

# 信用等级公告

联合〔2019〕2603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深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十一月十九日

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

## 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

### 信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 2 亿元（含 2 亿元）

债券期限：不超过 3 年（含 3 年）

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 11 月 29 日

主要财务数据

发行人—怡亚通

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>6 月 |
|------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额（亿元）         | 423.82 | 472.62 | 433.92 | 426.96        |
| 所有者权益（亿元）        | 77.82  | 86.52  | 86.35  | 86.07         |
| 长期债务（亿元）         | 27.38  | 31.27  | 24.61  | 33.53         |
| 全部债务（亿元）         | 305.17 | 347.52 | 313.27 | 307.09        |
| 营业收入（亿元）         | 582.91 | 685.15 | 700.72 | 304.44        |
| 净利润（亿元）          | 5.35   | 5.85   | 1.58   | 0.66          |
| EBITDA（亿元）       | 16.94  | 23.50  | 21.05  | --            |
| 经营性净现金流（亿元）      | -41.47 | 0.41   | 16.37  | 13.99         |
| 营业利润率（%）         | 7.05   | 7.01   | 6.99   | 7.15          |
| 净资产收益率（%）        | 7.43   | 7.12   | 1.83   | 0.77          |
| 资产负债率（%）         | 81.64  | 81.69  | 80.10  | 79.84         |
| 全部债务资本化比率（%）     | 79.68  | 80.07  | 78.39  | 78.11         |
| 流动比率（倍）          | 1.07   | 1.07   | 1.07   | 1.12          |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.06   | 0.07   | 0.07   | --            |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.92   | 1.73   | 1.27   | --            |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 8.47   | 11.75  | 10.52  | --            |

担保方—高新投

| 项目          | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）    | 78.99  | 134.70 | 205.27 |
| 所有者权益（亿元）   | 65.59  | 111.96 | 117.87 |
| 营业总收入（亿元）   | 11.01  | 15.05  | 20.85  |
| 净利润（亿元）     | 7.09   | 8.35   | 11.33  |
| 平均净资产收益率（%） | 10.94  | 9.40   | 9.86   |

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. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2019 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债和其他应付款中相关项目已调整至短期债务及相关指标核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为国内从事供应链管理业务的上市公司之一，已形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式。近年来，公司营业收入持续增长，通过不断优化业务模式，经营活动现金流状况持续改善。同时，联合评级也关注到公司业务行业集中度很高，大额应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定减值风险，整体债务负担重且短期偿债压力较大，资产受限比例高，期间费用对利润侵蚀较重以及存在或有负债风险等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

2018 年，公司控股股东由深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）变更为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），实际控制人由自然人周国辉变更为深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。深圳投控成为控股股东后，对公司的支持将逐步落地，未来有望进一步优化公司经营模式及发展战略，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，近年来，高新投股东支持力度大，资本充足。高新投对本期债券的担保显著提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

## 优势

1. 深圳市优越的区域经济环境和国内供应链管理行业良好的发展前景为公司发展奠定了基础。公司是国内规模较大的供应链管理服务上市公司，已形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式，具备较强的资源整合能力。

2. 公司深度供应链业务已经形成了线上星辰电子商务与线下深度380分销平台综合运营模式，业务覆盖全国30个省级行政区的300多个城市，业务量和收入规模不断扩大。

3. 2018年，深圳投控成为公司控股股东。深圳投控作为深圳市国资委全资控股的公司，将在融资、管理等方面为公司提供支持。

4. 本期债券由高新投提供连带责任保证担保，高新投资本充足，政府支持力度大，其担保对提升本期债券的信用水平有显著积极影响。

## 关注

1. 公司上下游客户行业集中度很高，容易受IT、通信行业和快速消费品行业波动的影响。且公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。

2. 近年来，公司债务规模快速增长，整体债务负担重，且短期债务规模较大；公司受限资产比例高，对外担保存在或有负债风险。

3. 受供应链业务模式影响，公司应收账款及存货规模大，对营运资金形成占用；公司在经营过程中涉及较多外币结算，存在一定汇率波动风险。

4. 公司大额期间费用对营业利润侵蚀较重，投资收益对营业利润贡献很大，公司盈利能力一般。

## 分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

李 彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@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10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn



## 信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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



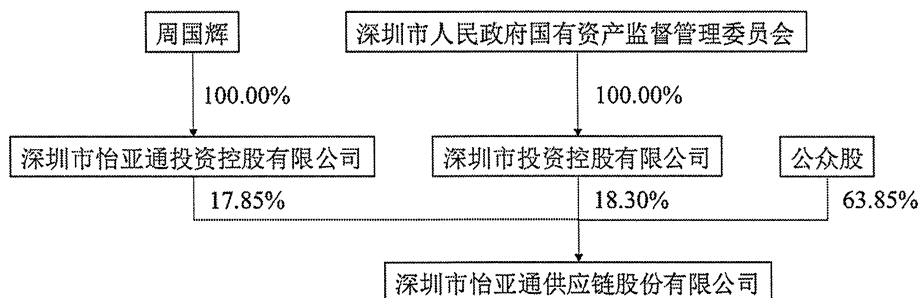
## 一、主体概况

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 19 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。之后公司经过多次增资和股权转让，于 2004 年 2 月整体改制为股份有限公司，注册资本变更为 7,082.22 万元，后又经过 2006 年 3 次股权转让和 1 次增资，公司注册资本增至 9,257.43 万元。

2007 年 10 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字〔2007〕376 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 13 日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）。2015 年 5 月，公司完成非公开发行股票，发行完成后深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）为公司控股股东。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本 21.23 亿元。怡亚通控股分别于 2018 年 8 月和 2018 年 10 月将其持有的合计 18.30% 的公司股份转让给深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司 18.30% 股份（388,453,701 股股份），为公司第一大股东，怡亚通控股持有公司 17.85% 股份（378,979,799 股股份），为公司第二大股东。怡亚通控股于 2018 年 12 月出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“承诺函”），根据承诺函，怡亚通控股持有的公司表决权比例将由 17.85% 下降至 7.85%。公司于 2018 年 12 月收到深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》（以下简称“告知函”），深圳投控确认自怡亚通控股承诺函出具之日起取得公司的控制权，正式成为公司的控股股东，深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）为公司实际控制人。

截至 2019 年 6 月底，公司总股本为 21.23 亿元，控股股东深圳投控持有公司 18.30% 的股权，所持公司股份无质押或冻结；公司实际控制人为深圳市国资委。

图1 截至2019年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：国内商业（不含限制项目）；计算机软硬件开发；企业管理咨询；黄金、白银、K 金、铂金、钯金、钻石、珠宝等首饰的购销；化妆品的进出口及购销；汽车销售；初级农产品的购销以及其他国内贸易；机械设备租赁、计算机及通信设备租赁（不含金融租赁项目及其他限制项目）；网上贸易、进出口业务、供应链管理及相关配套服务；游戏机及配件的进出口、批发及销售；自有物业租赁；食品添加剂销售；化肥购销；铁矿石及镍矿石购销；饲料添加剂及煤炭的购销；铜精矿购销；有色金属制品的购销；润滑油的购销。（以上不含法律、行政法规、国务院决定规定禁止的及需前置审批的项目，限制的项目须取得许可后方可经营）。预包装食品（含冷藏冷冻食品），乳制品（含婴幼儿配方乳粉）批发；燃料油、沥青、页岩油的批发、进出口及相关配套业务（法律、行政法规、国务院决定规定禁止的及需前置审批的项目，限制的项目须取得许可后

方可经营)；酒类的批发与零售；保健食品销售；特殊医学用途配方食品销售；大豆、大米、玉米的购销。

截至 2019 年 6 月底，公司本部设总裁办公室、证券投资部、公共事务发展中心、运营管理部、基地发展中心、财务管理中心、人力资源中心、内控管理中心、信息管理中心等职能部门（见附件 1）。截至 2019 年 6 月底，公司纳入合并范围子公司 570 家，拥有在职员工 14,043 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 433.92 亿元，负债总额 347.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.12 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 700.72 亿元，净利润（含少数股东损益）1.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.00 亿元，经营活动产生的现金流量净额 16.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.70 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 426.96 亿元，负债总额 340.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.51 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 304.44 亿元，净利润（含少数股东损益）0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.51 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；法定代表人：周国辉。

## 二、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行规模为不超过人民币 2 亿元（含 2 亿元），债券期限为不超过 3 年，为 3 年期固定利率债券。本期债券票面利率通过簿记建档方式确定。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券面向合格投资者公开发行，采用单利按年计息，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的兑付一起支付。

本期债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供连带责任保证担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金将用于补充流动资金。

## 三、行业分析

公司目前主营业务以供应链业务为主，基于此，本报告行业分析围绕供应链管理行业展开。

### 1. 行业概况

中国供应链服务与管理市场，服务模式主要体现为两种：一类是以采购执行与销售执行（以进出口+物流为主）为核心的效率型供应链服务模式；一类是在效率型供应链服务基础上，以资金配套为主导的资金型供应链服务模式。前者进入门槛低，服务提供商良莠不齐，后者虽对企业资质要求更高，却也因广大的市场需求吸引着越来越多的企业进入，竞争加剧造成了市场环境日益复杂。

在当今全球一体化的经济形势下，加快转变企业发展方式，是世界各国企业面临的重大课题。供应链管理对促进国家产业转型与升级、提高国家在全球经济格局的地位以及提升国家及企业的

全球竞争力，都具有非常积极重要的现实意义。

随着供应链公司向价值链上下游延伸，各公司围绕自身优势实现向差异化增值链发展，形成例如财务供应链、研发设计整合、部分环节供应链服务、其他专业服务等发展趋势。例如，怡亚通成功进入了 IT、通讯、医疗、化工、快消、家电、服装、安防、汽车后市场、太阳能等行业，并与全球众多顶尖企业达成长期的战略合作伙伴关系。深圳市朗华供应链服务有限公司致力于提供供应链解决方案，集成了管理咨询和第三方物流服务，为中小企业重组业务与管理流程、推广在岸服务外包，提高供应链过程协作和再设计能力。深圳市一达通供应链服务有限公司（以下简称“一达通”）致力于建设中小企业进出口服务平台，打造外贸电子商务。一达通对进出口环节进行完全分解，提供标准化服务，无论金额大小每单进出口业务收取服务费 1,000 元，为中小企业提供高效低成本的通关服务。

效率型供应链服务和资金型供应链服务是为顺应企业非核心业务外包趋势而产生的。在各行各业运作日益规范透明、产业利润率越来越低的环境下，供应链企业必须以客户需求为着眼点，前瞻市场发展趋势，勇于突破创新，打造增值服务供应链服务模式。增值服务供应链，即以客户需求为中心，通过资源整合，为客户提供物超所值的供应链服务，帮助客户实现价值增值，提高市场竞争力，以此来增强客户粘度，达成长期稳定的战略合作，如整合营销型供应链服务、解决方案型供应链服务、系统集成型供应链服务。

从竞争格局上看，目前供应链管理行业在中国尚处在发展前期，大部分企业已经逐渐认识到供应链的管理价值，但中国整体供应链管理水平和先进国家比仍处于落后位置。国内供应链管理服务企业面对的是一个相对分散同时存在巨大潜力的市场。目前国内供应链管理行业上市公司主要有厦门象屿股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、怡亚通、深圳市普路通供应链管理股份有限公司等。

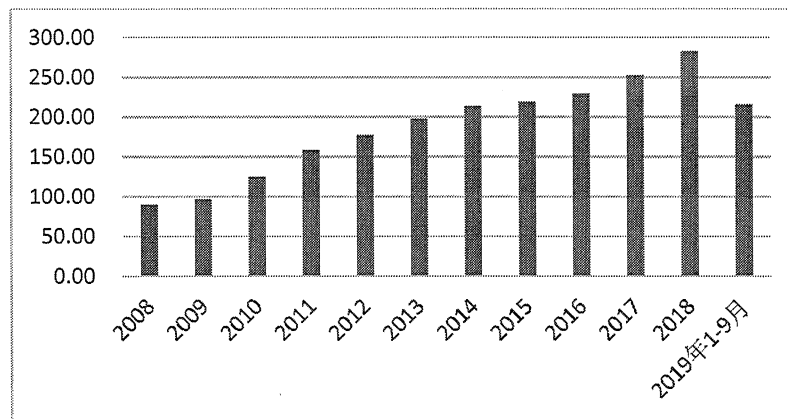
#### （1）物流行业

物流服务是供应链管理中的一重要服务，物流服务收入是供应链管理企业的重要收入来源。

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2018 年全国社会物流总额 283.10 万亿元，同比增长 12.01%，增速比上年增加 1.99 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 256.80 万亿元，同比增长 9.50%，增速比上年下降 0.10 个百分点；进口货物物流总额 14.10 万亿元，同比增长 13.05%，增速比上年增加 5.65 个百分点；农产品物流总额 3.90 万亿元，同比增长 5.06%，增速同比减少 2.26 个百分点；再生资源物流总额 1.30 万亿元，同比增长 21.27%，增速同比增加 3.66 个百分点；单位与居民用品物流总额 7.00 万亿元，同比大幅增长。从物流市场结构看，工业品、进口货物、农产品、再生资源及单位与居民物品物流总额保持增长；进口货物和工业品物流业务增速有所放缓。



