒等行业，是目前境内供应链管理的领先企业之一。普路通 2016 年营业收入为 35.95 亿元，净利润 1.91 亿元。

下表列出了目前在国内各个服务领域的主要代表性企业。

表 1 目前中国供应链管理各服务领域的代表性企业

服务领域	代表企业
电子信息	怡亚通、深圳市东方嘉盛供应链股份有限公司、普路通
医疗器械	通用美康医药有限公司、怡亚通、普路通
能源石化	飞马国际、瑞茂通、浙江前程石化股份有限公司
时装	联泰国际集团有限公司
快速消费品	宝供物流企业集团有限公司
汽车	安吉天地汽车物流有限公司、原尚物流（广州）有限公司

资料来源：联合评级整理

供应链管理行业存在着多重进入壁垒，主要集中在认证和资质壁垒；合作认同度门槛较高；服务平台壁垒；资金壁垒；人力资源壁垒等方面。目前供应链管理行业在我国尚处在导入期，大部分企业已经逐渐认识到供应链管理的价值，但真正付诸实施的却相对较少。供应链管理行业的发展取决于供应链上的各节点企业接受供应链管理理念的进程。中国企业整体供应链管理水平和比较落后。根据 IBM 商业价值研究员的调查，半数以上在中国运营的公司平均订单交付周期超过 20 天，是大多数发达国家公司的四倍以上。与中国企业供应链效率整体低下相伴随的是，大部分中国企业的供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段，真正应用供应链管理的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少。专业供应链管理企业面对的是一个相对分散同时市场潜力巨大的竞争格局。

2016 年 2 月，工信部、财政部、银监会及证监会等 8 部委联合印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，其中在推动工业企业融资机制创新中提出，加强动产融资统一登记系统建设，改进完善应收账款质押和转让、特许经营权项下收益权质押、合同能源管理未来收益权质押、融资租赁、保证金质押、存货和仓单质押等登记服务。推动更多供应链加入应收账款质押融资服务平台，支持商业银行进一步扩大应收账款质押融资规模。建立应收账款交易机制，解决大企业拖欠中小微企业资金问题。推动大企业和政府采购主体积极确认应收账款，帮助中小企业供应商融资。

目前，我国从事供应链管理的公司数量较少，规模也普遍较小，大部分企业还停留在买进卖出赚取差价和提供简单配套服务的初级阶段，难以提供一体化、全链条的增值服务。由于企业规模普遍较小，难以切入整个垂直产业链，不能通过实现规模效应有效降低服务成本，从而缺乏核心竞争力，也不符合未来行业发展的趋势。供应链管理是跨行业、跨部门的综合性服务，不仅要求服务商具备对行业的理解和相关技术水平的支持，同时也需要协调上、中、下游企业并组织物流运输。对于我国传统行业来说，不同区域的经营环境不同，企业所掌握的产业资源可能难以推广到其他地区中。供应链管理公司要实现跨区域的业务拓展较为困难。

部分基础工业的供应链正面临着“中间环节成本高、固定费用高、融资成本高”的三高问题，周转速度的减慢导致了企业应收账款的大幅攀升、报表情况恶化、财务费用高昂。对供应链的有效管理能够解决在行业不景气时所面临的上述难题，在解决中间环节成本问题的同时还能主动发现需

求、匹配需求，加速企业资金周转，减少财务费用。在经济增速放缓、产业结构调整深化的背景下，目前较低迷的煤炭、钢铁等行业对供应链管理存在较为迫切的需求。此外，由于 IT、通讯和电子消费等电子信息产业技术的飞快更新，用户需求和偏好转移的不确定性很大；同时，由于该类行业产品升级和技术进步所带来的工艺复杂性增强，导致生产供给流程的复杂程度也日益增加。传统的供应链管理已经不能满足该类行业对供应链快速响应、高效、低成本的要求，使其成为目前国内供应链管理服务行业市场需求最大、发展最快的行业。

总体看，供应链管理行业是一个资金密集、人才密集型的行业，具有周期性和区域性的特征存在一定的行业壁垒，但市场竞争相对分散，国内供应链管理业尚未得到大部分企业实践。目前供应链管理行业面临较大的市场需求，存在较大的发展空间。

四、管理分析

2016 年，公司的法人治理结构未发生变化，股东大会、董事会、监事会分别按其职责行使决策权、执行权和监督权；公司对对外担保管理制度、投资管理制度、信息披露管理办法等一系列内控管理办法及制度进行了修改及完善。

2016 年，公司聘任一名副总经理兼首席风险官。副总经理兼首席风险官王跃华先生，47 岁，2012 年至 2016 年任职于农业银行曲靖市分行，历任副行长、党委书记、行长，2016 年 8 月起担任公司副总经理兼首席风险官。

公司员工方面，截至 2016 年底，公司员工总数 112 人，较年初减少 476 人，主要系公司于当年出售了持有的中汽成配 100% 股权，未将其员工数量纳入统计范围，导致公司员工数量大幅减少。

总体看，2016 年公司高管层基本保持稳定，管理层和核心技术人员保持较高的稳定性，公司管理制度得到进一步完善，管理运作正常；由于公司出售所持中汽成配股权，导致员工数量减少。

