



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1239号

## 深圳市飞马国际供应链股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市飞马国际供应链股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为BB，继续列入可能降级的信用评级观察名单；维持“深圳市飞马国际供应链股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十八日

## 深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	深圳市飞马国际供应链股份有限公司		
债券简称	16 飞马债		
债券代码	112422		
担保方式	深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	人民币 5 亿元		
债券期限	3 年期		
存续期	2016/07/29~2019/07/29		
上次评级时间	2019/02/01		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	BB	列入可能降级的信用评级观察名单
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	BB	列入可能降级的信用评级观察名单

### 概况数据

飞马国际	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	40.76	43.02	19.93
总资产（亿元）	196.85	214.88	166.53
总债务（亿元）	127.96	145.89	119.18
营业总收入（亿元）	521.63	613.84	410.49
营业毛利率（%）	0.82	0.85	0.30
EBITDA（亿元）	22.11	5.73	-20.55
所有者权益收益率（%）	38.93	7.38	-121.92
资产负债率（%）	79.29	79.98	88.03
总债务/EBITDA（X）	5.79	25.46	-5.80
EBITDA 利息倍数（X）	24.38	4.60	-7.36
深圳中小担	2016	2017	2018
总资产（亿元）	61.34	113.17	189.29
所有者权益（亿元）	28.43	97.44	103.86
营业总收入（亿元）	7.13	9.07	16.47
在保余额（亿元）	193.65	237.42	276.57
投资收益（亿元）	0.05	0.16	0.15
净利润（亿元）	3.35	4.10	9.17
累计代偿率（%）	0.07	0.07	0.06
净资产放大倍数（X）	6.81	2.44	2.66

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、公司 2018 年度财务数据来源于立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的无法表示意见的审计报告。

### 基本观点

2018 年深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“飞马国际”或“公司”）控股股东担保实力急剧减弱，对公司融资能力和业务开展造成极大影响，加之内外部经济、市场环境等宏观因素变化影响，公司整体收入规模下降，出现较大规模亏损，流动性面临较大压力，偿债能力较弱。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持飞马国际主体信用等级为 **BB**，继续列入可能降级的信用评级观察名单；维持“深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级 **AAA**。上述债项级别主要考虑了深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 正面

- 本次债券担保方具有极强的担保实力。本次债券担保方深圳中小担具有良好的国资背景，资本实力很强，担保代偿能力及风险管理能力良好，其提供的保证担保有效提升了本次债券本息的到期偿付能力。

### 关注

- 控股股东担保能力急剧减弱，对公司再融资能力受到较大影响。2018 年 9 月公司控股股东飞马投资控股有限公司（以下简称“飞马投资”）发生可交换债券违约，担保能力大幅减弱，公司的债务融资较多由飞马投资提供担保，飞马投资债券违约对公司的再融资能力产生极大影响，继而影响公司业务开展。
- 控股股东被动减持风险。飞马投资因股票质押和融资融券违约、用于票据担保的股份被司法拍卖等原因，多次被动减持公司股份，截至 2019 年 6 月 20 日，飞马国际持有公司股份 7.54 亿股，占公司总股本的 45.62%，较 2017 年末减少 2.86 个百分点。

## 分析师

张昕雅 [xyzhang@ccxr.com.cn](mailto:xyzhang@ccxr.com.cn)

阮思齐 [sqruan@ccxr.com.cn](mailto:sqruan@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

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

2019年6月28日

- 涉及多项诉讼，多个银行账户被冻结。因公司流动性紧张，涉及多个诉讼事项，受此影响，公司多个银行账户被冻结查封，对公司业务运营和流动性偿付能力均造成不利影响。
- 涉嫌信息披露违法违规，被立案调查。因涉嫌信息披露违法违规，公司于2019年3月收到中国证监会出具的《调查通知书》；2019年5月收到深圳证监局出具的《行政监管措施决定书》，要求公司对2018年年度报告以及相关事项进行公开说明并进行相关整改。
- 会计师出具无法表示意见报告，公司股票被实行“退市风险警示”处理。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2018年度财务报告进行了审计，因发现与财务报告相关的内部控制存在多项重大缺陷、无法判断重大不确定性事项对财务报表的影响、审计范围受限以及无法判断公司立案调查结果对公司财务报表可能产生的影响，出具了无法表示意见的审计报告。受此影响，深圳证券交易所自2019年5月6日起对公司股票交易实行“退市风险警示”的特别处理。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。



## 重大事项说明

公司控股股东飞马投资因流动性困难，其非公开发行的“飞马投资控股有限公司 2016 年非公开发行可交换公司债券”（一至四期）（以下简称“16 飞投债”）皆未能如期偿付应付本息及相关回售款项，发生实际性违约，本金合计 20 亿元，截至本报告出具日，飞马投资尚未完成对 16 飞投债的兑付。

飞马投资因股票质押和融资融券违约、用于票据担保的股份被司法拍卖等原因，多次被动减持公司股份，截至 2019 年 6 月 20 日，飞马国际持有公司股份 7.54 亿股，占公司总股本的 45.62%，较 2017 年末减少 2.86 个百分点。上述被动减持未导致公司控股股东发生变化。此外，由于 16 飞投债未能如期偿付应付利息及相关回售款项、股票质押业务发生违约或其自身其他事项，有关方申请财产保全；以及为公司提供连带责任担保因公司被有关方提起诉讼/仲裁，公司控股股东飞马投资及实际控制人所持公司股份被冻结，截至 2019 年 6 月 11 日，控股股东飞马投资和实际控制人黄壮勉累计被冻结公司股份分别为 7.44 亿股和 3.11 亿股，分别占公司总股本的 44.99% 和 18.80%。同时，因与国融证券股份有限公司开展的股票质押式回购交易业务发生违约，根据中国执行信息公开网显示，飞马投资已被列入“失信被执行人”名单，飞马投资以及公司的实际控制人黄壮勉先生被列为限制消费人员。

公司于 2019 年 3 月收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《调查通知书》（深证调查通字（2019）068 号），主要内容为因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司立案调查，截至本报告出具日该调查尚未有明确结论。此后，公司于 2019 年 5 月 16 日收到中国证券监督管理委员会深圳监管局（以下简称“深圳证监局”）下发的《行政监管措施决定书》（（2019）75 号，以下简称“决定书”），深圳证监局要求公司对 2018 年年度报告以及相关事项进行公开说明并进行相关整改，公司已于 2019 年 6 月召开董事会专题会议对相关情况进行了专项整改，并进行了公开说明。

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司

2018 年度财务报告进行了审计，因发现与财务报告相关的内部控制存在多项重大缺陷、无法判断重大不确定性事项对财务报表的影响、审计范围受限以及无法判断公司立案调查结果对公司财务报表可能产生的影响，出具了无法表示意见的审计报告。