图 2 中国物流总额及增长率（单位：万亿）



资料来源：Wind

物流费用方面，2018 年社会物流总费用 13.30 万亿元，同比增长 10.13%，增速同比增加 0.97 个百分点；其中，运输费用 6.60 万亿元，同比增长 4.42%；保管费用 4.60 万亿元，同比增长 17.61%；管理费用 1.80 万亿元，同比增长 15.56%。2018 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.77%，同比增加 0.17 个百分点。物流收入方面，2018 年物流业总收入 10.10 万亿元，比上年增长 14.50%，增速同比增加 3.00 个百分点。

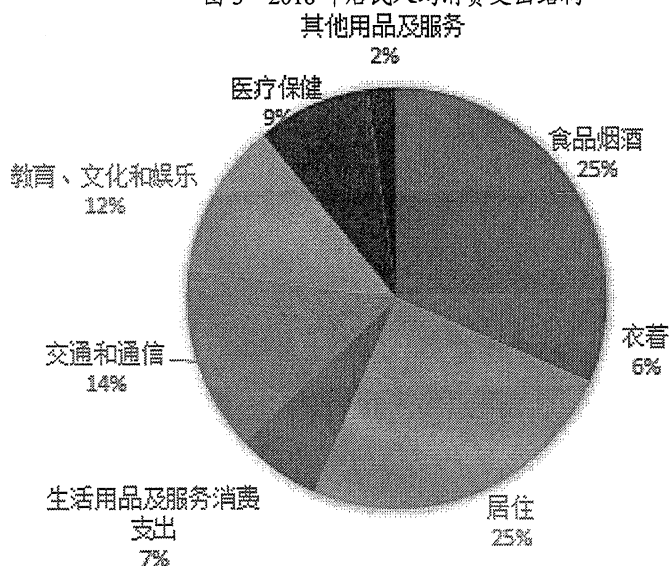
总体看，近年来，国内物流行业规模平稳增长、结构不断优化。

## （2）快消品行业

快速消费品是指使用寿命短，消费速度快的消费品，包括日化用品、食品饮料、母婴用品、烟酒等。作为传统民生行业，快速消费品行业与民众生活关联度较密切，在国民经济中占有重要地位。根据《2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年社会消费品零售总额 380,987 亿元，比上年增长 9.00%。按经营地统计，城镇消费品零售额 325,637 亿元，增长 8.80%；乡村消费品零售额 55,350 亿元，增长 10.10%。按消费类型统计，商品零售额 338,271 亿元，增长 8.90%；餐饮收入额 42,716 亿元，增长 9.50%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品类零售额比上年增长 10.20%，饮料类增长 9.00%，烟酒类增长 7.40%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 8.00%，化妆品类增长 9.60%，金银珠宝类增长 7.40%，日用品类增长 13.70%，家用电器和音像器材类增长 8.90%，中西药品类增长 9.40%，文化办公用品类增长 3.00%，家具类增长 10.10%，通讯器材类增长 7.10%，建筑及装潢材料类增长 8.10%，石油及制品类增长 13.30%，汽车类下降 2.40%。根据全球领先的连续性消费者样组研究机构凯度消费者指数与贝恩公司发布的 2019 年中国购物者报告系列显示，2018 年，中国快速消费品消费总额延续了 2017 年的反弹趋势，增速达 5.2%，略高于 2017 年的 4.7%。

2018 年，全国居民人均消费支出结构中，食品烟酒为最大支出项目，占据人均消费支出的 28%；将食品烟酒和生活用品计入快消品品类，2018 年快消品消费在居民消费的比重约为 34%，是居民消费金额最大的项目。

图3 2018年居民人均消费支出结构



资料来源：公开资料整理

整体看，2018年以来中国快消品市场销售额呈现平稳增长趋势。

## 2. 行业政策

2016年4月15日，国务院办公厅印发《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》，通过从推动流通转型升级、加强智慧流通基础设施建设等12项内容进行部署，明确加大物流基地建设等扶持力度，整合各类物流资源，提高物流效率，降低物流成本，支持建设农产品流通全程冷链系统等。

2016年9月26日，国务院办公厅转发了国家发展改革委《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018年）》，通过全面推开营改增试点，进一步消除重复征税，扩大交通运输业进项税抵扣范围；结合增值税立法，积极研究统一物流各环节增值税税率问题；支持依托互联网平台的无车承运人发展；完善支撑物流高效运行设施和标准体系，降低物流企业运输收费。

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》，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，提升中国经济全球竞争力。《指导意见》明确提出“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业单列统计类别：商业服务业-7224-供应链管理服务业。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。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。

2018年6月，商务部、财政部联合发布《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建〔2018〕101号，以下简称“通知”）。通知提出按照“市场主导、政策引导、聚焦链条、协同推进”原则，以城市为载体，聚焦民生消费行业领域，开展现代供应链体系建设。通

知要求充分发挥“链主”企业的引导辐射作用，供应链服务商的一体化管理作用，加快推动供应链各主体各环节设施设备衔接、数据交互顺畅、资源协同共享，促进资源要素跨区域流动和合理配置，整合供应链、发展产业链、提升价值链，加快发展大市场、大物流、大流通，实现供应链提质增效降本。通知强调要围绕供应链组织形态推进供应链体系的标准化、智能化、协同化和绿色化，推动供应链体系的标准统一、物流规范、采购协同、信息互通、平台共享。

总体看，近年来国家积极鼓励供应链行业发展，供应链管理企业面临良好的政策环境。

### 3. 行业关注

#### (1) 行业处于起步阶段，市场化程度较低

全国来看，现代物流及供应链管理只是在少数发达地区和先进企业中得到了重视和发展。在广大中西部地区和边远省份，现代意义上的物流还未真正起步。即使是在经济发达的东部沿海地区，物流及供应链管理的社会化、市场化程度也还很低，这种模式在很大程度上限制和延迟了工商企业对高效率的专业化、社会化物流及供应链管理服务需求的产生和发展，这也是当前制约中国物流及供应链管理服务产业快速发展的一个重要瓶颈。

#### (2) 宏观经济波动的影响

目前，我国宏观经济正处于转型期，未来宏观经济波动的不确定性增大，不确定的宏观经济环境，势必对国民经济各个行业产生影响。供应链管理服务行业依赖于所服务行业的市场规模及其供应链管理服务外包比例，如果宏观经济对供应链管理服务行业市场规模产生较大影响，势必会传导至供应链管理服务行业，进而影响其发展。

#### (3) 行业专业人才短缺

中国在物流及供应链管理研究和教育方面还非常落后，物流及供应链管理知识远未得到普及。企业对人才也未予以足够重视，从事物流及供应链管理的人员相应地缺乏业务知识、业务技能，从而不擅管理。缺乏规范的物流及供应链管理人才培育途径导致企业短期培训仍然是目前物流及供应链管理培训的主要方式。物流及供应链管理专业人才短缺严重阻碍着我国物流及供应链管理行业的发展。

#### (4) 管理体制和机制障碍

现代物流及供应链管理的发展，要求打破传统的行业与区域限制，建立一个统一、开放、竞争有序的大市场。但是由于目前中国现代物流及供应链管理服务行业刚刚起步，市场管理与行业管理的关系还没有理顺，在多头管理、分段管理的体制下，政策法规相互之间有矛盾且难以协调一致，这些因素在相当程度上影响和制约了现代物流及供应链管理服务行业的发展。从各地看，地区经济发展不平衡，地方保护主义依然存在。因此，中国物流及供应链管理发展呈现出明显部门化、区域化特征，工业、商业、物资、交通等各自为政，相互间协调性差，造成了资源浪费。

### 4. 未来发展

#### (1) 深港澳区域经济一体化

服务业合作潜力巨大，可以创造参与全球资源以服务整合的国际竞争新优势。目前，深圳市第三产业占GDP比重已达58.6%，其中现代服务业增加值9,306.5亿元，增长9.0%；前海深港现代服务业合作区开发也开始启动，香港地区服务业优势将进一步向深圳乃至国内辐射。凭借这一优势，深圳供应链公司可以把香港“前店后厂”模式进一步向内地延伸，拓展现代服务业链条，助推中国产业国际竞争力的重大提升。

### （2）供应链金融服务不断扩大

中小企业的的需求根据自身的业务不尽相同，具有更加多样化金融服务需求特征，因此供应链金融服务作为供应链上的增值服务，可满足上下游不同客户的需求，为客户提供更加灵活和个性化的供应链融资产品，可有效支持一大批依附于核心企业的上下游中小企业的发展。

### （3）发展三、四线城市及农村地区

快速消费品未来的增长点不是在一、二线城市，三、四线城市的市场潜力还未被完全挖掘，其目前消费增速也不高。未来，当消费升级，会有更多品牌快消品进入农村家庭。随着农村消费水平的增长，供应链管理的未来服务市场也会随之扩大。

### （4）大数据将为供应链管理行业提供服务

随着时代的不断发展，互联网、移动通讯、管理信息化、电子商务等技术不断互相渗透；随着供应链变得越来越复杂，厂商的不断增多，大数据在未来有着不可估量的价值。未来，供应链服务企业可以根据大数据分析，帮助企业改善库存管理、销售与分销流程的效率，了解客户需求，掌握市场方向。

总体看，供应链管理行业未来市场空间巨大，发展前景良好。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司总部设在深圳，是中国第一家上市供应链企业，旗下有超过 570 家分支机构。经过多年发展，公司面向全国整合的线下分销平台已基本建成，平台上聚集了近千个知名品牌，覆盖零售终端超过 150 万家。

公司整合优势资源，构建了以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与产品整合供应链服务和供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，服务网络遍布国内 300 多个主要城市及东南亚、欧美、澳洲等国家和地区，业务领域覆盖快消、IT、通讯、医疗、化工、家电、服装、安防、贵金属等行业，为全球 100 余家世界 500 强及 2,000 多家国内外知名企业提供专业供应链服务，主要客户包括 Intel、雀巢、西门子、GE、宝洁、海尔、联想、惠普等。公司已连续五年上榜《财富》“中国 500 强”。

公司拥有包括大连、深圳龙岗、上海金桥、长沙、上海洋山港在内的五大自有供应链基地，其中，深圳供应链基地位于深圳市龙岗区平湖物流园区内；上海供应链基地于 2009 年 9 月落成启用，地处上海金桥开发区，毗邻众多世界 500 强及国内外名企；上海洋山保税港供应链基地，位于上海市洋山保税港区；辽宁仓储配送中心位于大连市大连经济开发区；怡亚通中西部供应链整合基地位于长沙市岳麓区。还有一个在建的全球总部大楼，位于深圳大湾区内，靠近前海。总体看，公司是国内规模较大的供应链管理服务上市公司，形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式，具备较强的资源整合能力。

### 2. 人员素质

截至 2019 年 6 月底，公司高层管理人员共 15 人，大多已在公司工作多年，对公司整体状况熟悉，具有丰富的企业管理经验。

公司董事长兼总经理周国辉先生，54 岁，英国威尔士大学工商管理学硕士，深圳市福田区总商会副会长，曾任深圳特安电子有限公司总经理，深圳市智星电脑技术有限公司总经理。1997 年创办公司。



截至 2019 年 6 月底，公司拥有在职员工 14,043 人；按学历分类，硕士及以上占 1.22%，大学本科占 20.38%，大专占 33.53%，高中及以下占 44.88%；按岗位分类，销售人员占 41.52%，技术人员占 1.85%，财务人员占 14.53%，行政人员占 1.45%，管理人员占 1.22%，其他人员占 39.44%。

总体看，公司高级管理人员具备多年的外贸进出口工作经历和企业管理经验；公司员工文化素质能够满足公司经营发展需要。

### 3. 区域经济

公司总部位于广东省深圳市。深圳所处的珠江三角洲地区是中国改革开放的先行地区，是中国重要的经济中心区域。珠三角地区利用毗邻港澳的区位优势，抓住国际产业转移和要素重组的历史机遇，率先建立开放型经济体系，成为中国外向度最高的经济区域和对外开放的重要窗口。

深圳目前集中了全国 90% 的供应链公司，是全国供应链管理行业的领军者。在市场与政府的综合推动下，深圳出现了一批技术和管理模式创新型企业，打造出“四流合一”的一站式服务平台和紧跟全球潮流的商业模式，加快了物流贸易行业转型升级的步伐，对整体产业和广大中小企业转型升级的引领和带动作用不断增强。

2018 年，深圳市全年生产总值 24,222.0 亿元，比上年增长 7.60%。其中，第一产业增加值 22.1 亿元，同比增长 3.90%；第二产业增加值 9,962.0 亿元，同比增长 9.3%；第三产业增加值 14,237.9 亿元，同比增长 6.4%，增加值占全市生产总值的比重分别为 0.1%、41.1% 和 58.8%。分行业看，2018 年，农林牧渔业增加值 22.9 亿元，同比增长 4.1%；工业增加值 9,254.0 亿元，同比增长 9.0%；建筑业增加值 724.5 亿元，同比增长 13.9%；批发和零售业增加值 2,508.7 亿元，同比增长 3.9%；交通运输、仓储和邮政业增加值 733.3 亿元，同比增长 10.2%；住宿和餐饮业增加值 419.5 亿元，同比增长 2.4%；金融业增加值 3,067.2 亿元，同比增长 3.6%；房地产业增加值 2,080.4 亿元，同比增长 6.9%；其他服务业增加值 5,411.5 亿元，同比增长 9.0%。

