

跟踪评级公告

联合[2018]932 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公开发行的“14 怡亚债”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：

二零一八年六月十五日

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>

深圳市怡亚通供应链股份有限公司

公司债券 2018 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	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 怡亚债	4.92 亿元	5 年 (3+2)	AA	AA	2017 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	423.82	472.62	474.44
所有者权益 (亿元)	77.82	86.52	87.97
长期债务 (亿元)	27.38	31.27	32.78
全部债务 (亿元)	290.87	338.32	341.41
营业收入 (亿元)	582.91	685.15	184.47
净利润 (亿元)	5.35	5.85	1.96
EBITDA (亿元)	16.94	21.61	--
经营性净现金流 (亿元)	-41.47	0.41	7.97
营业利润率 (%)	7.05	7.01	7.05
净资产收益率 (%)	7.43	7.12	2.25
资产负债率 (%)	81.64	81.69	81.46
全部债务资本化比率 (%)	78.89	79.63	79.51
流动比率 (倍)	1.07	1.07	1.09
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.06	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.92	1.85	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	3.44	4.39	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2018 年一季度财务数据未经审计；3、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；4、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

2017 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，公司营业收入有所增长，公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务行业集中度仍高，应收账款和存货占用资金且存在减值风险，债务负担尤其是短期债务负担较重，资产受限比例高，流动性压力较大，有一定或有负债风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“380 分销平台”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”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 怡亚债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，我国物流行业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。
2. 公司构建分销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. 公司营业收入有所提升，公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。

关注

1. 公司业务仍集中于 IT 和通信、快速消费品两大种类，业务集中风险较高。
2. 公司存货规模较大，且比较集中于快速消费品和 IT 产品，存在一定的减值风险。
3. 公司债务负担较重且短期债务规模很大，

存货和应收账款对营运资金形成占用，资产受限比例高，流动性压力较大，对外担保存在一定的或有负债风险。

4.公司衍生金融工具产生的公允价值变动收益存在一定风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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：



李镭

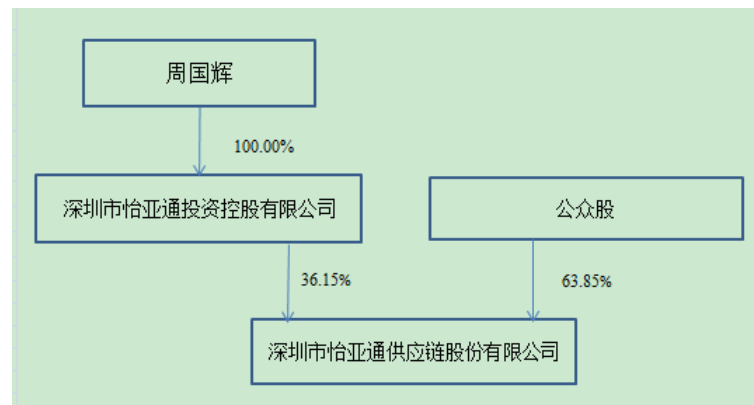
联合信用评级有限公司

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.SZ）。经过历年的转增股本及增发新股，截至 2018 年 3 月 31 日，公司股本总数 212,269.78 万股。

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至 2018 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 36.15%，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2018年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围与组织结构未发生变化。截至 2017 年底，公司拥有在职员工 20,098 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 472.62 亿元，负债总额 386.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.54 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 685.15 亿元，净利润（含少数股东损益）5.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.95 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 474.44 亿元，负债总额 386.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 61.13 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 184.47 亿元，净利润（含少数股东损益）1.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.08 亿元，经营活动产生的现金流量净额 7.97 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.32 亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区新安街道兴华路南侧荣超滨海大厦 A 座 1713；法人代表：周国辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

“深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2014 年公司债券”经中国证监会《关于核准深圳市怡亚通供应链股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2014】925 号）核准，于 2014 年 9 月 30 日发行完成，募集资金总额为人民币 11.50 亿元，期限 5 年，附第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 7%。本次债券于 2014 年 11 月 21 日起在深交所上市，

债券简称为“14 怡亚债”，债券代码为“112228.SZ”。

截至 2015 年 11 月 30 日，公司已按照募集用途将 11.50 亿元募集资金使用完毕，其中 8.94 亿元用于归还银行借款，2.56 亿元用于补充流动资金。公司已于 2017 年 9 月 29 日支付自 2016 年 9 月 29 日至 2017 年 9 月 28 日期间的利息。