因立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年度财务报告出具了无法表示意见的审计报告，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第 13.2.1 条的相关规定，深圳证券交易所将对公司股票交易实行“退市风险警示”的特别处理。对公司股票的“退市风险警示”自 2019 年 5 月 6 日起实施，证券简称由“飞马国际”变更为“\*ST 飞马”，证券代码不变（仍为 002210）。

截至 2019 年 6 月 15 日，公司披露的涉及诉讼/仲裁案件共计 56 件，诉讼/仲裁本金合计为 53.47 亿元人民币（含 1.01 亿美元），案由包括票据纠纷、金融借款纠纷、贸易纠纷、合同纠纷、劳动纠纷等。

因公司资金紧张，部分债务到期未能偿还，债权人采取诉讼等措施进行财产保全，截至 2019 年 4 月 30 日，公司及子公司被冻结的银行账户累计为 21 户，合计被冻结金额为人民币 53,679,655.18 元（包括 3,051.61 美元），约占公司 2018 年净资产的 2.69%；公司所持部分股权资产被冻结，包括所持东莞市飞马物流有限公司（以下简称“东莞飞马”）和深圳骏马环保有限公司（以下简称“骏马环保”）等公司的股权。

## 行业分析

### 2018 年，国内物流行业持续发展，网络信息技术升级带动业态不断创新

2018 年，全国社会物流总额为 283.1 万亿元，同比增长 6.4%，增速比上年同期回落 0.2 个百分点。总体来看，物流需求保持平稳增长，但受宏观经济下行压力影响，增速略有回落。从构成上看，工业品物流结构不断优化，高新技术和装备制造业等新兴动力在增强。2018 年交通运输制造业、电器机械制造和电子通信技术制造物流需求分别增长 13.8%、10.1% 和 10.5%。

网络信息技术升级带动物流行业新技术、新业

态不断涌现。随着信息技术和供应链管理不断发展并在物流业得到广泛运用，通过物联网、云计算等现代信息技术，实现货物运输过程的自动化运作和高效化管理，提高物流行业的服务水平，降低成本、减少自然资源和市场资源的消耗，实现智能物流。同时，现代物流行业兼并收购趋势明显，行业整合加速。物流行业服务不断向供应链两端延伸，逐渐与制造业建立深度合作。物流企业从最初只承担简单的第三方物流，逐步拓展到全面介入企业的生产、销售阶段，并通过整合供应链上下游信息，优化企业各阶段的产销决策，物流企业专业化服务水平和效益显著提高。在国家政策的鼓励和引导下，更多物流企业向提供供应链服务方向延伸发展。

### 供应链管理服务行业在国民经济行业分类中单列，同时产业创新升级有望加快，行业发展在政策层面有望得到更多支持

在国家统计局最新批准发布的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)中，明确了供应链管理服务单列统计类别为“商务服务业-7224-供应链管理服务”，这将对供应链管理服务业持续、健康、有序发展发挥重要作用。该标准已于2017年10月1日正式实施。文件中明确指出，供应链服务是基于现代信息技术对供应链中的物流、商流、信息流和资金流进行设计、规划、控制和优化，将单一、分散的订单管理、采购执行、报关退税、物流管理、资金融通、数据管理、贸易商务、结算等进行一体化整合的服务。

由于原有国家标准没有对供应链服务设置独立的分类，因此难以开展产值、收入、利润等方面的统计，导致反映产业全貌的数据缺失，给产业政策的制定、重大专项批复等方面带来了许多问题。而这一修订将对促进供应链服务行业和企业的发展具有长远的积极影响，标志着供应链管理服务作为一个新的行业业态，已经成为新时期国家经济和社会发展的重要组成部分。这不仅是国家层面对供应链服务行业的极大认可，也标志着供应链行业将从政策扶持、营商环境等诸多方面迎来新的发展春天。

此外，2017年10月，国务院办公厅颁布了《关

于积极推进供应链创新与应用的指导意见》(以下简称“《意见》”)。《意见》中提出，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。同时提出了“到2020年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，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”的目标。

为达成上述目标，《意见》提出了包括营造良好的供应链创新与应用政策环境、积极开展供应链创新与应用试点示范、加强供应链信用和监管服务体系、推进供应链标准体系建设、加快培养多层次供应链人才、加强供应链行业组织建设等在内的多项措施。

### 生活垃圾无害化处理为国家大力鼓励和扶持的产业，未来生活垃圾无害化处理将在全国范围内快速普及

环保新能源行业尤其是生活垃圾无害化处理领域，为国家大力鼓励和扶持的产业。根据国家发改委和住建部编制和发布的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，在“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约2,518.40亿元，同时积极引导并鼓励各类社会资本参与垃圾处理设施的建设，国家将根据规划任务和建设重点，继续对设施建设予以适当支持，重点支持采用焚烧等资源化处理技术的设施和贫困地区处理设施建设，争取到2020年底，直辖市、计划单列市和省会城市(建成区)生活垃圾无害化处理率达到100%，其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到95%以上，县城(建成区)生活垃圾无害化处理率达到80%以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到70%以上等，目前市场存在较大处理能力缺口，具有良好的发展前景和广阔的市场空间。

2018年2月，山西省政府办公厅印发《关于进

进一步加强建筑垃圾管理加快推进资源化利用》的通知（以下简称“《通知》”），到 2020 年，各设区市至少建成 1 个建筑垃圾资源化利用设施，建筑垃圾资源化利用率达到 30% 以上，原则上不得再新建建筑垃圾填埋场。《通知》要求各市制定支持政策，鼓励通过以奖代补、贷款贴息等方式，支持建筑垃圾资源化利用企业发展；鼓励企业采取直接投资、PPP 等方式推进建筑垃圾资源化利用项目建设；市县可依法将建筑垃圾资源化利用纳入特许经营管理，明确特许经营准入条件，通过招标、竞争性谈判等竞争方式选择特许经营者。

## 业务运营

公司主要经营业务包括供应链管理服务和环保新能源业务。2018 年，公司控股股东流动性出现困难并导致其担保能力下降，引起公司流动性紧张，公司部分业务停滞；同时，国内外经济形势严峻、复杂，整体市场需求不振，亦对公司相关业务的拓展产生了较大的不利影响。公司全年实现营业收入 410.49 亿元，同比减少 33.13%，其中第四季度营业收入大幅下滑至 1.97 亿元。

表1：2016~2018年公司收入结构

单位：亿元、%

分产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易执行服务	517.35	0.63	607.85	0.63	404.49	0.04
其中：矿产资源行业	514.29	0.61	606.38	0.62	401.58	0.03
其他	3.06	3.14	1.48	3.08	2.91	1.67
综合物流服务	2.59	8.39	4.08	11.55	4.18	9.82
物流园经营服务	0.13	94.91	0.11	100.00	0.03	-
环保新能源行业	1.52	45.32	1.70	40.37	1.74	33.02
其他	0.04	6.18	0.11	73.32	0.05	53.55
<b>合计</b>	<b>521.63</b>	<b>0.82</b>	<b>613.84</b>	<b>0.85</b>	<b>410.49</b>	<b>0.30</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 2018 年受公司流动性紧张, 以及内外部经济、市场环境等宏观因素变化影响, 公司贸易执行服务业务规模快速收缩