总体看，深圳市良好的经济环境为公司发展提供了良好的外部条件。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司严格按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会、高级管理人员等构成的法人治理结构。

股东大会为公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，其中独立董事四名。设董事长一人，副董事长一人。董事会、持有或合并持有公司股份 3% 以上的股东，可以提出董事候选人，并经股东大会选举或更换，每届任期三年，可连选连任。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会决议，决定公司经营计划和投资方案，制订公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会，由三名监事组成，包括两名股东代表与一名职工代表，监事会设主席一人。监事会中的职工代表由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为三年，可连选连任。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等权利。

公司设总经理一名，副总经理若干名，由董事会解任或解聘，每届任期三年，连聘可以连任。总

经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟定公司基本管理制度，制定公司的具体规章。

总体看，公司治理结构完善，能够满足公司经营管理的需要。

## 2. 管理制度

截至 2019 年 6 月底，公司根据职责划分结合业务运营实际情况，设立了总裁办、证券投资部、公共事务发展中心、运营管理部、基地发展中心、财务管理中心、人力资源中心、内控管理中心、信息管理中心等职能部门，各职能部门相互配合，相互制约。

公司设立了较为全面的内部控制、财务管理制度、对外担保制度、投融资管理制度、物流安全监管制度、现金管理制度和资金管理办法，对公司重大事项进行决策和管理。

财务管理制度方面，公司制定了《募集资金管理制度》《分支机构财务管理制度》《应收账款管理制度及流程》《分公司/事业部财务管理实施细则》《借款和各项费用开支审批程序》《财产盘点制度》《控股子公司财务管理规定》《库存货物管理规定》《固定资产管理制度》等一系列财务管理制度，推行一体化垂直管理，成立财务中心，对分、子公司财务进行划区管理，设华南区、华东区、北方区、海外区（海外香港总部），并实施财务负责人制度。财务管理以本部财务为核心，制定财务管理流程、制度，以垂直管理各分区，监察各大区业务流程、制度的执行，并指导各大区的财务工作。

投融资管理方面，公司制定了《金融衍生品交易业务控制制度》《募集资金管理制度》以及《子公司向当地银行申请授信的工作指引》。在金融衍生品交易方面，公司明确投资计划审批流程、从事交易业务的资金来源、投资规模限制、本部和子公司各层审批权限。对投后监督与管理进行了具体规定。募集资金管理制度方面，公司对募集资金的存放、使用和管理制定具体的制度。公司对募集资金建立专户存储，限制账户的金额与用途，并制定募集资金管理与监督制度检查资金的使用情况。子公司申请银行授信方面，公司制定《子公司授信管理制度》和发布《关于强调集团统一授信管理的通知》规定了子公司授信工作具体流程，限制授信额度的担保，公司原则上对非全资子公司的授信不承担连带责任担保，并制定了授信后风险管理的相应措施。

担保管理方面，公司《对外担保决策制度》规定了公司对外担保的审批条件和程序，规定对外提供担保时需经股东大会审议，并要求对外担保对象提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。当公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的 30%以后需经股东大会审议通过。

子公司管理方面，公司实行矩阵式管理架构，各个业务平台负责管理下设分、子公司的业务运营，但子公司资金调度、骨干人员配置、财务核算等方面进行集中统一管理，各业务平台及下属子公司可以与公司总部在财务、IT 人力资源、行政、客服、风控、营运等方面共享。

物流管理方面，公司广度业务在仓库盘点、物流安全管理、物权风险防范、标准仓储流程、先进先出作业程序、货物验收、仓库工作等方面制定了各项规章制度；公司对深度业务制定了《深度 380 物流管理制度》等。

风险控制方面，2004 年公司开始建立风险控制制度，通过制定《风险管理手册》，对合同的订立、审核、审批等以及各类业务流程中的资信、收货/装运、存货控制、收款和支付等重要业务环节风险控制做出详细规定。

总体看，公司管理制度较健全，能够满足公司正常运营需要。但近年来，随着公司主业经营规模的扩张，公司子公司数量及下属子公司层级明显增多，管理链条较长，增加了管理的难度。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

2016—2018 年，公司主营业务主要以生产型供应链服务（广度业务）、流通消费型供应链服务（深度业务）、全球采购与产品整合供应链业务服务和供应链金融服务为核心；其中广度业务、深度业务和全球采购平台业务收入占比大。2016—2018 年，公司营业总收入规模年均复合增长 9.64%，主要系深度业务规模扩张所致，分别为 582.91 亿元、685.15 亿元和 700.72 亿元；公司净利润年均复合下降 45.68%，分别为 5.35 亿元、5.85 亿元和 1.58 亿元，公司净利润和营业总收入变动趋势不一致，主要系 2018 年公司融资成本上升，期间费用对利润侵蚀较重所致。

从公司营业总收入的构成来看，广度业务、深度业务及全球采购平台业务为公司主要收入来源，占公司营业收入均超 95%，公司主营业务十分突出。2016—2018 年，广度平台业务分别实现营业收入 159.83 亿元、142.75 亿元和 169.65 亿元，收入占比分别为 27.42%、20.83%和 24.21%。2017 年广度平台业务收入有所下降，主要系公司关停毛利水平差、周转效率低的不良项目，调整业务结构，将核心重点业务转移至符合国家宏观政策利好行业及利润较高的行业所致。2018 年广度平台业务收入较上年增长 18.84%，主要系公司广度平台业务持续优化、“供应链运营+营销”服务不断升级所致。深度业务是公司近年来发展的重点，深度业务的发展主要依托于 380 分销平台业务。随着公司深度业务的 380 分销平台在流通领域的合理规划并加强平台精细化管理，2016—2018 年，深度业务分别实现营业收入 322.63 亿元、401.20 亿元和 406.79 亿元，业务收入呈逐年上涨态势，收入占比分别为 55.35%、58.56%和 58.05%。2016—2018 年，公司全球采购平台业务分别实现营业收入 97.97 亿元、131.14 亿元和 114.39 亿元，收入占比分别为 16.81%、19.14%和 16.32%。2018 年公司全球采购平台业务收入下降，主要系 IT、通讯行业收入和化工行业收入规模减少所致。其他业务收入规模较小，对公司收入影响不大。

毛利率变化方面，2016—2018 年，公司综合毛利率呈逐年下降态势，分别为 6.98%、6.91%和 6.87%。分业务看，2016—2018 年，广度业务毛利率分别为 4.10%、4.47%和 4.20%，呈波动上升态势；深度业务毛利率分别为 7.68%、7.74%和 7.93%，呈逐年上升态势；全球采购平台业务毛利率分别为 5.15%、2.97%和 3.43%。其中，2017 年全球采购平台业务毛利率较上年下降 2.18 个百分点，主要系公司出售子公司深圳市怡海能达有限公司、电脑业务子公司深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司、服装业务中的怡雅荟有限公司以及化工业务毛利率下降所致。2018 年较上年上升 0.46 个百分点，主要系毛利较低的化工业务规模下降所致。2016—2018 年，供应链金融业务（主要依托宇商金控平台）毛利率分别为 67.57%、62.19%和 52.04%，呈逐年下降趋势，主要系小额贷款业务利息成本增长，综合毛利率下降所致。

表1 近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务分类     | 2016 年 |       |       | 2017 年 |       |       | 2018 年 |       |       | 2019 年 1—6 月 |       |       |
|----------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------------|-------|-------|
|          | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入           | 占比    | 毛利率   |
| 380 分销平台 | 322.63 | 55.35 | 7.68  | 401.20 | 58.56 | 7.74  | 406.79 | 58.05 | 7.93  | 165.65       | 54.41 | 8.48  |
| 广度平台     | 159.83 | 27.42 | 4.10  | 142.75 | 20.83 | 4.47  | 169.65 | 24.21 | 4.20  | 99.25        | 32.60 | 4.89  |
| 全球采购平台   | 97.97  | 16.81 | 5.15  | 131.14 | 19.14 | 2.97  | 114.39 | 16.32 | 3.43  | 35.18        | 11.55 | 3.95  |
| 物流平台     | 4.41   | 0.76  | 23.00 | 5.40   | 0.79  | 18.00 | 7.72   | 1.10  | 17.75 | 3.56         | 1.17  | 14.39 |
| 宇商金控平台   | 3.86   | 0.66  | 67.57 | 5.51   | 0.80  | 62.19 | 3.92   | 0.56  | 52.04 | 1.18         | 0.39  | 48.99 |
| 其他平台     | 1.45   | 0.25  | 45.00 | 7.05   | 1.03  | 23.00 | 4.26   | 0.61  | 32.63 | 1.85         | 0.61  | 13.46 |

|         |        |        |      |        |        |      |        |        |      |        |        |      |
|---------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|
| 平台间关联交易 | -7.25  | -1.24  | --   | -7.90  | -1.15  | --   | -6.01  | -0.86  | --   | -2.22  | -0.73  | --   |
| 合计      | 582.91 | 100.00 | 6.98 | 685.15 | 100.00 | 6.91 | 700.72 | 100.00 | 6.87 | 304.45 | 100.00 | 7.10 |

资料来源：公司提供

2019年1—6月，公司实现营业总收入304.44亿元，同比下降17.50%，主要系公司为提高资金使用效率，关停部分资金使用效率低、盈利能力低的项目所致。其中广度平台业务实现收入99.25亿元，较上年同期增长12.04%；深度业务实现收入165.65亿元，较上年同期下降20.88%，主要系公司持续减少部分资金占用大的项目所致；全球采购平台业务实现收入35.18亿元，较上年同期下降46.58%，主要系公司持续优化业务结构并加强风险控制所致；公司实现净利润0.66亿元，较上年同期下降81.03%，主要系公司主动收缩供应链金融业务，以及融资成本大幅上升所致。2019年1—6月，公司综合毛利率为7.10%，较上年上升0.23个百分点，其中广度业务毛利率为4.89%，较上年上升0.79个百分点，主要系公司持续优化广度业务结构，关停不良项目所致；深度业务毛利率为8.48%，较上年上升0.55个百分点，主要系公司进一步推进精细化管理，优化资源配置，提高人均产出所致；全球采购平台业务毛利率为3.95%，同比上升0.76个百分点。

总体看，近年来，公司营业收入有所增长，综合毛利率较稳定。

## 2. 广度平台业务（生产型供应链服务）

公司的广度平台业务主要包括采购执行和分销执行两类业务。

### （1）业务模式

公司采购执行业务是指，公司代理客户从供应商（由客户确定）处采购原材料并配送至指定地点，具体服务包括进出口通关、物流配送、仓储及库存管理、保税物流和国际采购及结算配套等。

采购执行业务分为四部分：客户通过招标确定供应商和商品价格，并向公司发出采购指令，预付部分货款、签订代理采购合同；公司按照代理采购合同中设置的条款向供应商按照约定的价格采购指定商品，并通过电汇或者信用证的方式向境外供应商付款；供应商供货后，公司将多个供应商的商品在境外归集、统一完成报关完税，并配送至境内指定地点；客户付款一般在到货30~60天内支付包括服务费在内的所有货款及费用。

分销执行业务方面，公司将制造商生产的产品代为运输和销售给该制造商指定的终端客户，具体服务包括进出口通关、物流配送、仓储、信息和结算配套等。公司通过自主开发信息平台，为客户提供高效分销服务，减少分销环节，并以此向客户收取服务费。

分销执行业务分为四部分：境外制造商向公司下达进货指令，并与公司签订委托销售合同；公司代下游客户向制造商支付部分货款后，将商品运至公司在境外的仓库；办理完成通关手续后运至境内仓库；下游客户支付货款并从仓库提货。

从财务处理上看，在广度供应链业务中，公司与客户签订的委托代理合同明确公司作为服务提供商的角色，货物在相关服务过程中与所有权有关的主要风险和报酬并不属于公司，也即公司不承担采购或销售价格变化、质量缺陷等经营风险；此外，客户的交易方由客户决定，因此公司于服务已提供时确认服务收入，垫付的货款亦不视作为公司的购买货物支出，而归类为应收账款。公司在综合考虑了运营成本、销售费用、客户信誉、代垫资金、支付方式、汇率变动等因素后确定服务费率。公司按服务费确定提供劳务收入金额，提供货物委托分销/采购服务之收入于服务已提供时确认，其中进出口报关以报关单日期为准，物流业务以外包第三方传签的运输单为准，仓储服务根据合同按月收取。在运输过程中，公司通过办理保险来规避风险。

## (2) 业务运营

收入分布方面，广度业务收入来源均以IT、通信类为主。2016—2018年，公司广度业务收入中IT、通信占比分别为81.17%、74.80%和45.48%，占比持续下降，主要系下游消费需求变化、手机行业经营规模下降所致。2016—2018年，广度业务收入中家电类收入分别占比10.34%、16.99%和17.15%。2018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，公司广度业务拓展至快速消费品等领域，快消品实现收入占比为24.31%，仅次于IT、通信类。截至2018年底，公司广度业务前五大供应商采购金额占总采购金额的34.04%，其中奕循(上海)贸易有限公司采购金额占采购总额的16.86%，采购产品主要为快消品；前五大客户销售金额占销售总额的47.90%，其中京东销售金额占销售总额30.10%，销售产品主要为IT、电子产品和快消品。截至2019年6月底，公司广度业务前五大供应商采购金额占采购总额的49.69%，其中奕循(上海)贸易有限公司采购金额占采购总额的26.58%，采购产品主要为快消品；前五大客户销售金额占销售总额的57.52%，其中京东销售金额占销售总额45.49%，销售产品主要为IT、电子产品和快消品。