2017 年 9 月 28 日，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司对“14 怡亚债”债券回售申报登记的统计，回售有效申报数量为 6,582,933 张，回售金额为 704,373,831.00 元（含利息）。剩余托管数量为 4,917,067 张。2017 年 9 月 29 日起，“14 怡亚债”上调票面利率至 7.5%，待偿本金合计 4.92 亿元。

三、行业分析

2017 年，物流与供应链行业随经济形势发生了一些变化。一方面最终消费支出对国内生产总值（GDP）增长的贡献率下降但物流市场结构不断优化，新业态、新行业和进口货物增长较快；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。中国物流与采购联合会发布的中国物流业景气指数（Logistics Prosperity Index, LPI）2017 年全年均高于 50% 的临界点，平均值为 55.30%，呈小幅波动增长态势，显示物流业活动总体仍处于平稳增长的景气周期。

2017 年，全国社会物流总额为 252.80 万亿元，同比增长 6.70%，增速较 2016 年提高 0.60 个百分点。其中工业品物流总额 234.5 万亿元（占 93.20%），同比增长 6.60%，增速较 2016 年提高 0.60 个百分点；进口货物物流总额 12.50 万亿元（占 4.60%），同比增长 8.70%，增速上升 1.30 个百分点；农产品物流总额 3.70 万亿元（占 1.60%），同比增长 3.90%，增速提高 0.8 个百分点；再生资源物流总额 1.10 万亿元（占 0.40%），同比下降 1.90%；单位与居民物品物流总额 1.00 万亿元（占 0.30%），同比增长 29.9%。从物流市场结构看，工业品物流总额保持增长；快递快运为主的单位与居民物品物流业务保持着高速发展。

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，2017 年全年最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 58.8%，比上年下降了 5.6 个百分点。近年来我国消费品市场增速持续回落，最终消费品对 GDP 的贡献程度波动下降。

2017 年，国内经济运行良好，下游行业表现稳健，供需双侧联动上行，在良好的宏观经济背景下，我国仓储业经济活动继续保持稳步回升的态势，行业需求持续增长，效益有所提升。从中国仓储指数来看，2017 年，除 7 月份跌落至 50% 以下的收缩区间外，其余各月均保持在扩张区间，全年该指数平均水平保持在 52.4% 的较高水平，较 2016 年高 1.1 个百分点。

物流费用方面，2017 年社会物流总费用 12.10 万亿元，同比增长 9.20%，增速高于社会物流总额、GDP 现价增长。其中，运输费用 6.60 万亿元，增长 10.90%，增速比上年同期提高 7.60 个百分点；保管费用 3.90 万亿元，增长 6.70%，提高 5.4 个百分点；管理费用 1.60 万亿元，增长 8.30%，提高 2.70 个百分点。2017 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.60%，比上年同期下降 0.30 个百分点。该比率连续五年下降，表明物流运行质量和效率有所提升，但也接近尾声。

行业政策方面，2017 年 10 月，国务院办公厅印发了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（以下简称《指导意见》），国务院首次就供应链出台全面部署指导性文件，指明以提高发展质量和效益为中心，以供应链与互联网、物联网深度融合为路径，以信息化、标准化、信用体系建设和人才培养为支撑，创新发展供应链新理念、新技术、新模式，高效整合各类资源和要素，提升产业集成和协同水平，打造大数据支撑、网络化共享、智能化协作的智慧供应链体系，推进

供给侧结构性改革，提升我国经济全球竞争力。《指导意见》明确提出了“到 2020 年将培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心”的发展目标。

2018 年 1 月，国民经济行业分类明确了供应链管理服务单列统计类别，商业服务业-7224-供应链管理服务，是对供应链服务行业最大的认可，解决了供应链服务行业属性不清、政府法规缺乏等痛点。供应链服务行业属于新经济、新业态，相对传统行业更注重轻资产运作，需具有相应独立的研究评价供应链服务行业的风险、资产质量等指标体系，供应链服务企业的银行授信和政策应用等会趋向于明朗化。

总体看，2017 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，行业政策对物流行业要求进一步提高。

四、管理分析

跟踪期内，梁欣因个人工作原因辞去董事会秘书职务，公司其他董事、监事和高层管理团队未发生重大变化，经营团队保持稳定。

总体看，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

公司主营业务分为五大集群架构，业务服务范围涵盖生产型供应链、流通消费型供应链、物流平台业务、宇商金控平台业务、互联网平台业务。

2017 年，公司主营业务经营良好，收入利润均有所提升。2017 年公司实现营业收入 685.15 亿元，同比增长 17.54%，主要是 380 分销平台业务大幅增长所致；实现净利润 5.85 亿元，较上年增长 9.28%，归属于上市公司股东的净利润 5.95 亿元，较上年增长 14.74%。

