



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

深圳市怡亚通供应链股份有限公司 主体与相关债项2020年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】019 号

大公国际资信评估有限公司通过对深圳市怡亚通供应链股份有限公司及“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”的信用状况进行跟踪评级，确定深圳市怡亚通供应链股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年六月五日





评定等级

主体信用

跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定
上次评级结果	AA	评级展望	稳定

债项信用

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
18 怡亚 01	5.00	3(2+1)	AAA	AAA	2019.06
18 怡亚 02	5.00	3	AAA	AAA	2019.06
19 怡亚 01	2.00	3	AAA	AAA	2019.11

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2020.3	2019	2018	2017
总资产	433.19	419.01	432.89	472.62
所有者权益	84.87	84.25	85.32	86.52
总有息债务	313.51	298.28	309.41	342.36
营业收入	137.92	718.34	696.92	680.59
净利润	0.14	0.19	1.58	5.85
经营性净现金流	1.30	26.14	16.37	0.41
毛利率	5.79	5.65	6.87	6.91
总资产报酬率	1.04	4.23	4.26	4.49
资产负债率	80.41	79.89	80.29	81.69
债务资本比率	78.70	77.98	78.39	79.83
EBITDA 利息保障 倍数 (倍)	-	1.13	1.27	1.73
经营性净现金流 /总负债	0.38	7.66	4.46	0.11

注: 公司提供了 2019 年及 2020 年 1~3 月财务报表, 大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2019 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。由于会计政策变更, 公司 2018 年及 2019 年审计报告分别对 2017 年及 2018 年财务数据进行了追溯调整, 本报告 2017 年及 2018 年财务数据分别采用 2018 年及 2019 年审计报告追溯调整的数据。公司 2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 崔爱巧

评级小组成员: 康雅琪 曹媛

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

深圳市怡亚通供应链股份有限公司(以下简称“怡亚通”或“公司”)主要从事全程供应链服务业务。跟踪期内深圳市供应链产业仍具有较好发展前景, 公司 380 新流通服务平台仍具有一定竞争优势, 2019 年, 公司经营性净现金流规模增长, 对利息和债务的保障程度有所增强, 但公司毛利率水平进一步降低, 期间费用仍严重侵蚀利润, 利润对投资收益依赖较重, 同时公司业务模式在经营过程中对资金形成一定占用, 受限资产占比仍较大, 短期债务规模大且较为集中, 存在较大短期偿付压力。深圳市高新投集团有限公司(以下简称“深圳高新投”)为“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”提供的连带责任保证担保, 仍具有很强的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 我国供应链管理行业服务市场潜力较大, 深圳市供应链管理产业集群效应仍显著, 政策扶持推动行业迅速发展;
- 公司 380 新流通服务平台业务范围已覆盖全国 320 个城市, 延伸至五、六线城市, 仍具有一定竞争优势, 广度综合商业服务平台对营业收入贡献增加, 2019 年营业收入保持小幅增长;
- 2019 年, 公司经营性净现金流保持增长, 对利息和债务的保障程度有所增强;
- 深圳高新投为“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”提供的连带责任保证担保, 仍具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 2019 年以来, 公司毛利润空间收窄且期间费用仍严重侵蚀利润, 非经常性损益对利润影响很大, 整体盈利能力弱化;
- 公司业务模式在经营过程中对资金形成一定占用, 同时广度综合商业服务平台业务涉及较多外币结算, 存在一定汇兑风险;



- 2020 年 3 月末，公司受限资产规模仍较大，超过净资产规模，对资产流动性造成不利影响；
- 2020 年 3 月末，公司资产负债率仍较高，短期有息债务规模大，占总息债务比重高，债务期限结构不合理，短期偿付压力大。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《贸易企业信用评级方法》，版本号为 PF-MY-2020-V. 2. 1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	4.84
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	3.00
（三）区域环境	6.50
要素二：财富创造能力（58%）	5.16
（一）产品与服务竞争力	5.11
（二）盈利能力	5.25
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	3.00
（一）债务结构	1.08
（二）流动性偿债来源	3.71
（三）清偿性偿债来源	1.00
调整项	0.05
主体信用等级	AA