表2 广度收入行业分布(单位: 亿元、%)

| 项目    | 2016 年 |        | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 1—6 月 |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
|       | 营业收入   | 占比     | 营业收入   | 占比     | 营业收入   | 占比     | 营业收入         | 占比     |
| IT、通信 | 129.73 | 81.17  | 106.77 | 74.80  | 77.15  | 45.48  | 35.72        | 35.99  |
| 快速消费品 | --     | --     | --     | --     | 41.24  | 24.31  | 42.30        | 42.62  |
| 家电    | 16.52  | 10.34  | 24.26  | 16.99  | 29.10  | 17.15  | 11.70        | 11.79  |
| 化工    | --     | --     | --     | --     | 9.57   | 5.64   | 4.64         | 4.68   |
| 医疗    | 8.25   | 5.16   | 6.02   | 4.21   | 6.52   | 3.84   | 1.74         | 1.75   |
| 纺织品   | 0.47   | 0.29   | 2.18   | 1.53   | 1.80   | 1.06   | 0.43         | 0.43   |
| 其他    | 4.85   | 3.04   | 3.52   | 2.47   | 4.27   | 2.52   | 2.72         | 2.74   |
| 合计    | 159.83 | 100.00 | 142.75 | 100.00 | 169.65 | 100.00 | 99.25        | 100.00 |

资料来源：公司提供

从广度业务营业成本来看，2016—2018年，公司广度业务成本主要由产品采购成本和物流成本两部分构成，合计占广度业务成本总额98%以上。公司将物流和仓储业务进行外包，截至2019年6月底，公司广度业务共有仓库33个，仓库面积达到8.4万平方米，仓库吞吐量52万立方米/年。公司在大连、上海、深圳等地自建自营五大仓储基地，其余大部分仓库为第三方租赁的物流设施，主要分布在北京、郑州、上海、深圳、武汉、成都等地。

总体看，近年来，公司持续优化广度业务结构，实施精细化管理，清理部分盈利能力弱且资金占用大的项目，广度业务收入持续增长，增长主要来自新增快消品类业务；作为供应链服务商，公司不承担经营风险和价格风险，广度业务风险可控性较高；但广度业务为客户垫付货款规模较大，对营运资金形成占用，行业集中度较高也降低了公司的综合抗风险能力。

## 3. 深度业务（流通消费型供应链服务）

### (1) 业务模式

深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务。深度供应链服务是指将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，通过线上与线下的销售模式构建一个快捷、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。公司线上平台星链云商（原宇商网）是集产品展示、广告投放、线上采购、订单管理、在线支付等功能于一体的B2B采购平台+营销推广平台，为上游品牌商与下游零售门店提供高效对接服务，为企业及政府机构提供原材料采购、生产力采购及单位



内购等服务。线下销售为深度380分销平台，是公司深度业务的重要组成部分，主要业务领域涵盖日化、食品、母婴、酒饮、家电等，通过搭建全国性的直供终端平台，提供市场、销售、信息、物流、商务、结算等一站式供应链服务，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。

380项目的平台建立主要以合资公司型态成立，整合当地优质经销商，公司与当地经销商出资比例为7:3或6:4，公司总部负责品牌规划、渠道规划，以及定期下达需完成的收入、利润等指标，并派驻财务、仓储等人员；经销商负责合资公司的内部管理和运营。公司在各省设立全资子公司，作为对省内合资公司的直接管理机构。根据合资公司业务量、经营情况，公司会提供相应的产品推广、优惠折扣和后台服务等多项支持。财务方面，除派驻相关财务负责人外，公司对合资公司实行每天资金统一归集，信贷额度统一审批的管理模式；公司根据对合资公司业绩考核及经销商资产、信誉情况，对合资公司提供一定的融资担保支持，一般需要经销商提供无限连带责任等反担保措施。

近年来，公司全面促进深度380分销平台业务的发展，380分销平台供应链服务是公司深度业务的重要组成部分，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，战略定位为整合型平台，通过整合分销、营销、金融、物流VMI（供应链库存管理）等多种服务对流通环节与服务模式进行升级改造，实现流通行业扁平化、共享化和社区化的服务新模式，为品牌商、终端带来新流通的转型升级。该平台聚焦于快速消费品，涵盖母婴、日化、酒饮、食品、家电、医药等行业，服务网络达到320个城市，目前在规模、服务网络、终端覆盖数、品牌合作数、团队人员数等多维度均处于全国领先水平。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。

2018年，380分销平台业务过程上游品牌供应商结算方式和下游客户结算方式未发生明显变化，公司与上游品牌供应商签订分销协议，并获得指定商品的经营权；公司按照协定价格向供应商提货，并支付全部或一部分货款；公司根据下游销售终端和经销商的要求，向下游配货并回收货款；除去部分下游终端现款现结外，一般结算周期为15天至120天。

公司的上游和下游原本即已存在供销关系，公司深度业务的目的在于通过缩短供应链和集中物流管理获得管理效益和规模效益，从而降低供应链的总体成本，而非通过买卖差价获利；从公司的获利方式上看，公司买入商品和销售商品的价格实质上由公司及上下游三方共同确定，买卖差价与公司销售价格的比例相对稳定，公司不承担商品贬值、降价促销和退货等造成的损失，因此，本质上公司商品卖出价与买入价之差额系公司提供一站式供应链服务所获得的服务费，对商品剩余保质期和动销率的监控是控制运营成本的主要方面，公司信息系统可以实现对该等指标的实时统计和监测；此外公司按照“先到保质期先发货”的原则管理存货，并且对动销率较差的商品及时协调上下游促销，以保证存货在保质期内完成销售。在深度业务模式中，公司需承担一定的货物库存风险及采购资金压力，公司面临一定的商品库存滞销的风险。

## （2）业务运营

近年来，380分销平台业务为公司重点发展的战略业务，380分销平台业务收入主要由快速消费品构成。随着公司整合并购快消行业的经销商速度持续加快和快速消费品市场需求的上涨，公司深度业务收入大幅增长。2018年，公司380分销平台业务营业收入为406.79亿元，较上年同期增长1.39%，深度业务收入增速下滑主要系受到金融去杠杆影响，公司资金受限影响了业务发展所致；毛利率为7.93%，较上年上升0.19个百分点，主要系家电行业收入增长所致。其中，快速消费品类收入较上年下降6.48个百分点，家电类收入较上年增长5.76个百分点，其他行业类占比较低，对深度业务收入影响不大。从业务收入行业板块看，2018年，公司深度业务收入中快速消费品占76.25%，

行业集中度较高。

表 3 深度业务行业收入行业分布（单位：亿元、%）

| 行业    | 2016 年 |        | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 1—6 月 |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
|       | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入           | 占比     |
| 快速消费品 | 285.87 | 88.61  | 331.90 | 82.73  | 310.16 | 76.25  | 123.80       | 74.74  |
| 家电    | 35.08  | 10.87  | 65.94  | 16.44  | 90.31  | 22.20  | 38.45        | 23.21  |
| 化工    | --     | --     | 0.31   | 0.08   | 0.74   | 0.18   | 0.34         | 0.21   |
| 医疗    | --     | --     | 0.66   | 0.16   | 3.57   | 0.88   | 2.27         | 1.37   |
| 其他    | 1.67   | 0.52   | 2.39   | 0.59   | 2.00   | 0.49   | 0.79         | 0.48   |
| 合计    | 322.63 | 100.00 | 401.20 | 100.00 | 406.79 | 100.00 | 165.65       | 100.00 |

资料来源：公司提供

深度业务成本主要为商品采购成本，2016—2018 年，均占总成本的 95%以上。除产品采购成本外，物流费用、仓储费用作为主要成本费用均持续增长。除自建自营的五大仓储基地外，公司其他仓储均租用第三方仓储，并通过公司派驻编制内人员进行现场管理；物流基本通过外包给第三方形式。

总体看，随着公司加大 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；公司深度业务以快速消费品为主，行业集中度较高。

#### 4. 全球采购与产品整合业务

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。全球采购业务主要服务于 IT、电子元器件、化工、稀贵金属等行业的品牌企业及采购商，包含东芝、联想、同方、中石化等。

2018 年，全球采购业务收入为 114.39 亿元，较上年下降 12.77%，主要系 IT、通讯行业收入和化工行业收入同比下降所致；毛利率为 3.43%，较上年上升 0.46 个百分点。2018 年，全球采购业务收入占营业收入的 16.41%。2019 年 1—6 月，公司全球采购业务收入为 35.18 亿元，同比下降 46.59%，主要系公司全球采购业务板块持续优化业务结构，收缩盈利能力较弱的化工、IT、通信等行业业务规模，将资金投入毛利较高的行业所致。

总体看，公司全球采购业务主要采取孵化模式，是公司营业收入的重要组成。

#### 5. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 5.70 次、5.42 次和 5.31 次；存货周转次数逐年下降，分别为 7.97 次、7.05 次和 7.03 次；随着业务规模扩大，公司应收账款和存货的周转效率有所降低，供应链业务对公司资金占用程度有所加大。2016—2018 年，公司总资产周转次数分别为 1.55 次、1.53 次和 1.55 次，基本保持稳定。

与同行业上市公司对比，公司经营效率指标处于行业中下水平。

表 4 2018 年供应链管理行业上市公司经营效率指标（单位：次）

| 证券简称   | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|--------|---------|-------|--------|
| *ST 飞马 | 19.87   | 49.57 | 2.15   |

|      |       |       |      |
|------|-------|-------|------|
| 普路通  | 5.14  | 29.99 | 0.45 |
| 厦门象屿 | 62.69 | 16.45 | 4.67 |
| 瑞茂通  | 9.20  | 29.40 | 1.82 |
| 怡亚通  | 5.42  | 7.14  | 1.55 |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，近年来，公司整体经营效率处于行业中下水平。

## 6. 经营关注

### （1）管理压力和资金占用风险

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。公司经营过程中需要大量垫付和预收货款，应收账款和存货规模较大，若公司现金循环速度下降，或出现大额应收无法及时收回，可能打破公司现金循环的平衡，影响公司日常经营活动。

### （2）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。

### （3）汇率风险

公司在经营过程中涉及较多外币结算，存在汇率波动风险，在人民币汇率贬值时期，外币借款及欠款的汇兑收益将减少，甚至发生汇兑损失。

## 7. 未来发展

### （1）大力推进综合商业（大广度）发展

经营原则上秉承安全为基，盈利为上的原则。积极推动与各地政府取得战略合作，成立综合商业服务平台，积极引入外部及国资/地方政府金融及其他资源促进平台业务开展，夯实供应链基础业务，并拓展新兴多行业市场，专注供应链非核心业务承接服务。广度传统业务将围绕核心大客户“1+N”模式不变，坚持“采购执行+VMI”模式实现正现金流运作，降低资金占用风险；销售平台利用供应链运营+平台分销+营销等增值服务促进业绩销量稳定增长。

### （2）持续推动新流通战略的发展

新流通事业板块将继续夯实载体业务的专业能力建设，强化管理管控体系，逐步转型升级，创新变革。联合合伙人形成供应链综合服务能力（金融、营销、品牌等），输出个性化服务产品。开放开源“供应链+”模式，实现资源端的内外整合及互补。业务创新方面将继续推进“分销+营销”模式的发展，促进载体销量的增长。资金运作端推进流通保项目的逐步落地以匹配“供应链载体+供应链金融服务”的发展。新经济业务方面将搭建 S2C 新零售体系业态场景，触达线上及线下消费终端，打造共享经济平台。通过不断地聚合内外部资源优势，深挖价值，协同公司丰富供应链生态建设打造。

### （3）建立供应链金融场景服务，推动供应链金融发展

以真实的供应链运作场景推动供应链金融发展，协助金融机构深入服务广大中小微实体经济，推动供应链业务规模化外延式发展。目的是以供应链金融助力供应链业务创新，突破资金紧张制约优质业务发展的瓶颈，促进供应链业务发展，推动公司、推动合伙人能量级的发展的同时达到降负债及保持正现金流的战略目标。

(4) 以“供应链+”模式，加速推动供应链商业模式形成

以“供应链+”作为新时期发展战略，致力于打造协同发展，共荣共生的共享经济平台，依托怡亚通载体，孵化产业；形成供应链+互联网、供应链+科技，供应链+人工智能、供应链+营销、供应链+智能零售等模式。

(5) 围绕战略的全方位组织变革

精兵简政，开源节流，持续推进“小总部、精平台”，打造进攻型“铁三角”组织：推动分子/合资公司组织架构完成向“铁三角型”调整；持续推进平台+营销/合伙人模式。

总体看，公司未来继续建设分销服务平台，提升风险控制能力。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年财务报表均已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见，公司 2019 年 1—6 月财务报告未经审计。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》和其他各项会计准则及其他相关规定进行编制。2018 年，公司执行财政部 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对企业财务报表格式进行相应调整，并对该项会计政策变更涉及的报表项目进行了追溯调整。