从收入构成上看，随着公司 380 分销平台各行业的市场占有率在不断提升，2017 年收入较上年增长 24.35%，占营业收入比重为 58.95%；公司广度业务持续优化但伴随关停不良业务项目，广度业务 2017 年收入较上年下降 10.69%，占营业收入比重为 20.97%；公司全球采购业务收入较上年增长 33.86%，主要系化工业务较去年同期增长 34.76 亿元所致，全球采购业务收入占营业收入的 19.27%。其他业务收入规模较小，对收入影响不大。

从毛利率情况看，380 分销平台毛利率 7.74%，较上年上升 0.06 个百分点；广度业务毛利率 4.48%，较上年上升 0.36 个百分点；全球采购业务毛利率 2.97%，较上年下降 2.17 个百分点，主要是出售子公司（深圳市怡海能达有限公司）减少毛利 0.37 亿元，电脑业务子公司深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司毛利较去年减少 0.21 亿元，服装业务中的怡雅荟有限公司毛利较去年减少 0.25 亿元，化工业务毛利率下降所致。整体上，公司主营业务毛利率较上年下降 0.07 个百分点至 6.51%。公司毛利率较为稳定。

表 1 近两年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务分类	2016			2017			收入变化率	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
380 分销平台	322.63	55.71	7.68	401.20	58.95	7.74	24.35	上升 0.06 个百分点
广度平台	159.83	27.60	4.10	142.75	20.97	4.48	-10.69	上升 0.36 个百分点

全球采购平台	97.97	16.92	5.14	131.14	19.27	2.97	33.86	下降 2.17 个百分点
物流平台	4.41	0.76	23.13	5.40	0.79	18.52	22.45	下降 4.61 个百分点
宇商金控平台	0.10	0.02	50.00	0.96	0.14	41.67	860.00	下降 8.33 个百分点
其他平台	1.45	0.25	44.83	7.05	1.04	22.55	386.21	下降 22.27 个百分点
平台间关联交易	-7.25	-1.26	--	-7.90	-1.16	--	8.97	--
合计	579.14	100.00	6.58	680.60	100.00	6.51	17.52	下降 0.07 个百分点

资料来源：公司提供

2018 年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入 184.47 亿元，同比增长 18.61%；实现营业利润 2.43 亿元，同比增长 11.59%；实现净利润（含少数股东损益）1.96 亿元，同比增长 10.57%。

总体看，公司营业收入大幅增长，380 分销平台发展较快，综合毛利率稳定，整体经营状况良好。

2. 业务运营

（1）生产型供应链服务

广度供应链业务

广度供应链业务是致力于为上下游企业搭建桥梁，专业承接企业供应链各环节非核心业务外包，如料件采购、生产加工、成品销售、物流仓储、市场营销服务等中间供应链环节，扮演企业间“高速公路”，提供优质的全程供应链服务，让合作企业专注于核心业务（产品技术研发、市场战略规划等），实现总成本领先，提升竞争力及经营效率。平台经营模式围绕核心客户提供供应链服务，主要为采购及采购执行，销售及销售执行。广度平台业务收入以向客户收取服务费的形式居多。随着市场需求变化，广度服务升级为“供应链运营+营销”模式。

2017 年广度业务平台营业收入为 142.75 亿元，较去年同期下降 10.69%；业务毛利为 6.38 亿元，较去年同期下降 2.71%。营业收入下降的主要原因是广度业务持续优化，关停不良业务项目，将核心重点业务转移至符合国家宏观政策利好行业及未来新兴潜在发展行业，聚焦高利润属性行业及业务，其中上海、深圳、北京、广州的业务利润较去年都有不同程度的提高。在广度业务发展中，公司积极探寻世界及中国 500 强大客户，继续挖掘“1+N”业务模式的潜在价值，与世界 500 强合作伙伴如飞利浦、博世、网件、海尔等大客户取得战略合作关系，扩大优质业务规模，做深做透核心企业上下游。利用“采购执行+分销执行”打通核心客户上下游合作商，提高供应链服务的附加值。

收入分布方面，2017 年，受行业景气度及相关产品利润率影响，公司对各行业板块进行了战略调整。公司广度业务依然以 IT、通信为主；家电类增长较快，占比由 2016 年的 10.34%升至 16.99%，主要受到下游消费需求变化影响，具体如下表所示。