公司贸易执行服务业务的主要客户集中于电解铜等有色金属行业和煤炭行业，要求公司具备较为充足的流动资金用于短期垫付货款，过往公司主要利用银行流动贷款和票据进行短期融资，并主要由控股股东飞马投资进行担保。2018 年 9 月飞马投资发生债券违约事件后，担保能力大幅减弱，导致公司流动性紧张，加之国内外较为严峻、复杂的经济环境，公司业务受到较大限制，业务拓展受阻，同时，受公司涉及多个诉讼事项影响，公司多个银行账户被冻结，对业务的开展亦造成不利影响。此外，公司原子公司 KyenResourcesPte.Ltd（以下简称“恺恩资源”）原本为公司重要的海外业务平台，2017 年对板块收入贡献超过 25%，但 2018 年内由于诉讼以及经营困难无法持续经营，从 2018 年 10

月开始不再纳入公司合并范围。2018 年公司贸易执行服务业务实现收入 404.49 亿元，同比减少 33.46%。

总体来看，2018 年公司贸易执行服务业务受控股股东担保能力减弱影响较大，业务规模显著下降。

### 2018 年公司综合物流服务业务失去对其中一个运营子公司的控制, 预计未来板块收入将下降; 同时物流园经营服务运营主体东莞飞马增资扩股, 公司失去对其的控制权, 转而计入长期股权投资

公司综合物流服务模式为设计专业的物流总包方案，开发出更加高效的国际物流服务流程，包括货物在国外生产厂家的制造监督、货物从生产厂家到装运港和装运过程监控、运输商选择、保险办理、海运过程监控、进口通关、仓储管理、国内物流供应商选择及物流监控等。公司目前综合物流服



务业务运营主要依托子公司上海合冠供应链有限公司（以下简称“上海合冠”），主营电子产品、塑化产品的综合物流服务，2018年上海合冠业务开展情况正常。2018年10月，公司将持有原运营综合物流服务业务的另一主要平台——北京华油国际物流工程服务有限公司（以下简称“华油国际”）股权质押给另一股东中国石油运输有限公司，并对华油国际实质上失去了控制，自2018年10月开始公司不再将华油国际纳入合并范围。2018年公司综合物流服务业务实现收入4.18亿元，同比增长2.44%。

公司物流园经营服务的经营主体为原下属控股子公司东莞飞马。2018年，根据发展需要，由公司控股股东飞马投资通过参与东莞飞马增资扩股方式投资入股东莞飞马，增资扩股实施完成后，飞马投资持有东莞飞马58.73%的股权，公司持东莞飞马的比例从96%降至39.62%，自2018年9月起公司不再将东莞飞马纳入公司合并范围。东莞飞马主要从事位于东莞的黄江塑胶物流园的开发经营及现代物流服务，为园区商家提供商铺租赁、仓库租赁及管理服务。黄江塑胶物流园总建筑面积近10万平方米，园区仓库整体为钢结构，仓库内配有叉车、固定钢架、防火设备和计算机信息系统；拥有土建结构商铺652间，土建结构商铺（合计三层）一层和二层用于储存及展示商品、三层用于办公。2018年东莞飞马物流园区的年平均出租率为65%，较上年下降5个百分点。

总体来看，2018年公司综合物流服务发展相对稳定，但由于年内失去对华油国际和东莞飞马的控股权，预计未来该板块收入将下降。

### 2018年公司环保项目运营情况相对稳定，板块收入略有增长，但由于资金紧张，公司新项目建设投入受阻

公司环保新能源业务主要业务模式为通过BOT（Build-Operate-Transfer，即建设—经营—移交）、BOO（Building-Own-Operation，即建设—拥有—经营）、PPP（Public-Private Partnership，即政府和社会资本合作）等合作模式与地方政府合作开展循环经济示范产业园、静脉产业园区的投资、建设和运营，园区以垃圾发电等为龙头项目，带动

污泥、污水、建筑垃圾等固废可再生资源处理与利用，形成再生资源利用、发电、供热、环保减排、反哺农业为一体的环保新能源产业。2018年环保新能源业务板块收入为1.17亿元，同比增加15.29%。

公司环保新能源业务的运营主体为骏马环保，其下属的项目公司中目前投入营运的为大同富乔。大同富乔主要业务为垃圾的初步分类、预处理和焚烧炉焚烧发电，其中垃圾发电上网销售收入是大同富乔的主要收入来源。

目前，大同富乔在运营项目为大同垃圾焚烧发电项目。大同富乔以BOT模式在大同市南郊区西韩岭乡马辛庄村废旧砖厂投资、建设、经营的城市生活垃圾处理项目，日垃圾处理规模为1,000吨垃圾，经营期限为从项目正式投产之日起30年内，正式投产日期为2011年10月9日，即经营期限自2011年10月9日~2041年10月8日，经营期满后项目将移交大同市政府。

大同富乔与山西省电力公司大同供电公司签署《购售电合同》，在服从电力统一调度下，将垃圾焚烧所产生的电能通过变电站输送至国家电网，并根据发改委规定的上网电价获得销售收入。根据大同富乔与大同市公用局签订的BOT协议，大同市公用局每天向大同富乔提供其管辖和负责区域内的生活垃圾，并按月结算垃圾处置费。总体来看，公司垃圾焚烧发电业务经营正常。

此外，截至2018年末，公司已设立多个环保项目子公司，但由于公司资金面紧张，尚未推进项目建设，目前大同富乔二期工程已完成建设。

总体来看，公司环保业务运营相对稳定，但由于目前公司流动性紧张，暂缓对环保项目建设的持续投入，环保业务板块对收入的贡献仍较有限。

## 财务分析

以下分析基于立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2016~2017年度标准无保留意见的审计报告和立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2018年无法表示意见的审计报告。