五、经营分析

1. 经营概况

公司于 2015 年 6 月通过非公开发行股份的方式取得供应链公司和保理公司的控制权，将其纳入合并范围，从而供应链管理及保理业务成为公司的核心业务。2016 年，在供应链管理和保理业务的带动下，公司营业收入 161.79 亿元，较上年大幅增长 206.92%，主要系公司取得供应链公司和保理公司的控制权日期分别为 2015 年 7 月 28 日和 8 月 4 日，2015 年确认收入的时期为购买日至 2015 年底，而 2016 年确认全年收入所致。2016 年，公司汽车配件业务实现收入 3.26 亿元，较上年上升 4.45%，规模依然很小，对公司经营及财务影响有限。2016 年 12 月，公司出售中汽成配 100% 股权，自 2017 年起，公司合并范围不再包含汽车零部件业务。

表 2 2015~2016 年公司营业收入情况（单位：万元，%）

类别	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链管理	481,433.43	91.33	0.78	1,537,889.48	95.06	3.94
保理业务	13,537.41	2.57	82.70	47,366.29	2.93	73.89
汽车配件	32,158.29	6.10	19.13	32,608.06	2.02	22.31
合计	527,129.14	100.00	4.00	1,617,863.83	100.00	6.46

资料来源：公司提供

从营业业务的构成来看，供应链管理业务仍为公司最主要的收入及利润来源，2016 年公司供应链管理业务实现收入 153.79 亿元，占主营业务收入的 95.06%；保理业务实现收入 4.74 亿元，占 2.93%；汽车配件业务实现收入 3.26 亿元，占 2.02%。

从主营业务毛利率情况来看，2016 年，公司综合毛利率有所提升，较上年上升 2.46 个百分点至 6.46%，主要系收入占比较大的供应链管理业务毛利率上升带动所致。分板块看，供应链管理业务毛利率为 3.94%，较上年上升 3.16 个百分点，主要系大宗商品采购价格波动以及税率影响所致；保理业务毛利率为 73.89%，较上年下滑 8.76 个百分点，主要系人工成本及价税分离影响所致，但仍维持在较高水平。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.37 亿元，较上年同期增长 2.00%；实现净利润 2.12 亿元，较上年同期增长 105.48%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元。公司业务发展态势良好。

总体看，2016 年，公司供应链管和保理业务发展较快，营业收入实现大幅增长，在供应链管理业务的带动下，公司综合毛利率有所提升，但盈利水平仍较低；同时，公司供应链管理业务易受大宗商品价格波动影响，未来存在一定的不确定性。

2. 供应链管理业务

(1) 业务概况

2016 年系公司供应链管理业务释放的第一个完整年度，在其带动下，公司收入规模及利润规模都出现大幅增长，成为公司未来的核心业务；公司供应链管理业务由传统的煤、焦、钢逐步向铝、铜、锡等有色金属行业拓展，当年有色金属业务实现较大突破，形成收入 105.33 亿元，系公司营业收入的主要来源。公司供应链管理主要由公司下属子公司供应链公司负责运营，公司计划建设包括但不限于煤炭、水泥、钢铁产业链的以电子商务为手段的供应链管理平台。项目第一阶段将依托公司控股股东九天集团成熟的煤炭供应链资源，通过供应链电子商务平台的建设整合供需信息，以成熟的物流仓储设施以及完善的供应链金融服务提升供应链中间环节的交易效率，加快周转速度，降低运营成本。第二阶段将借鉴煤炭供应链的成熟运营模式，逐渐复制到包括但不限于钢铁、水泥等供应链管理，最终形成国内大宗商品领域具有影响力的垂直类交易平台。

(2) 业务模式

公司通过给煤焦钢等产业链环节上的各公司提供资金垫付、过程管理、咨询等服务的方式，赚取资金利润和服务费用。公司的主要业务模式有三种，分别为：“赊销+垫付”模式、预付模式及预收模式，其中“赊销+垫付”模式为公司致力于主推的标准业务。

“赊销+垫付”模式

该模式主要以商品购销业务为主，即传统意义上的商品买卖。在这种模式下，公司与供应商、客户签订协议，为客户垫资采购，供应商将商品发运到客户方后，客户方验收合格，并将收货信息反馈给公司，公司根据收货信息按比例付款给供应商，等待客户方付款，并按垫资时间长短向供应商收取资金占用费。资金占用费按照垫资时间长短进行计量，费率相应有所变化，目前形成规模较大的供应链管理代付款，存在一定的信用风险。在该业务模式下，供应链业务可与保理业务相结合，将应收账款进行保理，从而减少资金占用成本。此外，公司还可对该模式进行衍生，通过对产业链各环节企业进行交叉补贴、以物易物的方式，以加快资金周转和回流。该模式的主要特点为公司不承担运输等职能，而是由供应商直接发货给客户，由上下游公司直接对接；同时，产品质量由供应商负责。公司需重点考虑终端用户的信誉和支付能力，因此公司优先选择与央企、国企和省属重点企业合作。

预付模式

由于近年来西南地区煤炭行业等景气度下行，部分煤炭生产企业停产，导致部分市场需求难以得到满足。为此，公司充分利用股东在西南地区的煤炭业务经验和人脉资源，在充分调研供应商的基础上，以预付款的方式购买供应商存货，从而赚取销售差价。为控制供应商生产风险，除充分调研供应商资质外，公司还会在供应商生产基地派驻专门小组，以监督供应商生产。该模式下，公司可获得高于市场平均水平的毛利率。

具体来看，公司以预付款形式采购货物时，通常在采购协议中约定若因市场变化导致该交易无法执行，供应商须按 10% 的年利率支付公司资金占用费；同时，公司在为客户垫资预付采购款时，通常在合作协议中约定按 10% 的年利率计算垫资资金的资金占用费。