表 2 广度收入行业分布（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
IT、通信	1,297,306.76	81.17	1,067,701.53	74.80
家电	165,240.78	10.34	242,553.08	16.99
医疗	82,503.00	5.16	60,163.99	4.21
化工	4,702.33	0.29	21,809.60	1.53
其他	48,508.30	3.04	35,248.28	2.47
合计	1,598,261.17	100.00	1,427,476.48	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，受关停不良业务项目影响，公司广度业务业务量和收入规模有所下降，行业分布继续向产品价值较高的 IT、通讯、家电行业集中。

全球采购平台业务

全球采购平台（全球采购与产品整合供应链）是深入行业整合上下游资源，形成一站式的采购与整合平台，实现原材料、半成品、成品等资源的“全球买，全球卖”。从上游提供全球不同供应商的原材料、半成品以及成品资源，到下游对全国或区域性渠道的整合，最终对接客户端，选择效率最高的供应链运作模式，加速资金的流转和提高毛利率。全球采购与产品整合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。

例如，美国蔓越莓品牌优鲜沛（OCEAN SPRAY，占全球 70%份额）与怡亚通合作，由怡亚通提供从进口、物流、经销商管理（京东、天猫及麦德龙等）及市场营销在内的全流程供应链服务。目前公司全球采购平台业务涉及新能源、系统集成、服装等新行业。

2017 年，全球采购平台营业收入为 131.14 亿元，较去年同期增长 33.86%，业务毛利为 3.89 亿元，较去年同期下降 22.86%。营业收入增长主要是化工业务较上年大幅增长所致。毛利下降主要原因是出售子公司（深圳市怡海能达有限公司）减少毛利 0.37 亿元；电脑业务子公司深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司毛利较去年减少 0.21 亿元；服装业务中的怡雅荟有限公司毛利较去年减少 0.25 亿元；化工业务毛利率下降 0.5%。

表 3 全球采购平台收入行业分布（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
IT、通信	509,924.21	52.05	503,899.94	38.42
家电	3,954.84	0.40	42.84	0.00
化工	437,236.53	44.63	784,810.86	59.84
纺织品	28,614.06	2.92	22,689.72	1.73
合计	979,729.64	100.00	1,311,443.36	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受化工业务收入大幅增长影响，公司全球采购平台业务量较上年增长较快，但是毛利率有所下降。

（2）流通消费型供应链服务

380 分销平台业务

380 分销平台供应链服务是公司最近几年重点发展的战略业务，将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，通过整合各区域优质经销商的渠道，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。其分销品类涵盖：快速消费品（日化、母婴、酒饮、食品），通讯，家电，医疗器械及医药。380 分销平台持续加强流通领域各区域经销商整合力度，壮大优质分销合伙人经营团队，扩充流通业不同分销渠道，深入覆盖终端。380 分销平台业务服务网络已达 320 多个城市，在行业内率先实现五个第一：全国规模第一（2017 年营业收入 401.20 亿元）、全国服务网络第一（超过 320 个城市建立了

地区分销平台）、全国终端数覆盖第一（服务近 200 万家终端零售店）、全国产品品牌数第一（与超过 2,600 个各行业知名品牌商保持战略合作关系）、全国人员团队规模第一（专业服务人员近 30,000 人）。

2017 年，公司 380 分销平台营业收入为 401.20 亿元，较去年同期增长 24.35%；业务毛利为 31.07 亿元，较去年同期增长 25.43%。380 分销平台业务持续稳健增长的原因系平台在流通领域整合战略规划中不断布局，扩大各省区合资公司联盟体系，其中母婴、家电、日化、酒饮在覆盖行业中利润贡献较大。同时平台全力推进精细化管理，主导“开源节流”工作，以提高人均产出、优化资源配置。

行业分布方面，2017 年，380 分销平台依然以快速消费品行业为主，快速消费品行业收入为 331.90 亿元，增长较快，快速消费品的核心地位稳定。快消产品中，依然以酒饮、食品、日化和母婴四个板块为主，板块分布较上年变化不大。

表 4 380 分销平台行业收入行业分布（单位：万元、%）

行业	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
家电	350,835.52	10.87	659,433.77	16.44
快速消费品	2,858,698.03	88.61	3,318,987.87	82.73
化工	--	0.00	3,091.41	0.08
医疗	--	0.00	6,580.51	0.16
其他	16,717.66	0.52	23,860.10	0.59
合计	3,226,251.21	100.00	4,011,953.66	100.00

资料来源：公司提供

380 分销平台业务过程中需要提供先行支付货款向上游供应商买入货品，然后分销至下游卖场或其他终端，应收账款账期主要在 2~3 个月。2017 年该业务业务量增长较快，资金占用规模也随之上升。