## 资本结构

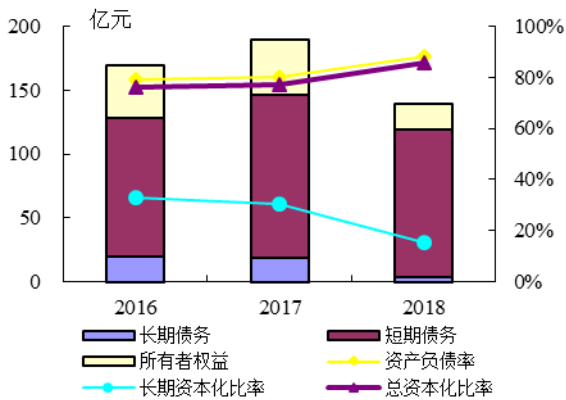
2018年公司融资规模下降，业务规模快速缩



减，资产负债规模均大幅减少。截至 2018 年末，公司总资产为 166.53 亿元，同比减少 22.50%；总负债为 146.60 亿元，同比减少 14.70%。2018 年公司经营大幅亏损，原本积累的未分配利润被严重侵蚀，年末余额为-1.88 亿元，较上年末减少 22.08 亿元，导致公司所有者权益规模大幅下滑，2018 年末所有者权益为 19.92 亿元，同比减少 53.66%。

财务杠杆方面，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 88.03% 和 85.67%，分别较上年上升 8.05 和 8.44 个百分点，财务杠杆比率进一步提高。

图 1：2016~2018 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司流动资产 141.11 亿元，同比减少 22.12%，非流动资产 25.42 亿元，同比减少 24.55%。公司流动资产主要包括货币资金 31.83 亿元、应收账款 16.72 亿元和预付款项 87.73 亿元，同比分别减少 53.86%、减少 32.01% 和增加 49.96%。其中，货币资金中因抵押、质押或冻结等受限规模 30.88 亿元；账龄 1 年以内应收账款占比为 99.10%，2018 年末应收账款坏账准备余额 4.64 亿元，较上年末增加 4.30 亿元；由于公司流动性紧张，信用水平下滑，上游供应商提高了对其预付业务款比例的要求，年末预付款项大幅增长，其中 99.45% 账龄都在一年以内，前五名客户预付款项占比为 97.77%。截至 2018 年末，公司非流动资产主要包括长期股权投资 18.25 亿元和商誉 4.40 亿元，同比分别增加 2,149.93% 和减少 6.41%。其中，长期股权投资主要为持有的联营企业东莞飞马股权。此外，2017 年末公司投资性房地产 23.14 亿元主要为东莞飞马的资

产，由于 2018 年末东莞飞马不再纳入合并范围，公司投资性房地产余额降为 0。

负债结构方面，截至 2018 年末，公司流动负债合计 142.59 亿元，同比减少 3.43%，占总负债的 97.27%，主要包括短期借款 44.45 亿元、应付票据 54.67 亿元、其他应付款 21.72 亿元和一年内到期的非流动负债 17.37 亿元，同比分别增加 95.69%、减少 46.85%、增加 1,669.64% 和增加 222.52%。受应付票据到期结算以及转为短期借款影响，年末应付票据大幅减少；其他应付款主要是东莞飞马增资扩股后转来的应付往来款；随着长期借款和应付债券 2019 年进入偿还期，一年内到期的非流动负债大幅增长。截至 2018 年末，公司非流动负债合计 4.01 亿元，同比大幅减少 83.45%，占总负债的 2.73%，其中，长期借款由上年末的 13.86 亿元降至 3.69 亿元；应付债券由上年末的 4.89 亿元降为 0，主要系 16 飞马债剩余期限已不足一年，转入一年内到期的非流动负债所致。

债务期限结构方面，截至 2018 年末，公司短期债务为 115.49 亿元，同比减少 3.43%，长期债务为 3.69 亿元，同比减少 73.37%；长短期债务比为 31.29 倍，较上年末快速上升 24.51 倍，债务结构恶化，短期偿债压力大。

总体来看，2018 年公司融资规模和业务规模均萎缩，资产负债规模下滑较快，财务杠杆水平提升。同时，公司再融资能力大幅减弱，短期债务比率急剧升高，流动性面临较大压力。

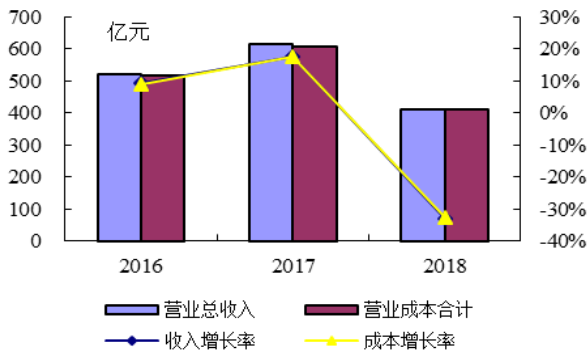
## 盈利能力

2018 年受公司融资能力下降和流动性紧张影响，贸易执行服务业务开展难度加大，加之海外子公司恺恩资源不再纳入合并范围，对公司业务规模造成较大负面影响。2018 年公司实现营业收入 410.49 亿元，同比下滑 33.13%，其中第四季度仅实现营业收入 1.96 亿元，同比大幅下滑 98.32%。

营业毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 0.30%，较上年大幅下降 0.55 个百分点。细分来看，贸易执行业务毛利率较上年大幅下降 0.59 个百分点至 0.04%；环保新能源业务则受设备定期维护费用、运营成本增加的影响，毛利率较上年下降 7.35

个百分点至 33.02%。

图 2: 2016~2018 年公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2018 年公司业务规模下降, 员工数量减少, 销售费用和管理费用分别为 0.14 亿元和 1.44 亿元, 同比分别下降 62.61% 和 10.30%。财务费用方面, 由于控股股东发生债券违约后担保能力大幅减弱, 公司部分授信业务由票据被转为借款, 相关利率上调, 相应的利息支出增幅较大, 加之客户存入的保证金到期结算, 利息收入减少, 财务费用大幅上升。2018 年公司财务费用为 2.14 亿元, 同比增加 72.53%。2018 年公司期间费用总额为 3.73 亿元, 同比增加 15.48%, 三费收入占比为 0.91%, 较上年上升 0.38 个百分点。

表 2: 2016~2018 年公司期间费用分析

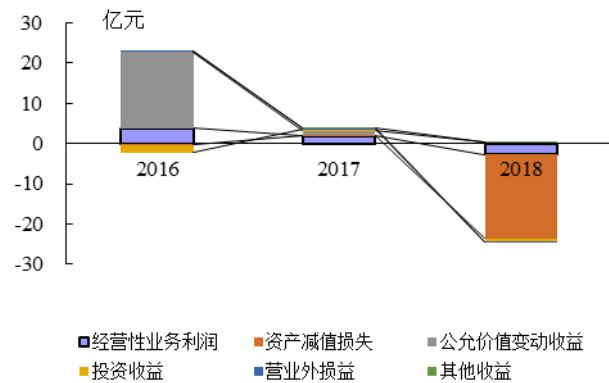
项目名称	2016	2017	2018
销售费用	0.28	0.37	0.14
管理费用	1.60	1.61	1.44
财务费用	-1.45	1.24	2.15
三费合计	0.42	3.23	3.73
营业总收入	521.63	613.84	410.49
三费收入占比	0.08%	0.53%	0.91%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2018 年公司业务规模下降, 毛利水平大幅下滑, 加之财务费用快速增长, 公司经营性业务利润大幅减少至 -2.70 亿元; 投资收益 -0.79 亿元, 主要是处置长期股权投资产生的亏损; 公允价值变动收益为 0.25 亿元, 同比减少 79.20%, 主要系上年公司存在投资性房地产公允价值变动产生的收益, 当年无此类收益; 公司对应收账款和预付账款大规模计提坏账损失, 全年共计提资产减值损失 20.88 亿元。此外, 2018 年公司其他收益、资