注：大对对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	18 怡亚 01	AAA	2019/06/17	肖尧、崔爱巧、康雅琪	大公贸易企业信用评级方法	点击阅读全文
	18 怡亚 02	AAA				
AA/稳定	19 怡亚 01	AAA	2019/11/29	崔爱巧、康雅琪	贸易企业信用评级方法 (PF-MY-2019-V. 2)	点击阅读全文
AA/稳定	18 怡亚 01	AAA	2018/11/8	肖尧、崔爱巧、白傲雪	大公贸易企业信用评级方法	点击阅读全文
	18 怡亚 02	AAA				



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的怡亚通存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
18 怡亚 01	5.00	5.00	2018/12/11 ~ 2021/12/11	用于补充流动资金	已按募集资金要求使用
18 怡亚 02	5.00	5.00	2018/12/11 ~ 2021/12/11	用于补充流动资金	已按募集资金要求使用
19 怡亚 01	2.00	2.00	2019/12/23 ~ 2022/12/23	用于补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

（一）主体概况

公司前身为深圳市怡亚通商贸有限公司（以下简称“怡亚通商贸”），成立于 1997 年 11 月，后于 2004 年 2 月经深圳市人民政府批文，将怡亚通商贸整体改制为股份有限公司。2007 年 11 月，公司在深圳证券交易所上市交易（股票代码：002183.SZ），控股股东深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）持股比例为 49.52%，周国辉通过怡亚通控股和西藏联合精英科技有限公司（前身为“深圳市联合精英科技有限公司”，以下简称“联合精英”）间接持有公司 56.40% 的股份，为公司实际控制人。2018 年 5 月 15 日和 2018 年 9 月 10 日，怡亚通控股与深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）签署了《股份转让协议书》，协议约定的股份交割已于 2018 年 10 月 19 日办理完毕，股份转让完成后，深圳投控持有公司 388,453,701 股股份（占公司股份总数的 18.30%），成为公司的第一大股东；怡亚通控股持有公司 378,979,799 股股份（占公司股份总数的 17.85%）。2018 年 12 月 28 日，公司发布《关于重大事项进展情况暨股票复牌的公告》（以下简称“复牌公告”），怡亚通控股于 2018 年 12 月 27 日出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“《承诺函》”）。根据《承诺函》，自《承诺函》出具之日起，怡亚通控股持有的公司股份数不低于 212,269,782 股时，继续保持无条件且不可撤销地放弃 212,269,782 股股份（公司股份总数的 10%）对应的表决权，亦不委托任何其他方行使该等股份的表决权，



怡亚通控股持有公司表决权比例将由 17.85%下降至 7.85%。公司于 2018 年 12 月 28 日收到了深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》，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。

截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 21.23 亿元，注册地址为深圳市宝安区新安街道，法定代表人为周国辉；深圳投控持有公司股份的 18.30%，为公司第一大股东，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；公司纳入合并报表范围内的主体共 547 家，较 2019 年末增加 2 家，减少 2 家，较 2018 年末减少 43 家，增加 18 家，其中二级子公司共 36 家，三级及以上子公司共 511 家。截至 2020 年 4 月 3 日，怡亚通控股持有公司股份数为 378,979,799 股，累计质押股份 260,305,000 股，占其所持公司股份的 68.69%，占公司总股本的 12.26%。

（二）公司治理结构

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》等相关法律、法规和上市公司规范性文件的要求，不断完善公司法人治理结构，健全内部控制体系。公司依法设立股东大会、董事会、监事会及下属各专业委员会、管理层等决策、监督和经营管理机构。股东大会是公司的权力机构，董事会是公司的经营决策机构，由 7 名董事组成，其中董事长 1 名，副董事长 1 名、非执行董事 1 名、独立董事 4 名，公司实行董事会领导下的总经理负责制。根据业务发展需要，设立了总裁办公室、人力资源中心、经营管理中心、财务管理中心、内控管理中心、证券与投资中心、信息管理中心等职能部门。公司建立了较完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，构建了分级管理、权责分明、授权严密的公司治理结构，确保了公司经营工作有序、高效地运行。