从合并范围变化来看，2016 年，公司合并范围新增子公司 132 家，减少子公司 10 家；2017 年，公司新增子公司 91 家，减少子公司 22 家；2018 年，公司合并范围新增子公司 37 家，减少子公司 25 家；2019 年 1—6 月，公司合并范围内新增子公司 10 家，减少子公司 12 家。截至 2019 年 6 月底，公司合并范围内子公司合计 570 家。近年来，公司主营业务范围未发生显著变化，但合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 433.92 亿元，负债总额 347.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.12 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 700.72 亿元，净利润（含少数股东损益）1.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.00 亿元，经营活动产生的现金流量净额 16.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.70 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 417.68 亿元，负债总额 331.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.34 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 304.44 亿元，净利润（含少数股东损益）0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.51 亿元。

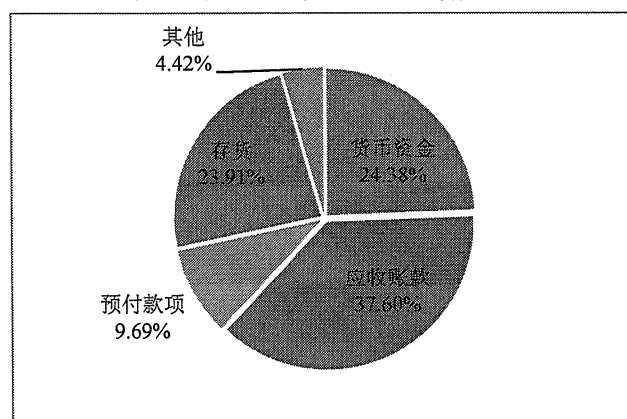
### 2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模呈波动增长趋势，年均复合增长 1.19%。截至 2018 年底，公司资产规模 433.92 亿元，较年初下降 8.19%，主要系流动资产减少所致；其中，流动资产占比 78.94%，非流动资产占比 21.06%，公司资产以流动资产为主，资产结构符合供应链行业特点。

#### 流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 0.37%。截至 2018 年底，公司流动资产 342.54 亿元，较年初下降 9.13%，主要系存货和货币资金减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 24.38%）、应收账款（占比 37.59%）、预付款项（占比 9.69%）和存货（占比 23.91%）构成，如下图所示。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 2.83%。截至 2017 年底，公司货币资金为 96.87 亿元，较年初增长 22.63%，主要系公司经营规模扩大导致营运资金增加所致；截至 2018 年底，公司货币资金为 83.52 亿元，较年初下降 13.78%，主要系公司偿还到期债务以及年底集中支付货款所致；公司货币资金主要由银行存款（占 21.37%）和其他货币资金（占 78.50%）构成。截至 2018 年底，公司其他货币资金为 65.56 亿元，主要系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保证金，且全部为受限货币资金。公司货币资金受限比例很高。

2016—2018 年，公司应收账款呈逐年增长趋势，年均复合增长 3.69%。截至 2018 年底，公司应收账款为 128.78 亿元，较年初增长 0.24%，主要系公司近年来深度业务并购的合资公司数量下降，公司给予客户的信用规模增速下降所致。从账龄结构看，1 年以内的占 95.07%，1~2 年占 2.31%，2~3 年占 0.76%，3 年以上占 1.85%。公司依据信用风险特征组合认定法计提坏账准备的应收账款和单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占比分别为 98.22%和 1.78%，计提坏账准备合计 3.62 亿元，计提较充分。从集中度来看，截至 2018 年底，公司应收账款前五名合计 7.72 亿元，占应收账款总额的 5.82%，集中度低。公司应收账款规模较大，对营运资金形成占用。

表 5 截至 2018 年底公司应收账款前五名（单位：亿元、%）

| 欠款单位                                  | 金额   | 占比   |
|---------------------------------------|------|------|
| 北京京东世纪贸易有限公司                          | 2.96 | 2.23 |
| 沃尔玛（中国）投资有限公司                         | 1.48 | 1.12 |
| 同方国际信息技术有限公司                          | 1.11 | 0.84 |
| 唯品会（中国）有限公司                           | 1.02 | 0.77 |
| EA GLOBAL SUPPLY CHAIN SOLUTIONS INC. | 1.14 | 0.86 |
| 合计                                    | 7.72 | 5.82 |

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司预付款项呈波动下降趋势，年均复合下降 6.38%。截至 2017 年底，公司预付款项为 31.56 亿元，较年初下降 16.68%，主要系随着公司深度业务平台布局不断完善，公司通过与上游供应商沟通，逐渐采取银承、商票等票据结算方式替代了部分预付账款所致。截至 2018 年底，公司预付款项为 33.20 亿元，较年初增长 5.19%，主要系业务滚动结算预付款项增加所致。从账龄结构看，1 年以内的占 97.93%，1~2 年的占 1.84%，2 年以上的占 0.23%。从集中度看，按

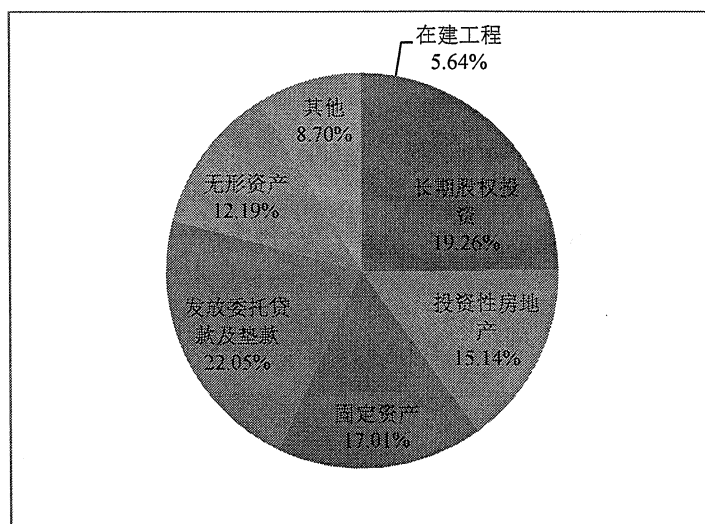
预付对象归集的期末余额前五名的预付款合计 3.19 亿元，占期末预付款项总额的 9.62%，集中度低。

2016—2018 年，公司存货呈波动增长趋势，年均复合增长 2.31%。截至 2018 年底，公司存货账面余额 81.89 亿元，其中库存商品占 99.74%。公司存货共计提跌价准备 1.17 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备；考虑到公司业务集中于 IT、通信及快消品行业，其存货存在一定的跌价风险。

### 非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模呈波动增长趋势，年均复合增长 4.43%，主要系长期股权投资、固定资产和无形资产增长所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 91.38 亿元，较年初下降 4.49%；公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 22.05%）、长期股权投资（占 19.26%）、投资性房地产（占 15.14%）、在建工程（占 5.64%）、固定资产（占 17.01%）和无形资产（占 12.19%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司发放贷款及垫款呈逐年下降态势，年均复合下降 21.65%。截至 2018 年底，公司发放贷款及垫款为 20.15 亿元，较年初下降 28.05%，主要系公司根据金融市场环境加强风险控制并减少发放贷款及垫款规模所致；从构成来看，以企业贷款（占 83.78%）为主；已计提贷款减值准备 0.37 亿元。

2016—2018 年，公司长期股权投资呈逐年增长趋势，年均复合增长 23.69%，主要系公司对合营企业的投资。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 17.60 亿元，较年初增长 13.49%，主要系公司增加对湖南金通商业保理有限公司（公司持股 32.00%）的股权投资 0.15 亿元以及按权益法确认对伟仕佳杰控股有限公司（以下简称“伟仕控股”，公司持股 17.30%）1.09 亿元投资收益、对俊知集团有限公司（以下简称“俊知集团”，公司持股 16.35%）确认 0.56 亿元投资收益所致。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2016—2018 年，公司投资性房地产呈逐年增长态势，年均复合增长 39.60%。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 13.84 亿元，较年初增长 26.29%，全部为房屋及建筑物，主要系公司出于盘活资产考虑，将余量仓储物流仓库等房产资源出租给外部客户，由固定资产转入所致。

2016—2018 年，公司在建工程呈逐年增长趋势。截至 2018 年底，公司在建工程为 5.16 亿元，



主要系公司前海总部基地项目、装修工程以及百诚仓库项目投入增加所致。

2016—2018 年，公司固定资产呈波动下降趋势，年均复合下降 0.97%。截至 2017 年底，公司固定资产为 18.63 亿元，较年初增长 17.57%，主要系公司收购浙江百诚集团股份有限公司（以下简称“百诚集团”）使固定资产增加以及公司在重庆购买了 10 层办公写字楼作为西北片区的总部办公基地所致。截至 2018 年底，公司固定资产较年初下降 16.58%，主要系部分仓储物流仓库转入投资性房地产所致。从构成看，截至 2018 年底，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 82.64%，运输工具占 3.46%，电子及其他设备占 13.90%。截至 2018 年底，公司固定资产成新率为 80.13%，固定资产累计计提折旧 4.75 亿元，未计提减值准备。

2016—2018 年，公司无形资产呈波动下降态势，年均复合下降 10.30%。截至 2017 年底，公司无形资产为 15.02 亿元，较年初增长 8.43%，主要系公司收购百诚集团导致土地使用权增加 0.97 亿元以及研发投入资本化增加所致。截至 2018 年底，公司无形资产为 11.14 亿元，较年初下降 25.79%，主要系前海总部基地部分土地使用权转入在建工程所致。从构成看，无形资产账面价值中土地使用权为占 81.06%，计算机软件及其他占 18.94%；截至 2018 年底，公司无形资产累计摊销 1.55 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年 6 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 138.00 亿元，占总资产比重为 32.32%，资产受限比例高。

表 6 截至 2019 年 6 月底公司所有权或使用权受到限制的资产情况（单位：亿元、%）

| 项目      | 受限账面价值 | 占总资产比重 | 受限原因        |
|---------|--------|--------|-------------|
| 货币资金    | 60.02  | 14.06  | 用于银行质押贷款    |
| 固定资产    | 7.82   | 1.83   | 用于银行抵押贷款    |
| 无形资产    | 8.03   | 1.88   | 用于银行抵押贷款    |
| 应收账款    | 25.73  | 6.03   | 用于银行保理借款    |
| 发放贷款及垫款 | 9.18   | 2.15   | 用于银行质押、保理借款 |
| 投资性房地产  | 3.96   | 0.93   | 用于银行抵押贷款    |
| 在建工程    | 5.21   | 1.22   | 用于银行质押贷款    |
| 长期股权投资  | 14.49  | 3.39   | 用于银行质押贷款    |
| 存货      | 3.55   | 0.83   | 用于银行抵押贷款    |
| 合计      | 138.00 | 32.32  | --          |

注：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

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 426.96 亿元，较年初下降 1.60%，主要系货币资金、存货和发放贷款及垫款减少所致；其中流动资产占 80.01%，非流动资产占 19.99%，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，近年来，公司资产规模波动增长，以流动资产为主，其中应收账款及存货规模大，对营运资金存在占用，公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### （1）负债

2016—2018 年，公司负债规模呈波动增长趋势，年均复合增长 0.23%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债总额 347.57 亿元，较年初下降 9.98%，主要系短期借款、应付票据和应付债券规模下降所致；其中，流动负债占 92.28%，非流动负债占 7.72%，负债结构以流动

负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债规模呈波动增长趋势，年均复合增长 0.67%。截至 2017 年底，公司流动负债 352.76 亿元，较年初增长 11.46%，主要系短期借款增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 320.75 亿元，较年初下降 9.08%，公司流动负债主要由短期借款（占 59.86%）和应付票据（占 19.06%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 4.41%。截至 2018 年底，公司短期借款 192.01 亿元，较年初下降 11.49%；从构成看，短期借款主要由质押借款（占 27.92%）、抵押及保证借款（占 56.34%）和未到期票据贴现（占 15.74%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据呈波动下降趋势，年均复合下降 1.87%。截至 2018 年底，公司应付票据 61.13 亿元，较年初下降 11.16%，主要系公司出于控制风险考虑，减少相关商业承兑汇票规模所致。从构成看，公司应付票据以商业承兑汇票（占 97.95%）为主。

2016—2018 年，公司非流动负债呈波动下降趋势，年均复合下降 4.65%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 26.82 亿元，较年初下降 19.54%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 43.27%）和应付债券（占 48.46%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款呈逐年大幅增长趋势，年均复合增长 54.29%。截至 2017 年底，公司长期借款 10.35 亿元，较年初增长 112.26%，主要系公司经营规模扩大、资金需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款为 11.61 亿元，较年初增长 12.15%，全部为公司以固定资产、投资性房地产、无形资产抵押取得的抵押和保证借款。截至 2019 年 6 月底，公司长期借款为 16.53 亿元，其中 2021 年 6 月到期的占比 29.52%、2021 年 6 月到期的占比 30.71%、2022 年 6 月到期的占比 36.25%，2023 年 6 月到期的占比 3.52%，公司长期借款集中偿付压力一般。

2016—2018 年，公司应付债券呈快速下降趋势，年均复合下降 23.99%。截至 2017 年底，公司应付债券为 20.92 亿元，较年初下降 7.04%，主要系公司债券“14 怡亚债”进行回售（回售金额为 7.04 亿元）所致。截至 2018 年底，公司应付债券为 13.00 亿元，较年初大幅下降 37.85%，主要系部分债券到期兑付或重分类至一年内到期的长期非流动负债所致。截至本报告出具日，公司共有 6 只存续期内债券，合计 27.00 亿元。公司存续期内债券到期日较分散，公司集中偿付压力一般。