产处置收益和营业外损益分别为 0.15 亿元、-0.01 亿元和 -0.02 亿元。2018 年, 公司最终实现利润总额 -24.00 亿元。

图 3: 2016~2018 年公司利润总额构成



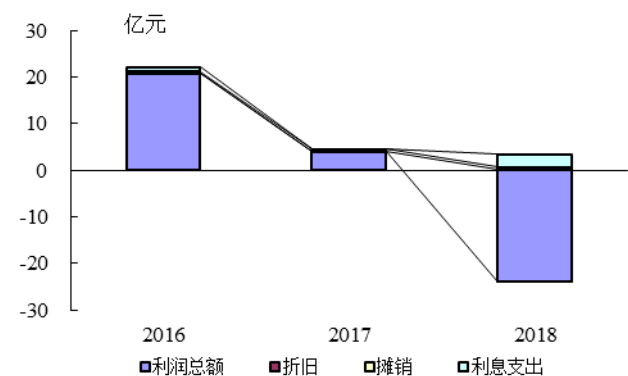
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

综合而言, 2018 年公司营业收入和营业毛利率均显著下滑, 同时财务费用受融资结构变化影响快速增加, 经营性业务利润出现亏损, 同时大规模计提坏账损失, 对公司盈利水平产生重大负面影响, 中诚信证评将对公司未来的业务经营和盈利能力变化情况予以持续关注。

## 偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成, 2018 年公司利润总额出现大规模亏损, 同时利息支出较快增长, 全年 EBITDA 为 -20.55 亿元。现金流方面, 受流动性压力的影响, 公司部分业务的运营、结算周期延长, 同时受宏观经济环境变化等因素影响, 公司部分下游客户经营状况恶化、资金周转紧张, 公司经营性现金流呈大额净流出状态, 2018 年公司经营活动净现金流为 -46.67 亿元。

图 4: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从各项偿债指标表现来看,2018年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障系数分别为-5.80倍和-7.36倍,EBITDA对债务本息的保障能力严重不足。同期经营活动净现金流同比大幅减少,当年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为-46.67倍和-16.70倍。

**表 3: 2016~2018 年公司偿债能力分析**

项目	2016	2017	2018
总债务(亿元)	127.96	145.89	119.18
EBITDA(亿元)	22.11	5.73	-20.55
经营活动净现金(亿元)	-16.69	1.64	-46.67
经营活动净现金/总债务(X)	-0.13	0.01	-0.39
经营活动净现金/利息支出(X)	-18.41	1.32	-16.70
总债务/EBITDA(X)	5.79	25.46	-5.80
EBITDA利息保障系数(X)	24.38	4.60	-7.36

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

或有负债方面,截至2018年末,公司未清担保余额11.63亿元,其中对子公司担保7.11亿元,对合并范围以外的联营企业、担保方等担保4.52亿元。受限资产方面,截至2018年末,公司受限资产合计37.31亿元,主要包括作为票据、信用证、NDF保证金的货币资金30.88亿元,以及用于质押的应收账款4.57亿元等。

银行授信方面,截至2018年末,公司(含合并范围内各子公司)取得银行授信敞口额度折合人民币115.90亿元,其中已使用授信敞口额度66.23亿元,剩余授信敞口额度49.67亿元。

整体来看,2018年公司负债率持续上升,营业收入下滑较快,经营业绩大幅亏损,经营性现金流呈大规模净流出,对债务本息的保障能力不足,加之受限资产规模大,资产变现能力差,偿债能力较弱。

## 担保实力

深圳中小担集团作为本次债券担保人,为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 概 况

深圳中小担集团原名深圳市中小企业信用担保中心,成立于1999年12月,是深圳市人民政府(以下简称“深圳市政府”)为解决中小企业融资难、

扶持中小企业健康发展而设立的专业担保机构。2018年深圳中小担集团以资本公积转增资本25.05亿元,截至当年末,深圳中小担集团注册资本为80.0亿元,控股股东深圳市投资控股有限公司持股比例为65%,第二大股东中国东方资产管理股份有限公司持股比例为35%,深圳中小担集团实际控制人系深圳市国资委。

深圳中小担集团系国内最早成立的专业担保机构之一,致力于为中小科技企业发展提供融资担保服务,主要定位于孵化期和初创期的科技型企业。

截至2018年12月31日,深圳中小担集团总资产为189.29亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为103.86亿元,在保笔数约为3,005家,同比增长84.92%,在保责任余额为276.57亿元,净资产放大倍数为2.66倍;2018年深圳中小担集团实现营业收入16.47亿元,其中担保业务收入为7.83亿元,实现净利润9.17亿元。

## 业务运营

目前深圳中小担集团已经形成了以融资担保和非融资性担保业务为主,委托贷款、投资、小额贷款和典当贷款等业务为辅的多元业务格局。2018年,深圳中小担集团实现营业收入16.47亿元,同比增长81.57%,业务规模继续增大。

**表 4: 2017~2018 年深圳中小担集团收入结构情况**

指标	单位:亿元、%		
	2017	2018	同比增减
<b>(一) 担保业务收入</b>	<b>4.67</b>	<b>7.83</b>	<b>67.59</b>
其中: 贷款担保收入	1.74	2.84	63.44
保函担保收入	1.27	2.09	64.55
发债担保收入	1.07	1.77	66.01
其他业务收入	0.52	1.05	100.58
担保评审费收入	0.08	0.09	10.36
<b>(二) 委贷利息收入</b>	<b>3.93</b>	<b>7.12</b>	<b>81.27</b>
<b>(三) 其他业务收入</b>	<b>0.47</b>	<b>1.51</b>	<b>223.62</b>
其中: 贷款利息收入	0.39	0.73	87.85
手续费及佣金收入	0.05	0.38	725.09
其他收入	0.03	0.41	1,157.88
<b>营业总收入</b>	<b>9.07</b>	<b>16.47</b>	<b>81.57</b>

资料来源:深圳中小担集团年报,中诚信证评整理



## 担保业务

深圳中小担集团担保业务主要包括融资性担保（贷款担保、发债增信、财政专项资金无息借款担保等）和非融资性担保（保函担保和诉讼担保等）。截至 2018 年末，深圳中小担集团期末担保责任余额为 276.57 亿元，同比增长 16.49%，对外担保规模进一步扩大。