预收模式

该业务模式主要建立在公司的上市公司背景以及比较丰富的行业资源上。具体来看，公司与下游客户签订采购协议，由下游客户预付款项给公司，公司协助为客户采购指定的原材料。该模式下，预收款项在公司停留时间较短。该模式的特点为，公司仅赚取少量价差，毛利率较低，但由于收取预收款项，因此几乎无需承担任何风险。

除上述三种模式外，未来公司也计划运作“保姆式服务”模式和“顾问式服务”模式。在保姆式服务模式，公司将对服务企业进行全面了解，提供从原材料采购、辅料采购到产品销售、副产品销售各领域的服务；在顾问式服务模式，公司主要为服务企业和终端用户提供咨询服务。

风险控制方面，公司主要面临赊销、支付保理本金、垫付货款导致的客户或供应商信用风险。在签订新合同之前，本公司会对新客户和供应商的信用风险进行评估，包括外部信用评级和在某些情况下的银行资信证明（当此信息可获取时）。公司对每一客户和供应商均设置了赊销限额以及垫付资金限额，该限额为无需获得额外批准的最大额度。公司通过对已有客户和供应商信用评级的季度监控以及应收账款账龄分析的月度审核来确保公司的整体信用风险在可控的范围内。在监控客户和供应商的信用风险时，按照客户和供应商的信用特征对其分组。被评为“高风险”级别的客户和供应商会放在受限制客户和供应商名单里并且只有在额外批准的前提下，公司才可在未来期间内对其赊销，否则必须要求其提前支付相应款项。此外，公司于 2016 年 8 月聘任具有多年银行从业背景的王跃华先生担任公司首席风险官，加强对经营风险的把控。

（3）运营情况

采购方面，2016 年，公司总采购量为 1,521.32 万吨，较上年增长 88.44%。公司主要采购的产品包括煤炭、有色金属和钢材；其中煤炭的采购量较上年有所减少，有色金属及钢材的采购量有所增加，特别是有色金属的采购量较上年增长 155.69%，主要系公司利用自身资金优势，加大产品多元化拓展力度所致。采购价格方面，煤炭及钢材的采购均价有所上涨，有色金属的采购均价有所下降。具体数据见下表。

表 3 2015~2016 年公司供应链业务主要产品采购情况（单位：万吨，元/吨，万元）

类别	采购量		采购均价		采购金额	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
煤炭	557.91	411.40	466.32	548.20	260,163.37	225,529.58
润滑油	165.08	211.59	17.92	23.07	2,958.85	4,882.25
有色金属	19.16	48.99	22,750.44	21,322.20	435,898.49	1,044,574.47
钢材	30.83	53.60	2,030.77	2,300.89	62,608.57	123,327.75
水泥	23.52	12.11	203.58	187.19	4,788.09	2,266.86

汽车	0.01	--	370,220.00	--	3,702.20	--
矿石	24.58	71.35	235.15	217.86	5,780.09	15,544.20
粗苯	0.04	0.37	2,076.00	2,610.35	83.04	965.83
煤焦油	0.05	1.67	1,125.40	1,086.56	56.27	1,814.56
煤气	--	672.24	--	0.43	--	286.25
合金	0.29	1.35	3,928.14	5,318.84	1,139.16	7,180.44
化肥	--	26.24	--	1,837.08	--	48,195.98
其他	3.37	10.41	26.35	50.43	88.81	524.94
合计	824.84	1,521.32	--	--	777,266.94	1,475,093.11

资料来源：公司提供

注：2015 年数据为子公司全年采购数据，与纳入合并报表范围不一致

从公司供应链业务的采购地区来看，2016 年公司采购的产品仍然主要集中在西南地区的云、贵两省，且集中度进一步提高。2016 年，采购自云南省占 90.89%；贵州省占比 5.57%；其他省占比 3.54%，主要系公司尚处于供应链管理建设初期阶段，业务主要依托股东所在的云南省资源优势所致；而外省采购的主要产品为有色金属。总体上看，公司采购地域集中度高。

表 4 2015~2016 年公司供应链业务采购地区分布占比情况（单位：%）

地区	2015 年	2016 年
云南省	68.34	90.89
贵州省	11.49	5.57
其他省	20.17	3.54
合计	100.00	100.00

资料来源：公司提供

采购集中度方面来看，2016 年，公司供应链管理业务前五大供应商采购金额合计 47.71 亿元，采购金额大幅增长，主要是由于供应链业务进一步发展导致采购规模扩大所致；采购集中度，上升 10.42 个百分点至 35.55%，采购供应商集中度一般。

表 5 2015~2016 年公司供应链管理业务前五大供应商情况（单位：万元，%）

2015 年				2016 年			
名称	采购额	采购品种	占比	名称	采购额	采购品种	占比
上海中锐有色金属有限公司	61,337.95	有色金属	8.06	上海腾善贸易有限公司	145,904.58	有色金属	10.87
江铜国际贸易有限公司	42,236.45	有色金属	5.55	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司物资分公司	109,467.64	有色金属	8.16
云南跃坦矿业有限公司	36,942.91	有色金属	4.86	天津市浩通物产有限公司	99,320.97	有色金属	7.40
黔西南州通程工贸有限公司	25,595.71	煤炭	3.36	昆钢股份红河钢铁经贸有限公司	64,350.81	钢材	4.79
宣威众泰能源有限公司	25,082.32	煤炭	3.30	云南跃坦矿业有限公司	58,093.69	有色金属	4.33
合计	191,195.35	--	25.13	合计	477,137.68	--	35.55