表 7 截至本报告出具日公司存续期内应付债券情况（单位：亿元）

| 债券简称          | 起息日        | 到期日        | 期限       | 债券类型   | 债券余额  |
|---------------|------------|------------|----------|--------|-------|
| 19 怡亚 MTN002  | 2019-08-20 | 2022-08-20 | 3 年（2+1） | 一般中期票据 | 5.00  |
| 19 怡亚 MTN001  | 2019-04-25 | 2022-04-25 | 3 年      | 一般中期票据 | 5.00  |
| 18 怡亚 02      | 2018-12-11 | 2021-12-11 | 3 年      | 一般公司债  | 5.00  |
| 18 怡亚 01      | 2018-12-11 | 2021-12-11 | 3 年（2+1） | 一般公司债  | 5.00  |
| 18 怡亚 MTN001  | 2018-08-21 | 2021-08-21 | 3 年（2+1） | 一般中期票据 | 2.00  |
| 17 怡亚通 PPN001 | 2017-03-30 | 2020-03-30 | 3 年      | 定向工具   | 5.00  |
| 合计            |            |            |          |        | 27.00 |

资料来源：Wind

2016—2018 年，公司全部债务规模呈波动增长趋势，年均复合增长 1.32%，主要系短期债务波动增长趋势所致。截至 2018 年底，公司全部债务为 313.27 亿元，较年初下降 9.86%，主要系短期借款、应付票据和金融类负债规模下降所致；其中，短期债务和长期债务占比分别为 92.74%和 7.86%，以短期债务为主。从偿债指标来看，2016—2018 年，公司资产负债率波动下降，分别为

81.64%、81.69%和 80.10%；全部债务资本化比率波动下降，分别为 79.68%、80.07%和 78.39%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 26.02%、26.55%和 22.18%。公司整体债务负担重。

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额 340.89 亿元，较年初下降 1.92%，主要系短期借款规模下降所致。其中流动负债占 89.50%，非流动负债占 10.50%。截至 2019 年 6 月底，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 79.84%、78.11%和 28.03%，分别较年初下降 0.26 个百分点、下降 0.28 个百分点和上升 5.86 个百分点。公司整体债务负担较年初变化不大。

总体看，近年来，公司负债规模波动增长，且以短期债务为主，整体债务负担重，短期偿债压力较大。

#### （2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益年均复合增长率为 5.34%，主要系股本及未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 86.35 亿元，较年初变动不大，其中归属于母公司所有者权益占比 68.46%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 35.91%，资本公积占比 21.75%、盈余公积占比 4.06%、未分配利润占比 29.07%，其它综合收益占比 9.22%，权益的稳定性尚可。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 86.07 亿元，较年初小幅下降 0.32%，其中归属于母公司所有者权益占 69.14%。公司归属于母公司所有者权益结构较年初变化不大，权益结构稳定性尚可。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，权益结构稳定性尚可。

#### 4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入规模呈逐年增长趋势，分别为 582.91 亿元、685.15 亿元和 700.72 亿元，年均复合增长 9.64%，主要系深度业务和全球采购与产品整合业务收入增长所致。2016—2018 年，公司净利润分别为 5.35 亿元、5.85 亿元和 1.58 亿元，其中 2018 年净利润大幅下降，主要系公司融资成本上升，期间费用对利润侵蚀所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司费用总额不断增长，年均复合增长 15.49%，主要系管理费用和财务费用增长所致。2018 年，公司期间费用为 46.60 亿元，同比增长 21.63%，其中销售费用占比 13.56%、管理费用占比 48.32%、财务费用占比 37.55%、研发费用占比 0.58%。2016—2018 年，公司管理费用分别为 18.92 亿元、21.49 亿元和 22.51 亿元，年均复合增长 9.07%，主要系随着公司业务规模扩张，员工人数增加所致。2016—2018 年，公司销售费用分别为 3.57 亿元、5.47 亿元和 6.32 亿元，年均复合增长 32.95%，主要系公司支付深度业务促销人员工资增长所致。2016—2018 年，公司财务费用分别为 12.44 亿元、11.20 亿元和 17.50 亿元，年均复合增长 18.61%，其中 2017 年财务费用下降 9.91%，主要系汇兑收益增长所致。2018 年财务费用增长 56.17%，主要系公司融资成本上升及汇兑损益变动所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 5.99%、5.59%和 6.65%，公司费用控制能力较弱。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 0.82 亿元、1.12 亿元和 0.97 亿元，公司公允价值变动收益分别为 1.00 亿元、-1.54 亿元和 0.54 亿元，公司投资收益分别为 1.16 亿元、1.57 亿元和 1.42 亿元。资产减值损失、公允价值变动收益及投资收益对公司营业利润有较大影响。

从各项盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率持续小幅下降，分别为 7.05%、7.01%和 6.99%；公司总资产收益率波动上升，分别为 4.22%、4.76%和 4.32%，总资产报酬率波动下降，分别为 4.11%、4.74%和 4.07%；净资产收益率波动下降，分别为 7.43%、7.12%和 1.83%。与国内

同行业供应链管理上市公司比较，公司各项盈利指标均处于行业中低水平。

表8 2018年供应链管理上市公司盈利指标情况（单位：%）

| 证券名称   | 销售毛利率 | 总资产报酬率 | 净资产收益率 |
|--------|-------|--------|--------|
| *ST 飞马 | 0.30  | -11.62 | -72.04 |
| 普路通    | 8.80  | 1.08   | 7.85   |
| 厦门象屿   | 2.75  | 5.47   | 8.66   |
| 瑞茂通    | 7.87  | 5.29   | 8.69   |
| 怡亚通    | 6.62  | 3.78   | 3.37   |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 304.44 亿元，同比下降 17.50%；实现利润总额 0.93 亿元，同比下降 79.91%，主要系在金融去杠杆背景下，公司融资成本大幅上升，同时公司从风险控制角度出发，收缩供应链金融业务所致。

总体看，近年来，公司营业总收入持续增长，但期间费用大幅增长，公司营业利润大幅下降；公司业务涉及较多的外币结算，存在一定汇兑损益风险；公司营业利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力一般。

## 5. 现金流

从经营活动情况来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 931.06 亿元、878.45 亿元和 944.48 亿元，年均复合增长 0.72%，其中销售商品提供劳务收到的现金分别为 626.66 亿元、762.60 亿元和 829.13 亿元，主要系公司业务量增长所致。2018 年，公司经营活动现金流入量为 944.48 亿元，较上年增长 8.52%，主要系公司销售商品提供劳务收到的现金增加所致；受公司收缩供应链金融业务规模影响，公司客户贷款及垫款净减少额为 7.92 亿元，较上年大幅增长 1902.50%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量呈波动下降趋势，分别为 972.53 亿元、878.04 亿元和 928.11 亿元，年均复合下降 2.31%。2018 年，公司经营活动现金流出量为 928.11 亿元，较上年增长 5.70%，主要系公司购买商品接受劳务支出现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-41.47 亿元、0.41 亿元和 16.37 亿元。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 107.51%、111.30%和 118.33%，呈逐年上升趋势，主要系公司对广度业务结构持续进行转型升级，将部分纯代理业务转为分销业务，客户贷款及垫款净减少额大幅增长，收入实现质量良好。

从投资活动情况来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量分别为 2.57 亿元、9.73 亿元和 5.48 亿元，其中，2018 年公司投资活动现金流入量 5.48 亿元，较上年下降 43.74%，主要系 2017 年公司收购百诚集团使得投资活动流入现金基数较大所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量分别为 7.99 亿元、9.27 亿元和 4.61 亿元。其中，2017 年投资活动现金流出量较上年增长 15.96%，主要系公司在重庆购买办公楼的支出以及投资百诚集团的支出。2018 年投资活动现金流出量较上年下降 50.30%，主要系公司购置固定资产、无形资产和其他长期资产和对外投资支出现金减少所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-5.42 亿元、0.47 亿元和 0.87 亿元。

从筹资活动情况来看，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流入量保持较大规模，分别为 465.51 亿元、420.81 亿元和 525.17 亿元，主要系公司新增借款、发行债券及减少保证金存款所

致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量分别为 424.32 亿元、422.40 亿元和 555.18 亿元，主要系公司偿还债务支付的现金。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 41.19 亿元、-1.59 亿元和 -30.01 亿元。

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 13.99 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -0.74 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 -9.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.51 亿元。

总体看，近年来，公司通过持续优化广度业务结构并收缩供应链金融业务规模，经营活动现金流状况持续改善，收入实现质量良好；同时，公司加大债务偿还力度，筹资活动现金净流出规模同比大幅增长。考虑到公司短期债务规模大，供应链业务渠道拓展资金需求持续存在，外部融资压力较大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率均为 1.07 倍，速动比率分别为 0.83 倍、0.78 倍和 0.81 倍，基本保持稳定。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.32 倍、0.32 倍和 0.30 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力有待提升。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，受利润总额增长影响，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 11.48%。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.92 倍、1.85 倍和 1.27 倍，公司 EBITDA 对利息保障能力一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.07 倍和 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 6 月底，公司合并范围内共获得银行授信额度 302.45 亿元，尚未使用额度 104.63 亿元，间接融资渠道畅通。公司作为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

截至 2019 年 6 月底，公司涉及未决诉讼金额合计为 6.07 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司已审批的对外担保额度为 52.80 亿元，占当期净资产的 61.35%，实际对外担保余额为 1.58 亿元，占当期净资产的 1.84%；被担保对象主要为对流通领域行业小微客户，公司存在或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1044030400408650I），截至 2019 年 9 月 6 日，公司本部不存在未结清不良信贷信息记录。公司已结清信贷记录中包括 2 笔合计 1.80 亿元人民币的关注类流动资金贷款，根据国家开发银行深圳市分行于 2017 年 6 月 19 日出具的《关于怡亚通贷款质量分类说明》，人行银行企业征信系统显示怡亚通的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；1 笔 1,582.28 万港元关注类流动资金贷款和 4 笔（包括 850.93 万美元和 1,582.28 万港元）关注类贸易融资贷款，根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2 笔共 107.89 万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

总体看，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司股东背景、资产与收入规模、供应链行业前景等因素，公司整体偿债能力很强。

## 7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 265.97 亿元；其中流动资产 182.59 亿元，主要为货币资

金（43.77 亿元）、应收账款（49.88 亿元）和其他应收款（67.13 亿元）；非流动资产 83.38 亿元，主要为长期股权投资（54.96 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 221.06 亿元，其中流动负债 200.54 亿元，非流动负债 20.52 亿元；流动负债以短期借款（102.04 亿元）和其他应付款（合计）（36.85 亿元）为主；非流动负债以长期借款（6.93 亿元）和应付债券（13 亿元）为主。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 44.92 亿元，其中实收资本 21.23 亿元，资本公积 10.41 亿元，其他综合收益 1.91 亿元，盈余公积 2.38 亿元，未分配利润 9.00 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 164.84 亿元，投资收益 4.31 亿元，利润总额 6.54 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 227.19 亿元和 232.80 亿元，经营活动现金流量净额为-5.61 亿元；公司投资活动现金流量净额 6.18 亿元；公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 287.45 亿元和 295.51 亿元，筹资活动现金流量净额为-8.06 亿元。

总体看，公司本部作为融资主体，经营性业务规模较大，债务负担较重。

## 八、本期公司债券偿还能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 6 月底，公司全部债务总额为 307.09 亿元，本期拟发行债券规模为 2.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行对公司整体债务水平影响不大。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 2.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 79.94%、78.22%和 29.22%，分别较发行前上升 0.09 个百分点、0.11 个百分点和 1.18 个百分点，债务负担进一步加重。

### 2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 21.05 亿元，为本期公司债券发行额度（2.00 亿元）的 10.52 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；2018 年公司经营活动产生的现金流入量 944.48 亿元，为本期公司债券发行额度（2.00 亿元）的 472.24 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度很高。

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，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

根据公司与高新投签署的《担保协议书》和高新投出具的《担保函》，高新投为公司本次发行的期限不超过 3 年，发行规模不超过 12.00 亿元的公司债券提供连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本次债券的本金、利息以及实现债权的费用。担保人承担担保责任的期间为本次债券的存续期及债券到期之日起两年。若本次债券为分期发行，担保人就各期债券承担担保责任的期间分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期之日起两年。债券持有人、主承销商在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除担保责任。



## 2. 担保人信用分析

### (1) 高新投概况

高新投前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系经深圳市人民政府批准，于1994年12月成立的国有控股公司，2011年12月更名为现名，主要经营担保及投资业务。2015年，高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司3家战略投资者，实现从纯国有企业到混合所有制企业的转变。自成立以来，高新投历经数次增资扩股，2018年末股本增至88.52亿元；深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等4家企业间接持有公司68.11%的股权，为高新投实际控制人。高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至2018年底，高新投资产总额205.27亿元，其中货币资金22.03亿元，发放贷款及垫款净额139.46亿元；负债总额87.40亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计4.27亿元；所有者权益117.87亿元；担保责任余额1107.39亿元。2018年，高新投实现营业总收入20.85亿元，其中担保业务收入8.24亿元；净利润11.33亿元。

高新投注册地址：深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦23楼2308房；法定代表人：刘苏华。

### (2) 高新投公司治理与内部控制

高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是高新投的最高权力机构。自成立以来，高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