（三）征信信息

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》，截至 2020 年 4 月 28 日，公司已结清信贷中存在 34 笔垫款，结清时间为 2009 年 9 月；7 笔最近一次在 2017 年 10 月结清的“关注类”短期借款和 2 笔“关注类”票据贴现，主要是银行内部业务流程操作等原因造成。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具到期均正常还本付息，未到期已到付息日的均正常付息。



偿债环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，经济中长期高质量发展走势不会改变；我国供应链管理服务市场潜力较大，政府政策扶持助力行业发展；深圳市经济发展水平继续保持增长，为公司发展提供较好外部环境。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受疫情影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活



力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度¹，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

（二）行业环境

我国供应链管理行业处于发展的初级阶段，服务市场潜力较大，政府政策扶持推动供应链管理行业的迅速发展。

我国供应链管理行业仍处于初级发展阶段，中国企业整体供应链管理水平还比较落后，且大部分中国企业的供应链管理实践仍仅停留在自营物流和第三方物流阶段，真正应用供应链管理理念的企业和从事供应链管理的服务商都相对较

¹ 资料来源：财政部



少。目前，供应链管理服务应用较为广泛的是电子信息行业和快速消费品行业，电子信息行业因其技术更新快、用户需求和偏好转移频繁，产品升级和技术进步所带来的工艺复杂性增强导致生产供给流程的复杂程度也日益增加，而快速消费品行业因其产品种类繁多，与民众生活关联度极为密切以及市场竞争较为激烈等因素，使得电子信息 and 快速消费品行业成为国内供应链管理服务市场需求最大、发展最快的两个行业。

行业政策方面，2018 年国民经济行业分类明确了供应链管理服务单列统计类别，商业服务业-7224-供应链管理服务，此举对供应链管理服务业持续、健康、有序发展具有重要意义。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。此外，商务部、财政部同年联合发布《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》（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。

供应链管理服务商需要对所服务领域的整条供应链上的企业生态及行业发展动态有准确的理解，从而为行业内企业提供供应链管理解决方案并能够有效控制风险，由于不同行业的供应链特征差异较大，导致目前大多数供应链管理服务商均是集中服务于一个或少数几个行业，鲜有供应链管理服务商同时服务众多领域。供应链管理行业市场潜力较大，但相对分散。根据前瞻产业研究院预测，2020 年我国供应链市场规模将达到 3.1 万亿美元。

我国经济仍处于高质量发展阶段，为供应链管理行业的快速发展提供较好的宏观环境。根据《2019 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019 年社会消费品零售总额 41.16 万亿元，同比增长 8.00%。按经营地统计，城镇消费品零售额 35.13 万亿元，增幅 7.90%；乡村消费品零售额 6.03 亿元，增幅 9.00%。按消费类型统计，商品零售额 36.49 万亿元，增幅 7.90%；餐饮收入额 4.67 万亿元，增幅 9.40%。在限额以上单位商品零售额中，粮油、食品类零售额同比增长 10.20%，饮料类增长 10.40%，烟酒类增长 7.40%，服装、鞋帽、针纺织品类



增长 2.90%，化妆品类增长 12.60%，金银珠宝类增长 0.40%，日用品类增长 13.90%，家用电器和音像器材类增长 5.60%，中西药品类增长 9.00%，文化办公用品类增长 3.30%，家具类增长 5.10%，通讯器材类增长 8.50%，建筑及装潢材料类增长 2.80%，石油及制品类增长 1.20%，汽车类下降 0.80%。全年实物商品网上零售额 8.52 万亿元，同比增长 19.50%，占社会消费品零售总额的比重为 20.70%，同比提高 2.3 个百分点。此外，进出口贸易规模的持续增长也为物流及供应链管理服务提供了一定业务基础，2019 年全国货物进出口总额 31.55 万亿元，比上年增长 3.40%，其中出口 17.23 万亿元，增幅 5.00%；进口 14.32 万亿元，增幅 1.60%；货物进出口顺差 2.92 万亿元，比上年增加 0.59 万亿元。