资料来源：公司提供

产品销售方面，2016 年公司供应链管理业务主要产品实现销售量 1,517.71 万吨，较上年增长 83.75%，销售金额 149.14 亿元；其中主要品种为煤炭、有色金属及钢材等，有色金属的销售金额较

上年增长 139.55%。从销售均价来看，2016 年，煤炭、有色金属和钢材的销售均价分别为 625.49 元/吨、21,356.77 元/吨、2,388.42 元/吨；其中，所销售的煤炭和钢材的销售均价较上年有所上升。

表 6 2015~2016 年公司供应链业务主要产品销售情况（万吨，元/吨，万元）

类别	销售量		销售均价		销售金额	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
煤炭	559.03	411.40	507.32	625.49	278,502.75	243,094.49
润滑油	165.08	211.59	19.35	24.63	3,194.29	5,211.62
有色金属	19.16	48.99	22,120.07	21,356.77	436,564.33	1,045,794.35
钢材	30.83	52.85	2,042.19	2,388.42	62,950.63	126,231.78
水泥	23.52	12.11	210.11	197.89	4,942.74	2,308.66
汽车	0.01	--	318,136.65	--	3,722.20	--
矿石	24.58	71.35	239.91	241.57	5,898.00	17,349.72
粗苯	0.04	0.37	2,380.34	2,671.13	86.49	983.17
煤焦油	0.05	1.67	1,141.03	1,115.58	58.60	1,865.83
煤气	--	672.24	--	0.46	--	308.29
合金	0.29	1.35	4,008.31	5,552.37	1,162.41	7,495.70
化肥	--	23.38	--	1,901.75	--	40,160.71
其他	3.37	10.41	28.21	54.53	94.94	567.48
合计	825.96	1,517.71	--	--	797,177.38	1,491,371.80

资料来源：公司提供

与采购情况基本一致，公司销售区域主要集中在云南省。销售集中度方面，2016 年，公司前五大下游客户销售额合计 73.07 亿元，占比上升至 54.53%，客户集中度进一步升高。目前公司供应链管理下游客户有部分贸易公司，主要系大多下游煤化工等企业均有各自的煤矿贸易公司和煤贸供应链条所致。

表 7 2015~2016 年公司供应链管理业务前五大客户情况（单位：万元，%）

2015 年			2016 年		
名称	销售额	占比	名称	销售额	占比
云南滇中创业投资有限公司	118,170.11	15.52	云南滇中创业投资有限公司	394,252.50	29.42
云南掘迈商贸有限公司	98,735.01	12.96	中铜矿业资源有限公司	114,222.16	8.52
宜良县茂祥工贸有限公司	47,546.07	6.24	云南羊甫物资贸易有限公司	88,171.72	6.58
云南羊甫物资经贸有限公司	45,760.45	6.01	云南昆交投供应链管理有限公司	78,996.51	5.89
均和控股有限公司	41,659.44	5.47	云南掘迈商贸有限公司	55,102.16	4.11
合计	351,871.08	46.20	合计	730,745.05	54.53

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司有色金属业务实现较大突破，供应链业务规模迅速扩大。但业务规模增长的同时也对公司风险控制能力形成一定挑战。公司供应链管理业务开展时间较短，业务区域集中度和客户集中度进一步升高，且公司业务模式尚存一定的不确定性，加之公司有色金属、煤炭等贸易品种价格存在一定程度波动，需持续关注由此产生的风险。

3. 商业保理业务

随着公司供应链管理业务发展，公司开始逐步开展商业保理业务，为供应链管理业务的客户和

其他行业客户的提供资金服务。作为供应链管理业务的补充，公司保理业务在 2016 年得到较快发展。公司商业保理业务由公司下属子公司保理公司负责运营。

应收账款保理服务主要为企业提供应收账款融资服务，赚取保理利息；应收账款管理服务主要为企业提供应收账款咨询、管理、催收的服务，以服务协议约定的服务费作为收入。公司保理业务 2016 年累计实现营业收入 4.75 亿元。其中，应收账款保理类获取保理利息收入 3.25 亿元，占比 68.53%；应收账款管理类业务取得服务费收入 1.49 亿元，占比 31.47%，较上年均有所增长。如下表所示。

表 8 2016 年公司保理业务收入情况（单位：万元，%）

类别	收入	占比	毛利率
保理利息	32,518.92	68.53	73.94
应收账款服务费	14,935.95	31.47	100.00
合计	47,454.87	100.00	--

资料来源：公司提供

公司的保理业务分为传统保理业务和承兑跟单保理业务两个模式。传统保理业务亦可称之为保付代理，是基于企业交易过程中订立的货物销售或服务合同所产生的应收账款，由保理方提供的贸易融资、销售分户账管理、应收账款催收、信用风险控制与坏账担保等服务功能的综合性信用服务。承兑跟单保理业务是保理方与卖方企业签订商业保理合同，对企业的应收账款进行保理融资，收取融资利息。卖方企业通过让渡承兑汇票到期收益权作为担保并允许公司在应收账款到期前通过对外转让票据到期收益权提前回收款项。公司作为保理方收到承兑汇票后，利用供应链公司的贸易背景到银行进行贴现回收资金。