总体看，2017 年，公司持续加大 380 分销平台推广进度，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 380 分销平台业务依然以快速消费品为主，板块分布较上年变化不大。

连锁加盟平台业务

连锁加盟平台依托于现有 380 分销平台体系的扎实基础，打造集连锁加盟、商品集采、品牌服务、营销支持、物流配送、O2O 运营、增值服务等功能于一体的新零售综合服务平台，致力于整合优质的零售连锁加盟企业，共同建立中国最大的 B2B2C/O2O 连锁加盟品牌联合体，凭借怡亚通庞大的供应链赋能体系，推动流通商店的变革升级。连锁加盟平台通过对上下游渠道各环节的整合与链接，能够帮助品牌商覆盖终端，帮助终端直接通过平台向上游采购，终端可直接跟品牌商互联互通。

2017 年，平台拥有湖南锦和乐、辽宁金凯达、重庆川渝美妆等优质品牌连锁加盟商。通过合作发展，连锁商借助怡亚通公司的品牌及商品资源、资金布局、人员团队支持、供应链与物流服务、金融、营销等增值服务的资源共享得以呈现快速扩张局面，整合终端门店数量超过 8,000 家，实现将公司上游 40 万商品品类资源布局社区化，贴近消费者，增强体验感，提升生活便利性。目前平台处于建设初期，公司将加速整合各地区有实力的连锁加盟公司，即整合线下优质零售加盟

企业，扩充终端网络覆盖。

（3）物流平台业务

2017 年，物流平台营业收入为 5.40 亿元，较去年同期增长 22.36%；业务毛利为 0.99 亿元，较去年同期下降 2.74%。该平台全面推进全国范围内的统仓统配能力的建设，形成全国运营网络，覆盖从国际物流、进口通关、国内仓储、干线运输及城配能力的综合型的物流服务体系。

3. 经营关注

380 分销平台业务快速扩张，公司库存风险加大

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；尤其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。

公司业务集中风险

公司业务较集中于 IT 行业和快消品行业，受此两个行业发展的影响较大，存在一定的业务集中风险。

4. 未来发展

（1）全力推进广度业务无边界发展与创新

未来，广度业务将继续以“平台、共享、整合”的发展模式建立各行业供应链服务平台，整合资源共享给各行业上下游客户，帮助合作伙伴做大做强。平台通过平台+合伙人模式加强业务拓展效率，聚焦“采购及采购执行、销售及销售执行、营销服务”，整合有效资源与供应链服务模式相结合，运用怡亚通营销资源助力广度业务发展突破。平台将继续拓展新行业领域业务（如新能源及新材料、光电、工业原材料等团队及资源），在“供应链运营+营销”业务发展，与更多品牌客户达成战略合作。平台目标计划在 2020 年底建立 100 个行业事业部，业务量目标达 1,000 亿元。

（2）持续推进 380 体系中“分销+营销”战略落地

未来 380 分销平台业务将全面嫁接营销资源布局，提升 380 体系内分子公司运营分销能力，打造全方位“分销+营销”一体化发展。营销平台通过整合外部优质营销资源进行载体业务的赋能延伸；通过品牌管理及营销策划、终端传媒及自营媒体等宣传来实现为 380 体系中合作品牌的营销赋能；为品牌提供一站式的品牌宣传、分销覆盖和产品促销服务，让营销平台真正能为品牌方做营销赋能；在品牌方和消费者之间提供认知传递，为 380 分销载体增加附加值。

（3）加大连锁加盟平台的发展速度

公司 2018 年将加强连锁加盟门店的发展及覆盖速度，拓展终端渠道，借助星链互联网的 O2O 化运作，增加渠道流通效率，从而真正实现新流通引领新零售。针对初期现有的近 8,000 家连锁加盟店，会加强互联网产品、O2O 金融、营销传媒业务的植入力度，通过统一优化管理，完善采购供货运营管理体系。未来三到五年内，连锁平台将计划全力打造 30 万家新连锁加盟店，通过怡亚通强大的线下载体平台，借助仓配体系、供应链管理技术以及分销体系等基础，及线上互联网技术优势和供应链资源整合优势，以“新流通”模式来推动零售业转型和变革。星链 O2O 服务、智慧门店系统以及线上线下联动的“星链三好节”等，打造品牌联合国，全面赋能终端，引领传统零售向智慧零售转型升级，从门店形象、采购配送、星链 O2O 云店运营、增值服务、市场营销、信息系统六大方面的统一来为终端门店提供标准化支持，共同实现做大做强。