**表 5：2017~2018 年末深圳中小担集团担保业务发生及代偿情况**

指标	单位：亿元、%	
	2017	2018
担保责任余额	237.42	276.57
当期担保发生额	326.17	392.95
当年代偿额度	0.70	0.45
当年收回额度	0.50	0.44
年度损失率	0.00	0.00
累计损失率	0.00	0.00

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

从业务拓展渠道来看，目前银行推荐为深圳中小担集团最主要的业务来源，同时，还有证券公司、评级机构和保险公司等合作机构的项目推荐。得益于良好的股东背景及公司自身的稳健经营，深圳中小担集团与当地银行建立了广泛而深入的合作关系。深圳中小担集团无需向合作银行缴纳保证金，同时与合作银行约定了“八二分担”的风险分担机制，即在项目发生代偿时，由合作银行承担 20% 的分保责任，是广东省唯一一家与银行拥有“八二分担”银担比例的担保机构，在行业内处于领先地位。目前，深圳中小担集团已与建设银行、平安银行等 35 家中资银行及 3 家外资银行建立合作关系，截至 2018 年末，合作银行授信额度为 660 亿元，较上年末增加约 90 亿元，尚未使用授信额度 464 亿元。

从担保行业集中度来看，截至 2018 年末，深圳中小担集团担保业务前十大行业在保责任余额合计 224.04 亿元，占总在保责任余额的 81.01%，其中第一大行业建筑业及第二大行业电子业的期末在保责任余额占比分别为 36.68% 和 19.50%。从业务区域方面来看，按照相应的政策要求，深圳中小担集团业务主要集中于深圳市，少量业务位于除深圳以外的其他珠三角地区。从客户个体风险集中度来看，截至 2018 年末，深圳中小担集团最大单

一客户在保责任余额为 5 亿元，占总在保责任余额的为 1.81%，占比较上年末下降 0.89 个百分点；最大十家客户在保余额合计为 37.89 亿元，占总在保责任余额的 13.70%，占比较年初下降 3.45 个百分点。总体上看，由于单一客户在保责任余额的减小及总体在保责任余额的增大，深圳中小担集团担保业务的客户集中度在 2018 年继续下降。从担保业务期限结构来看，深圳中小担集团担保业务期限结构以短期为主，较短的担保期限降低了深圳中小担集团控制流动性风险的难度，但未来仍需对深圳中小担集团的业务期限结构保持持续关注。

2018 年，深圳中小担集团发生代偿金额 0.45 亿元，同比下降 35.92%，当年累计代偿率为 0.06%，较上年下降 0.01 个百分点。与同行业相比，深圳中小担集团代偿率仍处于较低水平，加之深圳中小担集团近年来不断加强风险管理，使得代偿风险得到一定控制。代偿回收方面，2018 年深圳中小担集团代偿回收金额为 0.44 亿元。考虑到目前计提的各类担保风险准备金合计数在 4 亿元左右，且提高了业务准入门槛、代偿项目有资产抵（质）押和第三方担保等反担保措施，深圳中小担集团代偿风险仍在可控范围内。

总体来看，凭借清晰的业务定位、良好的银企关系，深圳中小担集团担保业务发展基础良好，近年来业务规模增长速度较快。

## 资产管理业务

为了提高自有资金的使用效率，深圳中小担集团在担保业务的基础上开展了投资业务、委托贷款、典当、小额贷款等一系列资产管理业务，为客户提供自初创期到成熟期的综合性、个性化的金融服务。

深圳中小担集团委托贷款业务的投资决策由自身负责，根据客户情况安排相应的子公司深圳市汇博成长创业投资有限公司（以下简称“汇博创投”）负责日常管理。自有资金委托贷款业务主要是运用自有资金委托银行向中小企业发放贷款的业务品种，业务模式主要为采用投保联动的方式开发项目，项目资源多数来自于担保业务积累的优质资源，随着注册资本金的增加，自有资金的委托贷款

业务规模呈现逐年增长的趋势。

截至 2018 年末，深圳中小担集团前十大委托贷款客户贷款余额合计 19.49 亿元，占期末委托贷款余额的 24.82%，前十大委托贷款客户包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用连带责任保证、资产抵（质）押等反担保措施。需要关注的是，2018 年，深圳中小担集团自有资金委托贷款业务规模上升较快，随着新的监管政策出台，在监管机构要求担保公司回归担保业务本源的环境下，公司委托贷款业务或将面临调整压力；此外，公司委托贷款业务与担保业务在客户选择上有重合，面临一定业务集中风险，风险管理压力有所提升。

深圳中小担集团典当业务由控股子公司深圳市金鼎信典当行有限公司（以下简称“金鼎信典当”）负责运营，金鼎信典当成立于 2004 年，注册资本 6,000 万元，深圳中小担集团持股比例 60.00%。典当业务操作流程相对简化，主要是为中小企业提供过桥资金；截至 2018 年末，典当金额为 5.28 亿元。

**表6：2017~2018年深圳中小担集团典当业务概况**

单位：个、万元

指标	2017	2018
当期典当项目单数	56	46
当期典当金额	64,680	52,760

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

小额贷款业务由其下属子公司深圳市中小担小额贷款有限公司（以下简称“中小担小贷”）负责经营，中小担小贷成立于 2009 年，注册资本金 1.6 亿元，致力于服务优质中小型企业的企业主和高净值人群客户，为其提供融资服务。2018 年深圳中小担集团小贷业务累计放贷金额合计 24.46 亿元。

**表7：2017~2018年深圳中小担集团小额贷款业务概况**

单位：万元

指标	2017	2018
当期放贷金额	69,326	244,640
期末贷款余额	40,372	125,580

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

2018 年，为化解深圳本地上市公司的股票质押风险，深圳市政府推出了“风险共济”驰援计划，安排数百亿的专项资金，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，改善上市公司及控股股东的流动性风险，而深圳中小担集团作为债权方式的

两家管理机构之一，通过委托贷款、过桥贷款、向实际控制人借款、受让股票质押债权、提高股票质押率等多种方式，向上市公司或实际控制人提供资金，缓解流动性危机，截至 2018 年末，深圳中小担集团共济专项资金账面余额 50.39 亿元。

## 财务分析

以下财务分析基于深圳中小担集团提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计的深圳中小担集团 2016 年及经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的深圳中小担集团 2017~2018 年审计报告，已审财务报告均为合并口径，审计意见类型均为标准无保留意见。

## 资本充足性

资本是担保公司从事担保业务的基础，也是开展担保业务保障代偿的资金来源，因此资本实力强大与否对担保业务扩张规模至关重要。随着 2018 年资本公积转增资本完成，截至当年末深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元，净资产放大倍数为 2.66 倍，较上年下降 0.23 倍。