总体看，随着更多的跨国公司业务转向中国市场，甚至是发展重心的转移，以及国内企业为降低非核心业务成本和增强核心竞争力，趋于寻求供应链管理外包服务，未来供应链管理需求有望进一步提高；同时，当前中央政府各级部门积极研究促进供应链服务行业快速发展的相关政策和管理规范，也将成为推动行业快速发展的重要力量。

（三）区域环境

深圳市经济发展水平继续保持快速增长态势，为公司发展提供较好外部环境；物流行业政策扶持力度大，物流业产业集群效应显著。

深圳市位于广东省南部，与香港毗邻，地理位置优越，是中国华南沿海重要的交通枢纽，海陆空运输发达，是国务院定位的全国性经济中心和国际化城市。深圳市总面积 2,100 平方公里，下辖六个行政区、两个功能新区和一个保税港区。深圳市自设立特区以来，利用政策优势和地缘优势迅速发展成为中国最发达的地区之一，已形成了金融、物流和文化等优势产业，培育了电子信息技术、软件、通信设备、生物医药和新材料等高新技术产业，并保持了高速发展势头。2019 年，深圳市经济继续保持快速发展态势，地区生产总值为 26,927.09 亿元，同比增长 6.70%，其中第三产业增加值 16,406.06 亿元，同比增长 8.10%，占同期生产总值的 60.90%，占比进一步提升。同期，深圳市社会消费品零售总额 6,582.85 亿元，同比增长 6.70%，其中，批发和零售业 5,754.74 亿元，增长 6.10%；住宿和餐饮业 828.11 亿元，增长 11.20%；主要商品零售额中，家用电器和音像器材类增长 15.60%，通讯器材类增长 15.30%，烟酒类增长 5.90%，日用品类增长 4.30%；通过互联网实现的商品零售额增长 41.4%。进出口贸易方面，2019 年，深圳市进出口总额约 2.98 万亿元，同比下降 0.60%，其中出口总额 1.67 万亿元，同比增长 2.70%；进口总额 1.31 万亿元，同比下降 4.70%。

深圳市地理位置优越，发展供应链管理行业的比较优势相对突出，早在 2000 年就率先提出了将现代物流业作为城市支柱产业的发展目标并在产业政策上给



予了大力扶持，这使得深圳已成为国内供应链管理产业发展最快的地区。同时，深圳市物流行业运行效率领先全国，物流运营效率接近中等发达国家水平，2016 年 12 月，《深圳市现代物流业发展“十三五”规划》明确提出，至 2020 年，现代物流业在全市国民经济中的支柱产业地位进一步巩固、物流效益进一步提升、物流企业国际竞争力进一步增强，现代物流业增加值要达到 2,760 亿元，物流业增加值占全市 GDP 的比重力争达到 10.60%，力争培育 1 家及以上深圳物流企业进入世界 500 强。

综合来看，深圳市地理位置优越，经济高度发达，高新技术、金融和现代物流等产业实力雄厚，政府对物流行业政策扶持力度大，物流企业众多，产业集群效应显著，为公司发展提供较好外部环境。

财富创造能力

公司主营业务是为客户提供全程供应链服务，2019 年，380 新流通服务平台和广度综合商业服务平台仍是公司收入和利润的主要来源；宇商金控平台业务规模继续收缩；公司营业收入保持小幅增长，毛利润有所下降。2020 年 1~3 月，公司收入和毛利润同比均有所降低。

公司主营业务是为客户提供全程供应链服务，具体包括代理进口采购、国内消费品流通分销、产业链延伸采购、小贷业务等，采取平台化运营管理，具体分为 380 新流通服务平台、广度综合商业服务平台、宇商金控平台和物流平台等。2019 年，广度综合商业服务平台和 380 新流通服务平台分别为公司收入和利润的主要来源；当期营业收入保持小幅增长；毛利润同比下降 15.49%；毛利率同比下降 1.22 个百分点。