（4）全力发展供应链云（商业服务云）

供应链云是以供应链服务为基础、资源共享为平台、互联网技术为支撑赋能企业快速发展和

升级的智能供应链服务平台，是集合载体平台内外部商品资源，物流仓储服务，增值服务（金融、营销、资本等）、系统技术支撑、互联网等综合性“供应链资源+系统技术+服务”的云输出。以全面赋能为宗旨，依托怡亚通公司完善的供应链服务体系，强大的资源整合能力和大数据服务能力，借助互联网技术，为商业组织（商贸、零售、企业客户等）和社会个人创业者提供全程供应链云服务，不断优化流通效率、扁平流通环节、降低流通成本，不断提升企业的竞争力，帮助中国流通业转型为扁平化、社区化和共享化的新流通。

总体看，公司未来继续建设分销服务平台，风险控制力较强。

六、财务分析

公司 2017 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，2018 年一季度财务报表未经审计。2017 年，公司合并范围非同一控制下企业合并子公司新增 18 家，主要是随着公司深度业务和广度业务不断扩展发生非同一控制下企业合并，公司财务数据仍具较强可比性。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 472.62 亿元，负债总额 386.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.54 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 685.15 亿元，净利润（含少数股东损益）5.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.95 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 474.44 亿元，负债总额 386.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 61.13 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 184.47 亿元，净利润（含少数股东损益）1.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.08 亿元，经营活动产生的现金流量净额 7.97 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.32 亿元。

1. 资产及负债结构

资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 472.62 亿元，较年初增长 11.52%，主要系流动资产增长所致，其中，流动资产占 79.76%，非流动资产占 20.24%，较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 376.94 亿元，较年初增长 10.86%，主要系存货和货币资金增加所致，占比较大的科目为货币资金（占比 25.70%）、应收账款（占比 34.08%）、预付款项（占比 8.37%）和存货（占比 26.66%）。

截至 2017 年底，公司货币资金余额 96.87 亿元，较年初增长 22.63%，主要是经营规模扩大导致其他货币资金增加所致；其中银行存款 30.59 亿元，其他货币资金 66.21 亿元，其他货币资金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 68.35%，占比高。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 128.47 亿元，较年初增长 7.26%，主要是公司业务扩张导致；应收账款账面余额为 131.67 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 130.11 亿元，其中一年以内占比 94.65%，公司应收账款按账龄分析法和单项计提坏账合计 2.65 亿元，计提比例为 2.01%，2017 年公司应收账款规模保持增长态势，公司信用风险管理的压力依然较大。截至 2017 年底，公司预付款项余额为 31.56 亿元，较年初下降 16.68%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 100.49 亿元，较年初增长 28.46%，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 1.53 亿元，计提比例为 1.50%，主要为对快速消费品计提的跌价准备，考虑到公司业务集中于 IT 及快

消息，其存货存在一定的跌价风险。

截至2017年底，公司非流动资产合计95.68亿元，较年初增长14.18%，主要是长期股权投资、投资性房地产、固定资产和商誉增长导致；其中占比较高的项目为发放委托贷款及垫款（占比29.27%）、长期股权投资（占比16.21%）、固定资产（占比19.47%）、投资性房地产（占比11.45%）及无形资产（占比15.69%）。截至2017年底，公司发放委托贷款及垫款28.49亿元，较年初下降1.68%，基本稳定；长期股权投资账面价值15.51亿元，较年初增长34.81%，主要系对被投资单位追加投资所致；投资性房地产账面价值10.96亿元，较年初增长54.32%，主要系部分存货、固定资产及在建工程转入投资性房地产所致；固定资产账面价值18.63亿元，较年初增长17.57%，主要系当年部分出租的投资性房地产收回转为自用使得固定资产增加所致；无形资产15.02亿元，较年初增长8.43%，主要是公司购买土地使用权用于未来建设新的总部大楼所致。

截至2017年底，公司受限资产125.67亿元，占资产总额的26.59%，受限资产占比较大。其中货币资金66.21亿元、存货2.65亿元、固定资产7.04亿元、无形资产0.54亿元、应收账款13.64亿元、投资性房地产5.93亿元、发放贷款及垫款17.54亿元、长期股权投资12.13亿元。

截至2018年3月底，公司资产总计474.44亿元，较年初增长0.38%，结构较年初变化很小。

总体看，随着经营规模的扩大，公司资产规模明显提升；流动资产中货币资金保持较大规模，但货币资金中用作抵押的金额较大，应收账款占比较大，未来回收情况仍须持续关注；公司非流动资产以发放委托贷款及垫款、长期股权投资、无形资产、投资性房地产和固定资产为主，整体资产质量尚可。