目前，公司保理业务的主要客户既有供应链业务的上游供应商和中间贸易商，也有房地产行业、化工行业和生物制药行业的相关企业。根据应收账款的期限与质量，公司一般设定的保理期限为 15 天~12 个月；视公司对客户的资信评估情况，费率相应有所波动。

从公司保理业务的经营情况看，公司 2016 年保理业务增长较快，截至 2016 年底，客户数量为 79 户；保理资产规模累计达到 234.91 亿元，其中发放保理本金共计 116.97 亿元，收回本金 102.63 亿元，余额为 37.64 亿元。从业务盈利能力来看，公司保理业务自开展以来毛利率均保持在较高水平。从实际违约情况看，公司尚未出现违约现象。

从保理业务的客户集中度来看，2016 年，公司保理业务前五大客户分别为云南城投同德房地产开发有限公司、云南奥斯迪实业有限公司、上海东坦国际贸易有限公司、上海远畅国际贸易有限公司和云南跃坦矿业有限公司，收入占比合计 62.32%，公司保理业务集中度进一步提高。

表 9 2016 年公司保理业务前五大客户情况（单位：万元，%）

客户名称	保理收入	占比
云南城投同德房地产开发有限公司	11,454.10	24.14
云南奥斯迪实业有限公司	8,331.68	17.56
上海东坦国际贸易有限公司	4,032.87	8.50
上海远畅国际贸易有限公司	3,633.54	7.66
云南跃坦矿业有限公司	2,121.73	4.47
合计	29,573.92	62.32

资料来源：公司提供

总体看，公司商业保理业务是煤炭供应链管理业务的补充，毛利率水平高。但公司保理业务尚

处于初期阶段，相关业务流程等仍需不断完善。

4. 经营关注

(1) 供应链管理业务风险

公司正处于供应链管理平台的建设初期，相关业务虽可利用控股股东方面的经验，但业务开展尚需更多的行业经验和资源，未来业务发展仍具有一定不确定性。

(2) 公司业务区域集中度和客户集中度高

目前仍处于建设供应链管理平台的初期，公司合作企业将主要集中于西南地区的大型基础工业企业，公司业务的区域集中度和客户集中度均较高。

(3) 保理业务风险

公司保理业务开展时间不长，但业务规模增长快，保理资产规模较大。快速增加的保理业务一方面提升了公司全产业链服务的能力，另一方面也对公司风险控制能力提出新的挑战。在煤炭行业等多行业不景气的背景下，供应链金融业务经营过程中产生的信用风险需要持续关注。

5. 重大事项

(1) 实际控制人拟变更

公司接到控股股东九天集团的通知，2017年5月16日云南世博旅游控股集团有限公司（以下简称“世博旅游集团”）董事会审议通过了关于对九天集团增资扩股进行立项的相关事宜。2017年5月18日，世博旅游集团与九天集团及冷天辉、冷天晴和冷丽芬签署了《增资扩股框架协议》。世博旅游集团拟对九天集团进行增资取得九天集团不低于40%的股份，冷天辉、冷天晴和冷丽芬同意通过协议及公司章程约定，使世博旅游集团取得九天集团的控制权。2017年5月31日，世博旅游集团与九天集团签署了《增资扩股框架协议补充协议》，世博旅游集团拟对九天集团进行增资取得九天集团40%的股份，同时冷天辉、冷天晴和冷丽芬对所持九天集团的股权进行调整。本次增资事宜完成后，世博旅游集团持有九天集团40%的股份，冷天辉持有九天集团30.62%的股份，冷天晴持有九天集团29.38%的股份，冷丽芬不再持有九天集团的股份，冷天辉和冷天晴同意通过协议安排和公司章程的约定，保证世博旅游集团取得九天集团的实际控制权。

本次增资完成后，世博旅游集团将通过九天集团间接持有公司37.17%的股权，公司的实际控制人将由冷天辉先生变更为国务院国资委。

(2) 利润承诺

公司控股股东九天集团承诺，在公司2015年6月非公开发行完成后的当年及未来2个完整的会计年度，公司经审计的归属于母公司股东的净利润预计不低于4亿元、6亿元、8亿元。发行完成当年的净利润预计数下限按照本次发行完成至当年年末的剩余时间折算，即发行完成当年的净利润预计数下限=4亿元×（本次发行股份登记完成日至当年年末的剩余天数）/365。

如公司实际实现的归属于母公司股东的净利润未达到当年预计数额下限，九天集团将在年度报告披露后一个月内以现金方式补偿至公司，补偿的现金金额的计算方式为：当期应补偿的金额=禾嘉股份当期归属于母公司股东的净利润预计数额下限-易见股份当期实际实现的归属于母公司股东的净利润。2016年度，公司实现归属母公司股东净利润6.03亿元，达到当年利润承诺。

(3) 股权出售

公司持有的中汽成都配件有限公司100%股权按评估值6.27亿元予以出售，交易完成后公司不再经营汽车零售配件业务。公司于2016年12月20日，收到全部股权转让价款。

（4）合作开发

为更好实施转型，科学利用先进技术提升公司在供应链管理领域的核心竞争力，解决中小企业融资难融资成本较高的现状，公司与 IBM 合作开发区块链技术在供应链领域中的运用平台，构建透明可视供应链交易过程，营造良好的信用环境，提升服务质量和效率，公司与 IBM 下属中国国际商业机器（中国）有限公司签署了系列协议，合计金额 2,000 万元，截至 2016 年底，实际支付人民币 368 万元，公司与 IBM 合作开发的“易见区块应用系统”基本开发完成，具备投入商用条件。