分平台看，2019 年 380 新流通服务平台营业收入和毛利润均有所下降，降幅分别为 19.58%和 18.08%，毛利率保持小幅增长，同比提高 0.15 个百分点，主要由于公司持续控制资金占用大且盈利能力弱的项目规模；广度综合商业服务平台营业收入和毛利润同比均有所增长，增幅分别为 35.50%和 4.31%，毛利率同比下降 0.89 个百分点，主要是母婴类产品收入规模快速增长，但其利润空间对比于 IT、通讯类产品相对较小，导致毛利率水平降低。同期，宇商金控平台业务收入和毛利润同比均大幅下降，降幅均超过 47%，毛利率水平亦同比下降 2.84 个百分点，主要是在国家去金融杠杆背景下，公司持续收缩供应链金融业务规模，同时小额贷款业务资金成本大幅上升所致；物流平台业务规模仍较小，对收入及利润贡献有限。

**表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况(单位:亿元、%)**

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入 ²	138.26	100.00	720.25	100.00	700.72	100.00	685.15	100.00
营业收入	137.92	99.75	718.34	99.73	696.92	99.46	680.59	99.33
380 平台	65.68	47.50	327.12	45.42	406.79	58.05	401.20	58.56
广度平台	72.01	52.08	384.47	53.38	283.74	40.49	273.60	39.93
宇商金控平台 ³	0.36	0.26	2.05	0.29	3.92	0.56	5.51	0.80
物流平台	1.57	1.14	8.06	1.12	7.72	1.10	5.40	0.79
其他平台	0.53	0.38	3.56	0.49	4.26	0.61	7.05	1.03
平台间关联交易	-1.89	-1.37	-5.01	-0.70	-5.70	-0.81	-7.61	-1.11
毛利润	8.01	100.00	40.66	100.00	48.11	100.00	47.36	100.00
380 平台	4.70	58.68	26.42	64.99	32.25	67.04	31.07	65.59
广度平台	2.92	36.45	11.53	28.36	11.05	22.98	10.27	21.70
宇商金控平台	0.21	2.62	1.01	2.49	2.04	4.24	3.43	7.24
物流平台	0.17	2.12	1.13	2.79	1.37	2.84	0.99	2.10
其他平台	0.01	0.12	0.56	1.37	1.40	2.90	1.60	3.37
毛利率		5.79		5.65		6.87		6.91
380 平台		7.15		8.08		7.93		7.74
广度平台		4.06		3.00		3.90		3.76
宇商金控平台		56.30		49.22		52.07		62.19
物流平台		10.95		14.08		17.69		18.39
其他平台		1.71		15.65		32.72		22.63

数据来源: 根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月, 公司实现营业总收入 138.26 亿元, 同比下降 12.53%, 主要因疫情影响, 下游分销压力加大, 380 新流通服务平台收入规模同比降低 31.20%; 毛利润 8.01 亿元, 同比下降 20.06%; 毛利率同比下降 0.55 个百分点, 主要由于毛利率较低的广度综合商业服务平台业务收入占比提高。预计未来短期内, 公司将继续受宏观经济增速放缓, 加之其自身业务规模收缩影响, 面临一定经营压力。

(一) 380 新流通服务平台

380 新流通服务平台通过整合、收购地方经销商并设立合资公司的方式延展业务范围, 已覆盖全国 320 个城市, 2019 年以来, 平台业务规模有所收缩; 快速消费品行业仍是平台的主要收入来源, 集中度仍较高, 易受行业景气度影响; 公司需要买断上游品牌商一定的货物以满足客户临时采购需求, 并给予下游客户一定账期, 业务模式仍形成一定资金占用。

380 新流通服务平台又称为流通消费型供应链服务, 该平台收入仍主要来自

² 营业总收入=主营业务收入+其他业务收入+利息收入。

³ 营业收入中包含利息收入, 营业成本中包含利息支出。



于快速消费品和家电行业的分销，二者合计占比仍处于 98% 以上。快速消费品包含酒饮、母婴、日化和食品，2019 年，各品类分销收入同比均有所下滑，降幅分别在 13%~25% 之间；家电行业分销收入亦同比下降 21.30%。2020 年 1~3 月，快速消费品分销收入同比下降 32.32%；家电分销收入同比下降 24.41%，收入结构保持稳定。