高新投董事会由11人组成，其中独立董事3人。董事长是高新投的法定代表人，由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。董事会下设战略与预算委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会。近年来，高新投召开多次董事会会议，审议并通过集团及子公司增资、利润分配、设立融资及金融产品事业部等重大议案。

高新投监事会由3人组成，其中包含职工监事1名。高新投监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

高新投经营管理层由8人组成，包括总经理、副总经理、首席合规官和首席风险官等。经营管理层根据董事会授权负责高新投的日常经营管理工作；行使的职权包括主持经营管理工作、组织实施股东会决议和董事会决议、制定年度经营计划和投资方案、拟定基本管理制度和制定具体规章等。高新投下属子公司总经理均由高新投管理层兼任。近年来，高新投经营管理层能够按照《公司章程》及董事会授权开展日常经营管理，落实股东会和董事会的议定事项，履行董事会赋予的职责。

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、发展研究部、企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、法律事务部、信息技术部、审计部、评审会（决策会）秘书处、政府专项资金管理部等职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有

限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金的经营管理工作。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总经理由高新投本部副总经理级别人员兼任，逐步形成一套完整的集团管理架构。高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理制度》《工程保函业务管理制度》《无期限保函业务的指引》《担保项目后期法律手续工作指引》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

总体看，高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

### （3）高新投经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过 8 家子公司分别开展直接融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金业务；高新投本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

#### ①担保业务

高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保；其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为保本基金担保和债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模有所波动；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模有所下降；2018 年，得益于担保的重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）所发行资产支持证券规模较大，高新投担保业务规模恢复增长。截至 2018 年末，高新投担保责任余额为 1107.39 亿元。

表 9 公司担保业务发展情况（单位：亿元）

| 项目       | 2016 年  | 2017 年 | 2018 年  |
|----------|---------|--------|---------|
| 当期担保发生额  | 982.39  | 489.09 | 704.71  |
| 期末担保责任余额 | 1167.05 | 974.22 | 1107.39 |
| 其中：融资性担保 | 781.61  | 621.32 | 730.65  |
| 间接融资担保   | 54.52   | 55.80  | 54.80   |
| 直接融资担保   | 727.09  | 565.52 | 675.85  |
| 非融资性担保   | 385.44  | 352.90 | 376.74  |
| 再担保      | 31.27   | 33.15  | 43.20   |

资料来源：公司提供，联合评级整理

#### 间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投

资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 27 家银行建立合作关系，获得授信额度超过 800 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2018 年底，高新投间接融资担保责任余额 54.80 亿元，占担保责任余额的比重为 4.95%。

### 直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2—3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行金额多集中在 3—5 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级集中在 AA 和 AA 级别，反担保措施多为信用反担保。

2015 年以来，国内资本市场出现剧烈动荡，并经历数次降息，对高新投担保业务特别是债券担保业务造成较大影响。为此，高新投调整担保业务结构，加大保本基金担保业务的发展力度；2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消；加之 2018 年随着资管新规的落地，高新投调整金融产品担保业务结构，业务重心逐步向债券担保业务转移。截至 2018 年末，高新投直接融资担保责任余额 675.85 亿元，占期末总担保责任余额的 61.03%。其中，保本基金担保责任余额 150.38 亿元，较之前年度下降明显；债券担保责任余额 525.47 亿元，较之前年度大幅增长，这主要是蚂蚁小微资产支持证券担保业务规模较大所致。

根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券增信业务纳入融资担保范围，从事债券增信业务需要获得融资担保牌照；而目前高新投本部未有担保牌照。高新投拟通过引入战略投资者的方式，在 2019 年 12 月 31 日前完成对下属子公司深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“融资担保子公司”）的增资工作，以提高融资担保公司的担保额度，从而将金融产品担保增信业务下沉到拥有融资担保牌照的融资担保子公司开展，高新投本部将不再开展融资担保业务。

### 非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2018 年底，高新投非融资担

保责任余额 376.74 亿元，占总担保责任余额的 34.02%；其中工程保证担保责任余额 363.51 亿元，诉讼保全担保责任余额 13.23 元。

总体看，高新投担保业务品种较为丰富，业务结构根据宏观经济环境及市场变化而有所调整。

### ② 创投业务

高新投自 1996 年开始开展创业投资业务，2011 年 6 月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，充分利用立项会讨论机制丰富员工视野，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动性。

高新投创投在业内率先提出并实施“投资与担保联动”机制，聚焦高精尖科技领域，致力于发掘小而美的中小企业，依托“股权+债券+增值服务”的优势为投资企业提供丰富、全面的投后综合服务。在目前的宏观经济形势下，高新投创投优先选择处于成长期的企业进行投资。截至 2018 年末，高新投累计投资项目近 150 个，其中 8 家企业在 A 股、H 股上市，4 家企业并购上市。

总体看，高新投对创投业务较为重视，集团内担保业务资源丰富有助于创投业务渠道拓展，投资项目上市后利润回报率较高，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

### ③ 其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。2018 年，在经济下行、股市行情波动较大等因素的影响下，深圳市政府 2018 年 10 月出台政策，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，降低深圳 A 股上市公司的股权质押风险，改善上市公司的流动性；高新投作为深圳市政府构建风险共济机制的抓手，接收政府提供的共济资金 50.00 亿元发挥纾困效用。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内。近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2018 年末委托贷款净额 130.20 亿元，其中包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元。2018 年以来，受宏观经济下行等因素的影响，部分委托贷款客户的资金流出现问题，导致高新投委托贷款资产质量下行明显。截至 2018 年末，高新投委托贷款余额 131.15 亿元，委托贷款业务的不良贷款率较之前年度明显上升。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2018 年末，高新投小贷的小额贷款余额 7.82 亿元；不良贷款率 3.58%，较之前年度明显上升。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2018 年，高新投典当金额 1.74 亿元，实现典当业务收入 1.28 亿元。

总体看，近年来高新投委托贷款业务规模明显增长，在宏观经济下行的背景下，相关资产质量下行明显，相关信用风险需关注。

#### （4）高新投风险管理分析

近年来，高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法；其中融资类业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，高新投对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

##### ①业务风险管理

##### 项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20% 的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。其中，创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

##### 项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投董事会讨论，并由第一大股东深圳投控做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20% 以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总裁办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总裁兼任，集团副总裁均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任对所有项目具有一票否决权。

##### 项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律事务部。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动

追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投控检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后5个工作日内提交风险项目移交报告，报送高新投研究和决策。

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

### 反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投的反担保措施对担保本金的覆盖率保持在50%以上。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于3,000万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，对于保本基金担保业务进行实际控制人反担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

### ②担保业务组合风险分析

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至2018年底，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为54.80亿元、376.74亿元和675.85亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

### 客户集中度

截至2018年末，高新投前十大担保客户共有7户来自于直接融资担保业务中的保本基金，其余来自债券担保业务；前十大担保客户担保责任余额为148.67亿元，与高新投净资产的比率为126.13%；



单一最大担保客户担保责任余额为 18.00 亿元，与净资产的比率为 15.27%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的可续期公司债券；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 22.00%，较之前年度大幅下降。

截至 2018 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 57.74 亿元和 3.80 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 15.33% 和 6.93%，占比较低，有效分散了代偿风险。

截至 2018 年末，高新投委托贷款业务前十大客户贷款余额为 18.42 亿元，占委托贷款总额的 14.05%。此外，近年来，高新投对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，针对部分客户的风险敞口较大，容易出现信用风险集中爆发的情况，存在一定的客户集中风险。

整体来看，近年来高新投在主营业务的经营上，金融产品的担保增信业务发展较快，随着保本基金的逐渐到期，高新投金融产品担保业务的客户集中风险明显下降。但值得注意的是，在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力有所上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

### 行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构（表 2），重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70% 以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至 2018 年末，高新投融资担保业务责任余额为 730.65 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 75.38%。总体看，高新投融资担保业务行业集中度仍较高。

表 10 融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

| 2016 年末       |       | 2017 年末       |       | 2018 年末       |       |
|---------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|
| 行业            | 占比    | 行业            | 占比    | 行业            | 占比    |
| 制造业(其他制造业)    | 19.12 | 信息技术业         | 19.40 | 信息技术业         | 20.35 |
| 信息技术业         | 14.88 | 制造业（其他制造业）    | 16.49 | 制造业(其他制造业)    | 16.2  |
| 制造业(电子)       | 12.29 | 制造业（电子）       | 15.20 | 制造业(电子)       | 16.1  |
| 制造业(机械、设备、仪表) | 8.51  | 制造业（机械、设备、仪表） | 11.27 | 制造业(机械、设备、仪表) | 15.47 |
| 建筑业           | 6.55  | 批发和零售贸易       | 5.06  | 批发和零售贸易       | 7.26  |
| 合计            | 61.35 | 合计            | 67.41 | 合计            | 75.38 |

数据来源：高新投提供，联合评级整理

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 6 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

### 担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为1年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

表 11 公司担保项目合同期限分布（单位：亿元、%）

| 合同期限        | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 1 年以内（含）    | 9.39    | 15.96   | 38.08   |
| 1 年至 2 年（含） | 37.44   | 26.97   | 12.57   |
| 2 年以上       | 53.18   | 57.07   | 49.35   |
| 合计          | 100.00  | 100.00  | 100.00  |

资料来源：公司提供，联合评级整理

### 担保代偿情况及代偿风险

2015 和 2016 年，受部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模较大，担保代偿项目有所增加，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，但在 2017 年高新投代偿规模明显下降。2018 年以来，由于高新投担保客户主要为中小企业，在宏观经济下行的影响下出现经营困难，高新投代偿规模大幅上升。2016—2018 年，高新投当期代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，当期担保代偿率分别为 0.26%、0.01%和 0.09%，代偿项目主要来自间接融资担保业务和保证担保业务。截至 2018 年末，高新投累计代偿金额为 3.27 亿元，累计担保代偿率为 0.13%。整体看，高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。近年来，高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的供货类保函业务，以控制代偿风险。截至 2018 年末，高新投累计回收代偿金额 1.70 亿元，累计代偿回收率为 52.73%。

整体看，2018 年以来受宏观经济增速放缓等因素的影响，高新投担保代偿规模明显回升，但整体代偿规模不高。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，资产质量下行明显，高新投整体的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

#### （5）高新投财务分析

高新投提供了 2016—2018 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017—2018 年年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。目前高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 8 家。

表 12 公司主要子公司情况（单位：亿元、%）

| 名称                   | 注册资本  | 持股比例   |
|----------------------|-------|--------|
| 深圳市华茂典当行有限公司         | 2.00  | 100.00 |
| 深圳市高新投创业投资有限公司       | 5.00  | 100.00 |
| 深圳市高新投保证担保有限公司       | 30.00 | 100.00 |
| 深圳市高新投融资担保有限公司       | 12.00 | 100.00 |
| 深圳市高新投小额贷款有限公司       | 5.00  | 100.00 |
| 深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司 | 0.10  | 51.00  |

|                      |       |        |
|----------------------|-------|--------|
| 深圳市高新投正选股权投资基金管理有限公司 | 0.10  | 60.00  |
| 高新投（香港）有限公司          | 1 万港元 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

### ①资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。2015 年高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司三家新股东，上述新股东于 2015 年 7 月向高新投增资合计 26.52 亿元，其中计入股本 13.39 亿元，计入资本公积 13.13 亿元。2016 年 5 月，高新投将资本公积转增股本 13.13 亿元，股本增至 48.52 亿元。2017 年 11 月，高新投启动新一轮增资扩股，股东深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）合计对高新投增资 40.00 亿元，其中 24.25 亿元计入注册资本，其余计入资本公积。2018 年 10 月，高新投以资本公积及 15.75 亿元转增注册资本，原股东维持股权比例不变。截至 2018 年末，高新投所有者权益合计 117.87 亿元，其中股本 88.52 亿元，资本公积 0.03 亿元，未分配利润 24.93 亿元。

2018 年以来，高新投负债规模快速上升，主要是由于接收政府提供的共济资金以发挥纾困效用。此外，在宏观经济下行的背景下，高新投股东通过短期借款的方式给予高新投资金方面的支持，增强其抵御风险的能力。截至 2018 年末，高新投负债总额为 87.40 亿元。其中，担保赔偿准备余额 3.72 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 4.88%；短期借款 20.70 亿元，占负债总额的 23.68%，主要为股东提供的资金；长期借款 50.34 亿元，其中 50.00 亿元为深圳市政府提供的共济资金，借款期限采用 3+2 的方式。截至 2018 年末，高新投资产负债率为 42.58%，较 2017 年末大幅提升，但实际的债务负担仍较轻。

总体看，高新投资本实力不断增强，负债规模随着共济资金的到位大幅增长，但高新投实际的资产负债率仍较低，整体财务杠杆水平不高。

### ②资产质量

近年来，在共济资金、股东借款等负债规模的推动下，高新投资产规模快速增长；从资产结构来看，货币资金、委托贷款及投资资产在资产总额中的占比较高。截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元。