准备金提取方面，深圳中小担集团按照当期融资担保业务的担保费收入的 50% 提取未到期责任准备金；深圳中小担集团按照资产负债表日未终止担保责任余额的 1% 计提担保赔偿准备金，累计达到担保责任余额的，实行差额计提。2018 年，深圳中小担集团计提未到期担保责任准备金和担保赔偿准备金共计 0.33 亿元，同期风险准备金充足率为 1.68%。深圳中小担集团准备金规模一般，对担保业务代偿的保障程度一般。

总体来看，深圳中小担集团融资担保放大倍数适中，目前资本实力能够较好满足现阶段业务发展需要。深圳中小担集团风险准备金规模一般，对未来的风险偿付保障有待进一步提升。

## 资产流动性

担保机构流动性风险主要来源于表内资产和表外或有负债在期限上的错配，流动性压力也通常来源于代偿的集中发生或投资资产流动性的降低。

深圳中小担集团目前持有的高流动性资产包括货币资金和可供出售金融资产。近年来，深圳中小担集团高流动性资产维持较大规模，2018 年末为

46.30 亿元，同比增长 83.81%，主要因为当期货币资金同比增长 90.47%至 44.51 亿元，高流动性资产占比亦有所提升，当年末高流动性资产/总资产为 24.46%，较上年上升 2.20 个百分点；高流动性资产/在保责任余额为 16.74%，上年末增加 6.13 个百分点。考虑到深圳中小担集团主业仍是担保业务，因此深圳中小担集团将统筹兼顾收益性和流动性，在监管准许的范围内，合理配置产品结构与投资期限，完善投资限额管理和流动性应急预案，防范投资管理中单一大额投资以及担保业务中客户信用状况出现较大变动可能对其流动性带来的不利影响。

### 盈利能力

深圳中小担集团收入来源主要为担保业务、委贷业务和小贷业务等；2018 年，深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，其中担保业务收入同比增长 67.59%至 7.83 亿元；委贷利息收入同比增长 81.27%至 7.12 亿元；同时，随着典当等业务继续保持增长，2018 年包括贷款利息收入、手续费及佣金收入等在内的其他业务收入大幅增长 223.62%至 1.51 亿元。

2018 年，深圳中小担集团营业总成本主要由营业成本、管理费用和资产减值损失等构成，其中营业成本主要包括职工薪酬、提取未到期担保责任准备金及赔偿准备金、委托贷款相关费用及共济资金费用等。随着公司业务规模的增大，公司营业总成本呈增长趋势，2018 年同比增长 10.15%至 4.05 亿元，其中营业成本、管理费用和资产减值损失分别为 3.31 亿元、0.67 亿元和 0.19 亿元，其中资产减值损失为针对贷款类资产计提的减值准备。

总体来看，2018 年，随着担保及委托贷款业务规模的快速增大，深圳中小担集团营业总收入和净利润快速增加，盈利能力继续增强。但考虑到公司业务潜在风险仍然客观存在，随着公司业务规模的持续扩张和业务周期的延伸，公司风险准备金计提力度仍需加强，以应对未来一定比例的代偿和损失对公司盈利水平的提升形成的压力。

表 8：2017~2018 年深圳中小担集团利润表摘要

	单位：亿元、%	
	2017	2018
营业总收入	9.07	16.47
其中：担保业务收入	4.67	7.83
委贷利息收入	3.93	7.12
其他业务收入	0.47	1.51
营业成本	3.07	3.31
其中：未到期责任准备	-0.04	0.07
担保赔偿准备	0.22	0.26
资产减值损失	0.23	0.19
期间费用合计	0.30	0.46
投资收益	0.16	0.15
营业利润	5.55	12.57
营业外收支净额	0.00	0.00
税前利润	5.55	12.57
净利润	4.10	9.17
平均资产回报率	4.70	6.06
平均净资产回报率	6.52	9.11

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

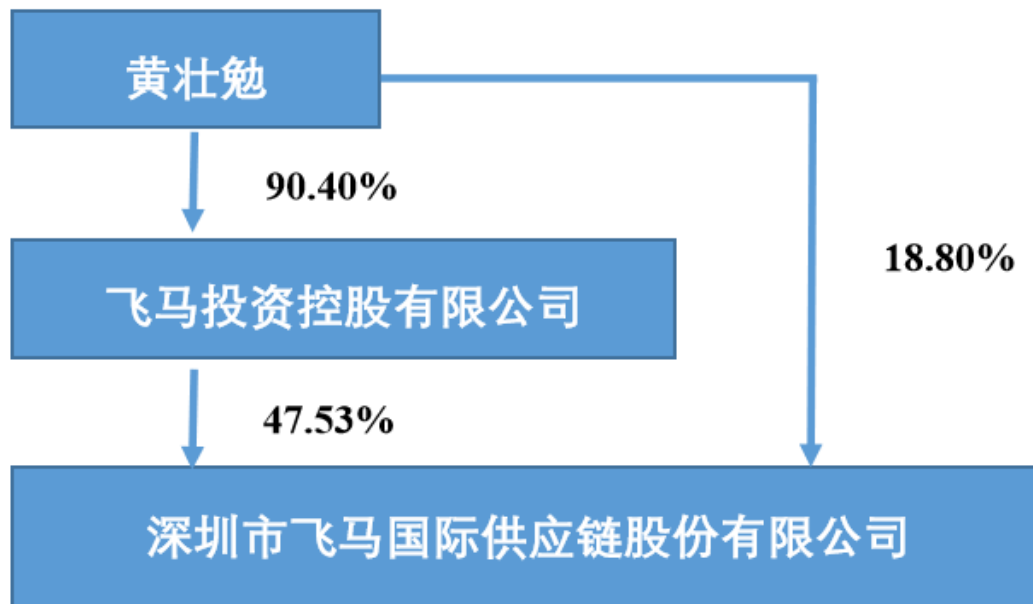
整体来看，深圳中小担集团在深圳担保行业处于领先地位，作为深圳市中小企业融资担保的主要平台之一，获得股东支持力度大，且担保决策机制较完善，风险管理能力较强。深圳中小担集团作为专业性的担保机构，具备很强综合实力，能够有效提高本次债券的偿付安全性。