总体看，利润承诺显示出控股股东对公司业务的信心和支持；股权出售事项对于公司资产规模影响不大，公司未来主营业务将更加集中；公司主要业务集中于云南省内，本次拟变更实际控制人事项，或有利于公司未来业务的发展。联合评级也将持续关注此事项对公司经营管理、财务状况及偿债能力带来的影响。

6. 未来发展

公司将继续实施战略转型，促进公司持续健康发展，坚持“双轮驱动”的发展策略，一方面坚持做大、做优、做强供应链管理和商业保理业务；另一方面坚定不移推进以技术创新发掘新的市场机会的方向，实现传统业务与创新业务相互加持互相促进，共同发展，依托公司与 IBM 研发的区块链在供应链管理中的运用系统“易见区块”系统的上线推广，努力实现从传统供应链管理服务向以科技为核心的金融科技方向转型。

总体看，公司的经营思路清晰。未来随着经营规模的进一步扩大和供应链金融的发力，公司整体竞争力有望增强。但公司供应链管理业务尚处于初期阶段，未来仍存在较大的不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度财务报告经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见；公司提供的 2017 年一季度财务报告未经审计。从合并范围看，截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 4 家，较 2015 年度相比未发生变化。财务报表可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 120.70 亿元，负债合计 53.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.18 亿元，归属于母公司的所有者权益 61.63 亿元。2016 年，公司实现营业收入 161.79 亿元，净利润 6.65 亿元，归属于母公司所有者的净利润 6.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -31.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 -18.29 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 122.84 亿元，负债合计 53.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.30 亿元，归属于母公司的所有者权益 63.54 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.37 亿元，净利润 2.12 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -1.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.10 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 120.70 亿元，较年初增长 23.13%，主要系应收账款及其他流动资产大幅上升所致。从构成上看，流动资产占 96.14%，非流动资产占 3.86%，公司资产以流动资产为主，较年初变动不大。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 116.03 亿元，较年初增长 23.25%；主要由货币资金（占 6.44%）、应收账款（占 12.81%）和其他流动资产（占 72.92%）构成，如下图所示。

截至 2016 年底，公司货币资金余额 7.47 亿元，较年初下降 66.16%，主要系公司供应链管理业务对资金需求增加同时融资吸收的资金减少所致；其中银行存款占 19.54%，其他货币资金占 80.32%；其他货币资金全部为银行承兑汇票保证金，为受限资金，公司货币资金受限规模较大。截至 2016 年底，公司应收票据 3.36 亿元，较年初下降 89.35%，主要系公司的供应链及保理业务中票据业务减少所致，其中银行承兑汇票占 62.58%，商业承兑汇票占 37.15%；期末公司已背书或贴现且在 2016 年底尚未到期的应收票据 1.78 亿元，占 52.98%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 14.86 亿元，较年初上升 250.05%，主要系子公司供应链公司业务量增加带动应收账款的上升所致，账龄主要集中在 6 个月以内（占 82.13%）及 6 个月~1 年（占 15.59%），公司应收账款共计提坏账准备 919.67 万元；公司其他应收款账面价值 0.30 亿元，较年初下降 97.38%，主要系公司将与供应商及客户之间的往来款由“其他应收款”调整至“其他流动资产”所致。截至 2016 年底，公司其他流动资产 84.61 亿元，较年初增长 282.98%；分别由供应链代付款（占 60.93%）及应收保理款（占 39.07%）构成；公司供应链代付款按账龄法计提坏账准备，其中 6 个月以内的供应链代付款 50.83 亿元（不计提坏账准备），6 个月~1 年的供应链代付款 0.68 亿元（按 1.00%计提坏账准备，共计提坏账准备 67.76 万元），公司无 1 年以上的供应链代付款；应收保理款中正常类 32.90 亿元（不计提坏账准备），关注类 0.15 亿元（按 10%计提坏账准备，共计提坏账准备 145.80 万元），公司无次级类损失类应收保理款。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 4.66 亿元，较年初增长 20.03%，主要由其他非流动资产（占比 98.51%）构成。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 301.30 万元，较年初下降 99.09%，主要系公司出售子公司中汽成配股权，导致合并金额减少所致；公司其他非流动资产为 4.59 亿元，较年初增加 4.58 亿元，主要系子公司保理公司应收保理款的增加所致。

截至 2016 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 6.10 亿元，来自用于银行承兑汇票保证金的货币资金和应收票据，占资产总额的 5.05%。公司资产受限程度低。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 122.84 亿元，较年初增长 1.78%，主要系滇中供应链业务量增加导致应收账款及其他流动资产的增长所致。公司资产构成变化不大。

总体看，公司资产结构仍以流动资产为主，资产受限程度低；但公司应收账款及其他流动资产的合计规模较大，需关注其回收风险。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 53.51 亿元，较年初增加 16.46 亿元，其中流动负债占 80.98%，非流动负债占 19.02%，公司流动负债占比小幅下降。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 43.33 亿元，较年初增长 17.30%，主要由短期借款（占 7.62%）、应付票据（占 42.94%）、应交税费（占 8.47%）和其他流动负债（占 26.35%）构成。其中，公司短期借款 3.30 亿元，均为保证借款；应付票据 18.61 亿元，较年初增长 42.47%，主要系公司供应链及保理业务发展较快使其业务量增加所致，其中商业承兑汇票占 38.15%、银行承兑汇票占 61.85%；预收款项 2.00 亿元，较年初下滑 52.32%，主要系部分预收账款已结转至营业收入所致；应交税费 3.67