负债及所有者权益

截至2017年底，公司负债合计386.10亿元，较年初增长11.59%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债与非流动负债分别占91.37%和8.63%，流动负债占比较高。

截至2017年底，公司流动负债为352.76亿元，较年初增长11.46%，其构成以短期借款（占61.50%）和应付票据（占19.50%）为主。其中，短期借款为216.94亿元，较年初增长23.18%；应付票据68.80亿元，较年初增长8.38%，主要系随着业务量增长，公司开具承兑汇票及信用证规模增长所致。

截至2017年底，公司非流动负债为33.34亿元，较年初增长12.99%，其构成主要为长期借款（占31.04%）、应付债券（占62.74%）和递延所得税负债（占5.79%）。其中，长期借款余额10.35亿元，较年初增长112.26%，主要是新增部分长期借款所致，集中还款压力较小；应付债券为20.92亿元，较年初下降7.04%，主要系债券部分回售所致；递延所得税负债1.93亿元，较年初下降2.08%。

截至2017年底，公司全部债务合计338.32亿元，较年初增长16.32%，主要系公司业务规模扩大，融资需求增加所致；其中，短期债务为307.06亿元，长期债务为31.27亿元，以短期债务为主；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81.69%、79.63%、26.55%，债务负担较年初有所上升，仍然较重。

截至2017年底，公司所有者权益合计86.52亿元，较年初增长11.19%，其中归属于母公司所有者权益占比68.82%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比35.65%，资本公积占比21.63%、盈余公积占比2.97%、未分配利润占比31.44%，其它综合收益占比8.31%，权益的稳定性尚可。

截至2018年3月底，公司负债较年初增长0.09%，所有者权益较年初增长1.68%，负债及所有者权益结构较年初变化很小。

总体看，2017年公司债务规模增长较快，债务负担仍然较重，且短期偿债压力较大，长期借款期限较为分散；公司权益结构的稳定性尚可。

2. 盈利能力

2017 年，公司营业收入稳定增长，全年实现营业收入 685.15 亿元，较上年增加 17.54%，主要系 380 业务收入大幅增长所致；实现利润总额 7.64 亿元，同比增长 15.19%。2017 年公司实现净利润 5.85 亿元，同比增长 9.28%，其中归属母公司所有者的净利润 5.95 亿元，同比增长 14.74%。

费用方面，2017 年公司费用总额 38.31 亿元，较上年增长 9.67%，主要系销售费用和管理费用增加所致；其中销售费用占比 14.27%、管理费用占比 56.49%、财务费用占比 29.24%；产品营销投入增加，导致销售费用同比增加 52.92%；管理费用同比增长 14.37%，主要系员工人数增加导致人工费用增加所致；财务费用同比下降 9.91%，主要系汇兑损益由损失转为获益所致。2017 年公司费用收入比为 5.59%，较上年下降 0.40 个百分点，公司费用控制能力一般。

公司 2017 年公允价值变动损益为-1.54 亿元，主要是以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产导致；公司投资收益为 1.57 亿元，较上年增长 35.47%，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2017 年，公司投资收益占营业利润的比例为 21.00%，占比较大。

从盈利指标看，2017 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、总资产收益率和总资产报酬率分别为 6.51%、7.12%、4.42%和 4.31%，总资产报酬率和总资产收益率较上年有所增长，净资产收益率和主营业务毛利率较上年有所下降，盈利能力仍然一般。

2018 年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入 184.47 亿元，同比增长 18.61%，主要系深度业务大幅增长所致；实现营业利润 2.43 亿元，同比增长 11.59%；实现净利润（含少数股东损益）1.96 亿元，同比增长 10.57%。

总体看，公司收入规模有所扩大，费用控制能力一般，衍生金融工具产生的公允价值变动收益波动较大，盈利能力略有下降；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。

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，2017 年为 762.60 亿元，较上年增加 21.69%；购买商品、接受劳务支付的现金 733.70 亿元，较上年增加 16.56%；2017 年收到其他与经营活动有关的现金以及支付其他与经营活动有关的现金较 2016 年明显下降，主要以代垫及税金为主。2017 年公司经营活动现金流净额为 0.41 亿元，由净流出转为净流入。从现金收入比看，近两年公司现金收入比分别为 107.51%和 111.30%，公司整体收入实现质量良好。

2017 年，投资活动现金流入 9.73 亿元，净流入规模较年初上升 278.17%，主要是处置子公司和取得子公司及其他营业单位收到的现金净额增加所致；投资活动现金流出 9.27 亿元，较年初上升 15.96%，主要系投资支付的现金增多所致。2017 年，公司投资活动现金流净额为 0.47 亿元，由净流出转为净流入。