表 13 公司资产结构（单位：亿元、%）

| 项目        | 2016 年末 |       | 2017 年末 |        | 2018 年末 |       |
|-----------|---------|-------|---------|--------|---------|-------|
|           | 金额      | 占比    | 金额      | 占比     | 金额      | 占比    |
| 货币资金      | 10.38   | 13.15 | 30.14   | 22.37  | 22.03   | 10.73 |
| 发放贷款及垫款净额 | 57.13   | 72.33 | 90.73   | 67.36  | 139.46  | 67.94 |
| 其中：委托贷款净额 | 52.61   | 66.61 | 82.34   | 61.13  | 130.2   | 63.89 |
| 投资资产      | 5.12    | 6.49  | 7.86    | 5.83   | 37.02   | 18.03 |
| 其他类资产     | 6.35    | 8.04  | 5.97    | 4.43   | 6.76    | 3.29  |
| 其中：应收代偿款  | 2.43    | 3.07  | 2.15    | 1.60   | 2.26    | 1.1   |
| 合计        | 78.99   | 100   | 134.70  | 100.00 | 205.27  | 100   |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年末投资资产中包含了其他流动资产项下的理财产品投资

2018 年以来，高新投将部分共济资金已通过委托贷款的方式进行投放，剩余未来得及投放的资金暂时购买了短期理财产品，因此导致年末投资资产规模大幅上升。截至 2018 年末，高新投投

净资产 37.02 亿元，占资产总额的 18.03%；其中，可供出售金融资产余额为 6.44 亿元，均为权益投资；理财产品投资规模 29.30 亿元，其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长。截至 2018 年末，高新投发放贷款和垫款净额 139.46 亿元，占资产总额的 67.94%；其中，委托贷款净额 130.20 亿元，包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元；其余主要为发放的小额贷款。截至 2018 年末，高新投针对发放贷款及垫款共计提 1.16 亿元减值准备，委托贷款的不良贷款率较高，小额贷款业务的不良贷款率为 3.58%，资产质量明显下行，相关信用风险需关注。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2018 年末，高新投其他类资产余额 6.76 亿元，占资产总额的 3.29%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产净额分别为 2.26 亿元、1.82 亿元和 1.17 亿元。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，资产质量面临下行压力，相关信用风险需关注。

### ③盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2018 年，高新投实现担保业务收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.52%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 48.60%和 37.22%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2018 年高新投实现资金管理业务收入 8.25 亿元，占营业总收入的 39.56%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 56.84%，其余为小贷利息收入、典当业务收入和理财产品利息收入。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2018 年实现投资收益 0.58 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

表 14 公司收益指标（单位：亿元、%）

| 项目        | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 11.01  | 15.05  | 20.85  |
| 其中：担保业务收入 | 5.24   | 7.28   | 8.24   |
| 资金管理业务收入  | 3.68   | 5.32   | 8.25   |
| 咨询服务收入    | 1.49   | 2.04   | 3.51   |
| 营业总成本     | 3.21   | 4.82   | 6.23   |
| 其中：营业成本   | 2.63   | 3.29   | 4.49   |
| 税金及附加     | 0.23   | 0.14   | 0.19   |
| 管理费用      | 0.31   | 0.44   | 0.49   |
| 财务费用      | -0.11  | 0.67   | 0.63   |
| 资产减值损失    | 0.14   | 0.27   | 0.43   |
| 加：投资收益    | 1.72   | 0.87   | 0.58   |
| 净利润       | 7.09   | 8.35   | 11.33  |
| 平均资产收益率   | 8.8    | 7.81   | 6.67   |
| 平均净资产收益率  | 10.94  | 12.24  | 9.86   |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

注：2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随

随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2018 年，高新投营业总成本 6.23 亿元；其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 0.43 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2018 年，高新投实现净利润 11.33 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.67% 和 9.86%，盈利水平有所下降，但仍处于较好水平。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利指标有所下降。值得注意的是，在宏观经济下行的影响下，高新投委托贷款资产质量下行明显，加之代偿规模有所上升，或面临持续计提资产减值损失的压力，对盈利能力可能产生一定负面影响。

#### ④ 资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合评级在评估高新投可用于担保业务代偿的净资产时，考虑了高新投的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额为负且整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额持续上升所致；投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金以及接收政府提供的共济资金。总体看，高新投现金流较宽松。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目            | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -6.16  | -21.72 | -66.19 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0.57   | -0.26  | -1.16  |
| 筹资活动产生的现金净流量  | -4.77  | 41.75  | 59.24  |
| 现金及现金等价物净增加额  | -10.35 | 19.75  | -8.10  |
| 期末现金及现金等价物余额  | 10.38  | 30.14  | 22.03  |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2018 年以来，高新投净资产规模有所下降，主要是委托贷款规模增幅较大所致。根据高新投财务报表估算，2018 年末高新投净资产为 67.62 亿元，净资产比率为 57.37%。2018 年，高新投担保业务快速增长，担保责任余额恢复增长，净资产担保倍数和净资产担保倍数有所上升，2018 年末以上两项指标分别为 9.40 倍和 16.38 倍。

表 16 资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

| 项目      | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 担保责任余额  | 1167.05 | 974.22  | 1107.39 |
| 净资产     | 65.59   | 111.96  | 117.87  |
| 净资产     | 39.95   | 72.78   | 67.62   |
| 净资产担保倍数 | 17.79   | 8.70    | 9.40    |
| 净资产担保倍数 | 29.21   | 13.27   | 16.38   |
| 净资产比率   | 60.90   | 65.55   | 57.37   |
| 净资产覆盖率  | 109.01  | 169.28  | 91.01   |

资料来源：公司审计报告及其他资料，联合评级整理

联合评级根据高新投的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素,对担保业务风险进行综合评估,估算高新投在目标评级下的担保业务组合风险价值,并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2018 年末,高新投净资本覆盖率为 91.01%,净资本覆盖率较上年末明显下降,未来随着通过引入战略投资者对融资担保子公司增资事项的完成,高新投资本实力将有所增强,净资本覆盖率水平或有所改善。

### 3. 担保效果评价

以截至 2018 年底财务数据测算,高新投资资产总额 205.27 亿元,净资产达 117.87 亿元,分别为本期债券发行额度(2.00 亿元)的 102.64 倍和 58.94 倍,对本期债券的保障程度高,其担保对本期债务的信用水平具有显著的提升作用。

## 十、综合评价

公司作为国内从事供应链管理业务的上市公司之一,已形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式。近年来,公司营业收入持续增长,通过不断优化业务模式,经营活动现金流状况持续改善。同时,联合评级也关注到公司业务行业集中度很高,大额应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定减值风险,整体债务负担重且短期偿债压力较大,资产受限比例高,期间费用对利润侵蚀较重以及存在或有负债风险等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

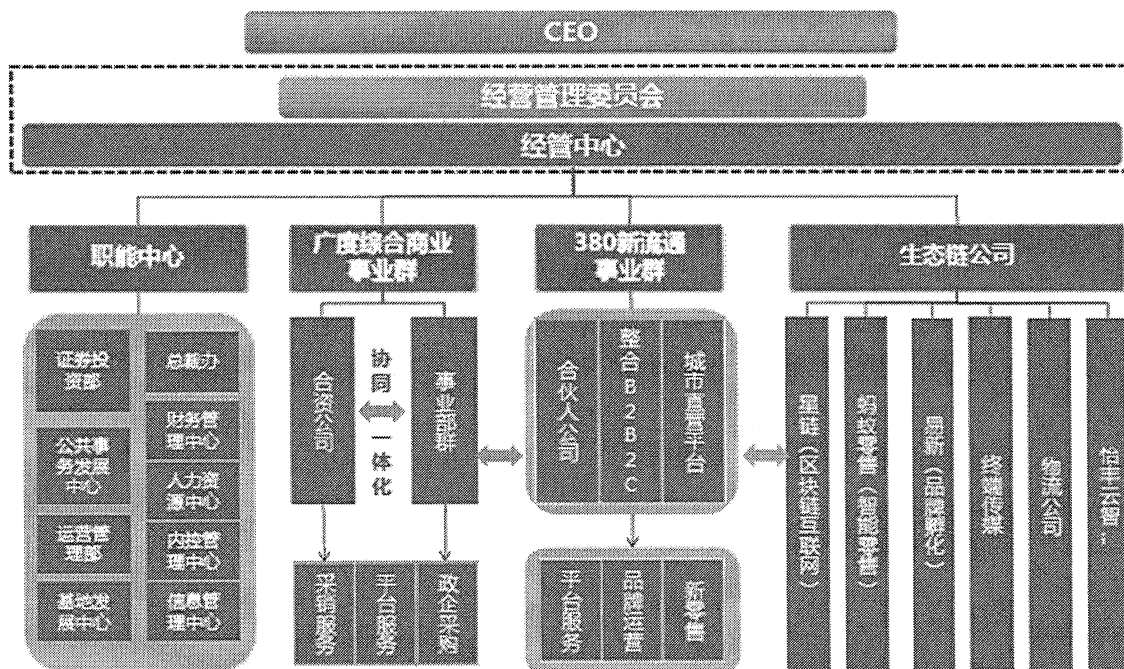
2018 年,公司控股股东由深圳市怡亚通投资控股有限公司(以下简称“怡亚通控股”)变更为深圳市投资控股有限公司(以下简称“深圳投控”),实际控制人由自然人周国辉变更为深圳市国有资产监督管理委员会(以下简称“深圳市国资委”)。深圳投控成为控股股东后,对公司的支持将逐步落地,未来有望进一步优化公司经营模式及发展战略,公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由深圳市高新投集团有限公司(以下简称“高新投”)提供连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司,现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业,近年来,高新投股东支持力度大,资本充足。高新投对本期债券的担保显著提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险极低。



# 附件 1 截至 2019 年 6 月底深圳市怡亚通供应链股份有限公司 组织机构图



## 附件 2 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

### 相关财务指标

| 项目                | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 6 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元)         | 423.82 | 472.62 | 433.92 | 426.96     |
| 所有者权益 (亿元)        | 77.82  | 86.52  | 86.35  | 86.07      |
| 短期债务 (亿元)         | 277.80 | 316.25 | 288.66 | 273.56     |
| 长期债务 (亿元)         | 27.38  | 31.27  | 24.61  | 33.53      |
| 全部债务 (亿元)         | 305.17 | 347.52 | 313.27 | 307.09     |
| 营业收入 (亿元)         | 582.91 | 685.15 | 700.72 | 304.44     |
| 净利润 (亿元)          | 5.35   | 5.85   | 1.58   | 0.66       |
| EBITDA (亿元)       | 16.94  | 23.50  | 21.05  | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)      | -41.47 | 0.41   | 16.37  | 13.99      |
| 应收账款周转次数 (次)      | 5.70   | 5.42   | 5.31   | --         |
| 存货周转次数 (次)        | 7.97   | 7.05   | 7.03   | --         |
| 总资产周转次数 (次)       | 1.55   | 1.53   | 1.55   | 0.71       |
| 现金收入比率 (%)        | 107.51 | 111.30 | 118.33 | 113.17     |
| 总资本收益率 (%)        | 4.22   | 4.76   | 4.32   | --         |
| 总资产报酬率 (%)        | 4.11   | 4.74   | 4.07   | --         |
| 净资产收益率 (%)        | 7.43   | 7.12   | 1.83   | 0.77       |
| 营业利润率 (%)         | 7.05   | 7.01   | 6.99   | 7.15       |
| 费用收入比 (%)         | 5.99   | 5.59   | 6.65   | 6.86       |
| 资产负债率 (%)         | 81.64  | 81.69  | 80.10  | 79.84      |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 79.68  | 80.07  | 78.39  | 78.11      |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 26.02  | 26.55  | 22.18  | 28.03      |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 1.92   | 1.73   | 1.27   | --         |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.06   | 0.07   | 0.07   | --         |
| 流动比率 (倍)          | 1.07   | 1.07   | 1.07   | 1.12       |
| 速动比率 (倍)          | 0.83   | 0.78   | 0.81   | 0.85       |
| 现金短期债务比 (倍)       | 0.32   | 0.32   | 0.30   | 0.31       |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | -13.10 | 0.12   | 5.10   | 4.59       |
| EBITDA/本期发债额度 (倍) | 8.47   | 11.75  | 10.52  | --         |

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. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2019 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债、其他应付款中相关项目已调整至短期债务及相关指标核算

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                        |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                             |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                             |
| 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%                                                                    |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                             |
| 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-税金及附加) / 营业收入×100%                                                               |
| 费用收入比             | (管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%                                                                |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                             |
| 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%                                                                             |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 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                                                                            |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 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)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                             |
| 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。

## 联合信用评级有限公司关于 深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳市怡亚通供应链股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市怡亚通供应链股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳市怡亚通供应链股份有限公司的相关状况，如发现深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳市怡亚通供应链股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳市怡亚通供应链股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳市怡亚通供应链股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年十一月二十九日





# 营业执照

统一社会信用代码 (副本) 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司  
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)  
 住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508  
 法定代表人 万华伟  
 注册资本 叁仟万元人民币  
 成立日期 二〇〇二年五月十日  
 营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

仅限评级业务使用  
 复印无效

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关

2018 年 07 月 09 日



每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录





中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：万华伟  
注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508  
编号：ZPJ005

仅限评级业务使用  
复印无效

中国证券监督管理委员会(公章)  
2018年8月29日



# 中国证券业执业证书

## 执业注册记录

2015-12-04 联合信用评级有限公司 证券投资咨询业务(其他) R0040215120003



姓名: 侯珍珍

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215120003

证书取得日期 2015-12-04 证书有效截止日期 2019-12-31



仅限评级业务使用  
复印无效

2018年03月13日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2018-11-28



姓名: 李彤

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218110005



仅限评级业务使用  
复印无效



2019年02月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。