亿元，较年初增加 2.69 亿元，主要系公司出售子公司中汽成配股权及房地产资产，导致公司计提的所得税费用增长所致；其他流动负债 11.42 亿元，较年初上升 5.74%，系公司通过资产管理计划向关联方的拆入资金，该款项为有息债务，已调整至公司短期债务中。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 10.18 亿元，较年初增长 10.07 亿元，主要来自应付债券的增加；公司非流动负债主要构成为应付债券（占 99.62%）。截至 2016 年底，公司新增应付债券科目，为 10.14 亿元，主要为公司于 2016 年 6 月发行的 3 年期 5.00 亿元“16 禾嘉债”、2016 年 12 月发行的 3 年期 5.00 亿元“16 禾嘉 01”以及上述两支债券按面值计提的利息 0.14 亿元。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 43.51 亿元，其中短期债务占 76.60%，较年初下降 23.24 个百分点，公司债务结构虽有所改善，但短期偿付压力仍较大；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 44.34%、39.31%和 13.16%，较年初均有所增长，但债务负担处于可控范围内。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 53.55 亿元，较年初增长 0.06%，变动不大；公司全部债务合计 38.33 亿元，较年初下降 11.91%，其中短期债务占 72.97%，其占比较年初进一步下降，债务结构有待进一步优化；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 43.59%、35.61%和 13.01%，公司债务负担较年初有所减轻。

总体看，公司负债以流动负债为主；债务结构虽有所改善，但短期偿付压力仍然较大，整体债务负担较年初有所加重，但处于可控范围内。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 67.18 亿元，较年初增长 10.18%，其中归属于母公司的所有者权益 61.63 亿元，占比为 91.73%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 18.21%，资本公积占 65.54%，盈余公积占 0.50%，未分配利润占 14.74%。公司所有者权益主要由股本和资本公积构成，权益结构的稳定性较好。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 69.30 亿元，较年初小幅增长 3.15%，权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益结构的稳定性较好。

4. 盈利能力

2016 年，受供应链管理及保理业务的业务量快速增加的影响，公司实现营业收入 161.79 亿元，较上年大幅增长 206.92%；实现营业利润 9.20 亿元，较上年增长 202.90%；公司营业利润率为 6.32%，较上年上升 2.66 个百分点。

从期间费用来看，2016 年，公司费用总额为 0.97 亿元。具体来看，供应链公司业务发生变化使其利息收入减少至 0.53 亿元，从而导致公司财务费用大幅上升至 38.57 万元；2016 年，公司销售费用 0.26 亿元，较上年上升 82.08%，主要为运输费用及员工费用的增加所致；管理费用 0.70 亿元，较上年增长 29.75%，主要来自职工薪酬及办公费用的增加。2016 年，公司费用收入比为 0.60%，公司费用控制能力有所下降。

从利润构成来看，2016 年，公司实现投资收益 0.12 亿元，占营业利润的 1.30%，来自处置长期股权投资产生的收益；公司实现营业外收入 0.68 亿元，占利润总额的 6.86%，其中固定资产处置利得占 97.06%。公司投资收益和营业外收入均不具有可持续性，对公司 2016 年利润水平的影响不大。

从盈利指标来看，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为 7.05% 和 10.38%，分别下降 0.71 个百分点及 0.37 个百分点；总资产报酬率较上年上升 0.45 个百分点，为

9.44%。从同行业对比来看，2016 年公司盈利指标均处于行业一般水平，公司盈利能力尚可（见下表）。

表 10 2016 年供应链管理行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

股票简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售净利率
瑞茂通	12.13	7.53	2.48
怡亚通	9.85	4.29	0.92
普路通	17.32	1.80	5.31
飞马国际	48.29	9.76	3.04
禾嘉股份	10.26	8.95	4.23

资料来源：Wind 资讯

注：1. 销售净利率=归属母公司股东的净利润/营业总收入；

2. 为保持数据的可比性，表中所有上市公司盈利指标均引自 Wind 资讯。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.37 亿元，较上年同期增长 2.00%；实现净利润 2.12 亿元，较上年同期增长 105.48%，其中归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元。

总体看，随着公司供应链管理和保理业务的快速发展，2016 年，公司收入和利润规模大幅增长，但期间费用控制能力有所下滑，公司整体盈利能力仍处于行业一般水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入 211.06 亿元，同比上升 105.28%，经营活动现金流出 242.49 亿元，同比上升 91.24%；公司现金收支的规模较大，主要系供应链管理业务收回和垫付采购款项的规模较大所致。受此影响，公司经营活动现金流量净额-31.42 亿元，现金净流出规模增大主要系供应链业务发展较快、垫付款项增多所致；公司现金收入比率为 91.12%，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入量为 6.07 亿元，较上年增加 5.73 亿元，主要为处置子公司中汽成配收到的现金；公司投资活动现金流出量下降至 0.34 亿元，实现投资活动现金净流入 5.73 亿元。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 23.84 亿元，主要为取得借款收到的现金 13.74 亿元以及收到其他与筹资活动有关的现金 10.10 亿元；筹资活动现金流出 16.44 亿元，其中偿还债务支付的现金 6.20 亿元、支付其他与筹资活动有关的现金 9.56 亿元；公司实现筹资活动现金净流入 7.40 亿元。