2017 年，公司筹资活动现金流入 420.81 亿元，同比下降 9.60%，主要系用于质押的保证金存款减少所致；2017 年，公司筹资活动现金流出 422.40 亿元，同比下降 0.45%。2017 年，公司筹资活动现金流净额为-1.59 亿元，由净流入转为净流出。

2018 年一季度，公司经营活动现金净流入 7.97 亿元；投资活动现金净流入 0.36 亿元；筹资活动现金净流出 12.51 亿元，主要系用于质押的保证金存款减少。

总体看，公司收入实现质量良好，随着公司多年业务量及营业收入增长，经营活动现金流和投资活动现金流由净流出转为净流入，公司筹资活动由净流入转为净流出。公司短期债务规模大，

存在一定的外部融资压力。

4. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率、速动比率分别为 1.07 倍和 0.78 倍，均较上年末略有下降，主要系公司流动负债规模增长较快所致；现金短期债务比为 0.33 倍，公司现金对短期债务的覆盖程度较弱，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2017 年受公司利润上升的影响，公司 EBITDA 为 21.61 亿元，较上年增加 27.58%，其中利润总额占比 35.36%，计入财务费用利息支出占比 54.15%，折旧占比 5.54%，摊销占比 4.96%，EBITDA 构成中利息支出占比较大。公司 EBITDA 实现大幅增长，但由于公司债务规模增加较快，公司 EBITDA 全部债务比与上年大体持平，为 0.06 倍；EBITDA 利息倍数较上年略下降至 1.85 倍，EBITDA 对公司全部债务和利息的保障程度一般。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年末，公司无金额较大的未决诉讼或纠纷；公司对外担保合计 11.26 亿元，占净资产的 13.01%，被担保对象主要为对流通领域行业小微客户，公司有一定或有负债风险。

截至 2017 年末，公司合计获得银行授信 405.90 亿元，尚未使用额度 160.21 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。

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2018 年 5 月 21 日，公司无未结清不良贷款，但已结清中有 9 笔不良和关注类。

总体看，公司长短期偿债能力均较弱，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，公司偿债能力很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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102.06亿元，约为“14怡亚债”待偿本金合计（4.92亿元）的20.74倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达86.52亿元，约为“14怡亚债”待偿本金合计（4.92亿元）的17.59倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14怡亚债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为21.61亿元，约为“14怡亚债”本金（4.92亿元）的4.39倍，公司EBITDA对“14怡亚债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入931.06亿元，约为“14怡亚债”本金（4.92亿元）的178.55倍，公司经营活动现金流入量对“14怡亚债”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“14 怡亚债”的偿还能力很强。

八、综合分析

2017 年，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，公司营业收入有所增长，公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。同时，联合评级也关注到公司业务行业集中度仍高，应收账款和存货占用资金且存在减值风险，债务负担尤其是短期债务负担较重，资产受限比例高，流动性压力较大，有一定或有负债风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“380 分销平台”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”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 怡亚债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 深圳市怡亚通供应链股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	423.82	472.62	474.44
所有者权益 (亿元)	77.82	86.52	87.97
短期债务 (亿元)	263.49	307.06	308.64
长期债务 (亿元)	27.38	31.27	32.78
全部债务 (亿元)	290.87	338.32	341.41
营业收入 (亿元)	582.91	685.15	184.47
净利润 (亿元)	5.35	5.85	1.96
EBITDA (亿元)	16.94	21.61	---
经营性净现金流 (亿元)	-41.47	0.41	7.97
应收账款周转率(次)	5.72	5.42	--
存货周转率 (次)	7.97	7.05	--
总资产周转率 (次)	1.55	1.53	--
现金收入比率 (%)	107.51	111.30	114.27
总资本收益率 (%)	4.22	4.42	--
总资产报酬率 (%)	4.11	4.31	--
净资产收益率 (%)	7.43	7.12	--
营业利润率 (%)	7.05	7.01	7.05
费用收入比 (%)	5.99	5.59	5.42
资产负债率 (%)	81.64	81.69	81.46
全部债务资本化比率 (%)	78.89	79.63	79.51
长期债务资本化比率 (%)	26.02	26.55	27.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.92	1.85	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.06	--
流动比率 (倍)	1.07	1.07	1.09
速动比率 (倍)	0.83	0.78	0.80
现金短期债务比 (倍)	0.34	0.33	0.36
经营现金流负债比率 (%)	-13.10	0.12	2.27
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	3.44	4.39	--

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 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。