## 结 论

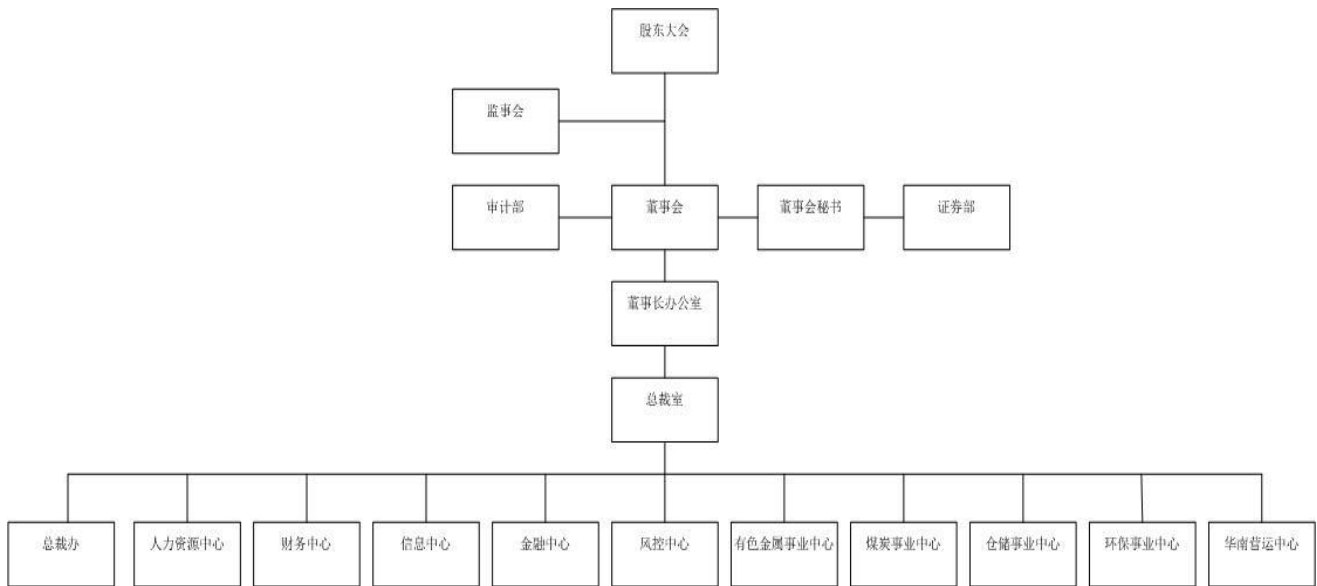
综上，中诚信证评维持飞马国际主体信用等级为 **BB**，继续列入可能降级的信用评级观察名单；维持“深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用等级为 **AAA**。



附一：深圳市飞马国际供应链股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：深圳市飞马国际供应链股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



## 附三：深圳市飞马国际供应链股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	624,828.39	690,038.59	318,389.99
应收账款净额	300,476.33	245,977.72	167,234.47
存货净额	31,365.06	161,226.60	3,893.20
流动资产	1,640,545.16	1,811,923.17	1,411,121.85
长期投资	5,440.33	8,110.40	182,478.44
固定资产	24,761.71	22,705.94	4,264.59
投资性房地产	219,175.59	231,391.70	0.00
总资产	1,968,489.34	2,148,839.44	1,665,336.56
短期债务	1,076,892.49	1,271,480.11	1,154,892.57
长期债务	202,682.29	187,461.93	36,907.50
总债务	1,279,574.78	1,458,942.04	1,191,800.07
总负债	1,560,884.04	1,718,613.68	1,465,996.98
所有者权益（含少数股东权益）	407,605.30	430,225.76	199,339.59
营业总收入	5,216,286.34	6,138,432.40	4,104,873.49
三费前利润	42,218.57	51,172.30	10,355.06
投资收益	-20,120.82	3,824.62	-7,855.14
净利润	158,668.83	31,772.11	-243,025.97
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	221,083.80	57,304.97	-205,546.96
经营活动产生现金净流量	-166,940.29	16,393.67	-466,671.69
投资活动产生现金净流量	-35,103.45	-76,474.46	14,233.81
筹资活动产生现金净流量	318,802.75	68,733.59	222,510.83
现金及现金等价物净增加额	120,418.31	4,460.71	-236,017.39
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	0.82	0.85	0.30
所有者权益收益率（%）	38.93	7.38	-121.92
EBITDA/营业总收入（%）	4.24	0.93	-5.01
速动比率（X）	1.23	1.12	0.99
经营活动净现金/总债务（X）	-0.13	0.01	-0.39
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.16	0.01	-0.40
经营活动净现金/利息支出（X）	-18.41	1.32	-16.70
EBITDA 利息倍数（X）	24.38	4.60	-7.36
总债务/EBITDA（X）	5.79	25.46	-5.80
资产负债率（%）	79.29	79.98	88.03
总资本化比率（%）	75.84	77.23	85.67
长期资本化比率（%）	33.21	46.57	15.62

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2、公司 2018 年度财务数据来源于立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的无法表示意见的审计报告。



**附四：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	169,190.33	233,679.62	445,099.90
其他应收款	20,660.71	11,578.21	13,173.10
委托贷款	314,543.64	724,568.12	785,182.91
其他流动资产	16,690.80	35,923.51	296,923.65
流动资产合计	535,769.68	1,021,311.42	1,690,950.13
发放贷款及垫款	34,814.10	51,453.56	135,328.76
长期股权投资	5,307.42	12,310.02	12,787.41
资产总计	613,407.39	1,131,732.77	1,892,860.76
存入保证金	12,772.81	16,874.43	66,873.83
担保赔偿准备	23,589.48	26,709.12	29,862.81
未到期责任准备	10,161.73	9,790.14	10,458.19
负债合计	329,143.52	157,319.38	854,216.48
所有者权益合计	284,263.87	974,413.39	1,038,644.29
贷款担保费收入	15,317.82	17,358.40	28,370.78
投资收益	514.64	1,578.60	1,520.82
利润总额	45,336.15	55,484.75	125,705.82
净利润	33,533.70	41,039.80	91,671.34
担保组合数据（单位：亿元）	2016	2017	2018
期末在保余额	193.65	237.42	276.57
年新增担保额	281.16	326.17	392.95
当年代偿金额	0.74	0.70	0.45
当年代偿回收金额	0.31	0.50	0.44

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

**附五：深圳市飞马国际供应链股份有限公司基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

**附六：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司基本财务指标的计算公式**

现金及投资资产 = 现金及现金等价物 + 银行存款 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期证券 + 长期股权投资 + 投资物业 + 委托贷款

担保损失准备金 = 未到期责任准备金 + 担保赔偿准备金 + 一般风险准备

核心资本 = 所有者权益 + 担保损失准备金 - 长期股权投资

在保责任余额 = 在保余额 - 分保余额（含分出担保责任）

营业利润 = 担保业务净收入 + 利息收入 + 投资收益 + 公允价值变动损益 + 其他业务净收入

年度承保费用率 = (管理费用 + 财务费用 + 营业税金及附加 + 其他费用支出) / 已实现承保收入

年内代偿率 = 年内解除担保项目代偿支出 / 年度解除担保额

累计代偿率 = 成立以来累计代偿支出 / 成立以来累计解除担保额

净资产担保放大倍数 = 在保责任余额 / 净资产

## 附七：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。



## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。