2017 年 1~3 月，公司实现经营活动现金净流出 1.66 亿元，投资活动现金净流出 0.03 亿元，筹资活动现金净流入 2.79 亿元，公司未进行大规模的投资和借款活动。

总体看，2016 年，受供应链管理业务快速发展的影响，公司经营活动现金收支规模进一步加大，投资活动及筹资活动产生的现金流不能弥补经营活动资金缺口，公司未来筹资需求强烈。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.68 倍和 2.66 倍，均较年初有小幅提升，主要系公司其他流动资产的大幅增长所致；现金短期债务比由年初的 1.81 倍下降至 0.32 倍，主要系公司支付经营活动资金需求增多导致货币资金大幅减少，同时供应链及保理业务中票据业务减少所致；公司经营活动产生呈现净流出状态，对流动负债无保障能力。公司流动比率和速动比率处于高水平，但现金类资产对公司短期债务的覆盖能力较弱。整体看，公司短期偿

债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 在利润总额的带动下达到 10.69 亿元，较上年增长 1.10 倍；由折旧（占 3.43%）、摊销（占 0.06%）、计入财务费用的利息支出（占 4.20%）和利润总额（占 92.31%）构成；EBITDA 利息保障倍数为 23.80 倍，EBITDA 对利息的保障能力保持较好；EBITDA 全部债务比为 0.25 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力处于较好水平。考虑到随着公司供应链管理和保理业务的进一步发展，公司未来盈利规模和偿债能力有望提升，整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司合并口径获得的银行授信额度 9.30 亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓展。公司作为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2016 年底，公司不存在重大未决诉讼事项和对外担保事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构代码：G1051010100555780U），截至 2017 年 5 月 24 日，公司已结清业务中存在 18 笔关注类贷款；主要系由于公司在 2002 年~2008 年期间经营情况变化、发展扩张受阻造成逾期，此后公司分别于各贷款银行达成还款协议，偿清贷款本金及利息；公司无其他不良信贷信息记录。

总体看，公司整体偿债能力指标较强；考虑到公司债务负担较轻，资产流动性较强，公司整体偿债能力尚可。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，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）为 7.35 亿元，为“16 禾嘉债”债券待偿本金（合计 5.00 亿元）的 1.47 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 69.30 亿元，为待偿本金的 13.86 倍。综合看，公司现金类资产及净资产对待偿本金的保护程度强。

从盈利情况来看，2016 年公司 EBITDA 为 10.69 亿元，为债券待偿本金的 2.14 倍，公司 EBITDA 对待偿本金的覆盖程度高。

从现金流情况看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入为 211.06 亿元，为债券待偿本金的 42.21 倍，公司经营活动现金流入量对债券待偿本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司供应链管理和保理业务发展良好，收入规模较大，公司对“16 禾嘉债”的偿还能力很强。

八、综合评价

2016 年，在供应链管理和保理业务收入的带动下，公司的营业收入实现大幅增长，正逐步形成以供应链管理为主，以保理业务为补充的经营模式。在供应链管理业务领域，公司有色金属业务获得较大突破，系公司主要的收入来源；此外，公司承接了控股股东云南九天集团在煤焦钢等产业链的上下游均积累的优质客户优势，对业务发展形成一定支撑。同时，联合评级也关注到公司供应链管理业务尚处于起步阶段、不确定性较大、公司业务区域和客户集中度高以及应收账款和其他流动资产规模大、存在回收风险等因素对公司经营发展和信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将专注于供应链管理和保理业务，伴随供应链管理和保理业务的逐步成熟，公司盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 禾嘉债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 易见供应链管理股份有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
资产总额（亿元）	98.03	120.70	122.84
所有者权益（亿元）	60.98	67.18	69.30
短期债务（亿元）	29.56	33.33	27.97
长期债务（亿元）	0.05	10.18	10.36
全部债务（亿元）	29.61	43.51	38.33
营业收入（亿元）	52.71	161.79	28.37
净利润（亿元）	3.52	6.65	2.12
EBITDA（亿元）	5.08	10.69	--
经营性净现金流（亿元）	-23.98	-31.43	-1.66
应收账款周转次数（次）	21.28	16.80	--
存货周转次数（次）	72.42	195.70	--
总资产周转次数（次）	1.00	1.48	--
现金收入比率（%）	106.89	91.12	96.01
总资本收益率（%）	7.76	7.05	--
总资产报酬率（%）	8.99	9.44	--
净资产收益率（%）	10.74	10.38	--
营业利润率（%）	3.66	6.32	10.58
费用收入比（%）	-1.54	0.60	0.60
资产负债率（%）	37.80	44.34	43.59
全部债务资本化比率（%）	32.68	39.31	35.61
长期债务资本化比率（%）	0.07	13.16	13.01
EBITDA 利息倍数（倍）	26.60	23.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.25	--
流动比率（倍）	2.55	2.68	2.74
速动比率（倍）	2.53	2.66	2.72
现金短期债务比（倍）	1.81	0.32	0.26
经营现金流动负债比率（%）	-64.92	-72.52	-3.85
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.02	2.14	--

注：1、公司 2017 年一季报未经审计，相关指标未年化；2、公司其他流动负债已调整至短期债务；3、公司长期应付款已调整至长期债务。

附件 2 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 3 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。