表 3 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司 380 新流通服务平台业务营业收入分布情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
快速消费品	51.03	77.69	249.77	76.35	310.16	76.25	331.90	82.73
其中：酒饮	13.24	20.16	76.83	23.49	97.16	23.89	98.76	24.62
母婴	12.86	19.58	52.18	15.94	63.71	15.66	65.88	16.42
日化	12.64	19.24	62.28	19.04	71.96	17.69	79.17	19.73
食品	12.29	18.71	58.48	17.88	77.33	19.01	88.09	21.96
家电	13.66	20.80	71.07	21.73	90.31	22.20	65.94	16.44
医疗	0.69	1.05	4.26	1.30	3.57	0.88	0.66	0.16
其他	0.30	0.46	2.02	0.62	2.74	0.67	2.70	0.67
合计	65.68	100.00	327.12	100.00	406.79	100.00	401.20	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

近年来，公司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。具体经营模式为，公司与上游品牌商签署相关经销协议，获得产品经销权，在特定区域或渠道经销品牌商的产品；公司按协定价格向供应商提货，并根据下游终端门店的指令和销售计划进行供货，将货物销售给大卖场（KA）、中型超市（BC）、药店、母婴店、批发商等终端门店。在服务过程中，公司根据终端门店的分布情况，通过其分销子公司布局仓储和物流，保证及时有效的供货。目前，380 新流通服务平台业务服务网络达到 320 个城市，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行业内领先水平。

**表 4 公司 380 新流通服务平台业务上下游主要合作品牌及销售终端情况**

项目	行业	合作品牌
上游	母婴行业	美素佳儿、惠氏、美赞臣、雀巢、蒙牛、伊利、诺优能等
	酒饮行业	茅台、五粮液、红牛、加多宝、泸州老窖、红花郎等
	日化行业	欧莱雅、宝洁、联合利华、曼秀雷敦、高露洁等
	食品行业	雀巢、卡夫、中粮、益海嘉里、玛氏等
	家电行业	格力、美的等
下游	KA 全国性大型卖场	沃尔玛、山姆、麦德龙、吉之岛等
	地方性卖场（中型超市）	大润发、银座、天虹、红旗连锁超市等
	其他	母婴店、药店、批发零售店、电商等

数据来源：根据公司提供资料整理

盈利模式方面，公司 380 新流通服务平台的盈利直接体现为货物的买卖差价。平台主要提供物流配送、仓储、信息管理、渠道开发维护等分销服务，在上游供应商的指导价格范围内将产品分销至下游终端，公司买入商品和销售商品的价格实质上由上下游及公司三方共同确定，买卖差价与公司销售价格的比例相对稳定，因此，本质上公司商品卖出价与买入价之差额为公司提供分销服务的服务费，公司以买卖差价的形式分享了供应商降低的代理成本和分销成本。在这种业务模式中，公司与上游品牌商及下游终端客户均签署买卖合同，商品买卖为买断和卖断形式。公司对 KA 全国性大型卖场议价能力小，对小商超议价能力强，大型卖场类终端占比约 30%，账期约为 90 至 120 天；传统中小型超市类终端占比约为 30%，账期约为 30 天；批发采购类终端占比约为 10%，以现金方式结算；电商类终端占比 10%，账期约为 30 至 60 天；母婴店类终端占比约 10%，账期 15 至 30 天。由于需要买断上游品牌商一定的货物以满足客户临时采购需求，并给予下游客户一定账期，因此 380 新流通服务平台业务对公司资金形成一定占用。

表 5 2017~2019 年末及 2020 年 1~3 月末公司 380 新流通服务平台公司数量（单位：个）

区域	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
中南区	96	96	108	111
华北区	85	85	86	86
华东区	140	139	141	133
西北区	55	55	61	62
东北区	27	27	26	28
合计	403	402	422	420

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，380 新流通服务平台已覆盖全国近 31 个省级行政区的 320 个城市，并已下沉至全国五、六线城市；服务超过 200 多万家终端零售门店；分销商品品类超过 40 多万种，其中宝洁、中粮、联合利华、雀巢等在内的世界 500 强企业品牌和细分行业前三名客户共计 100 多家，公司与 2,600 多个重点品



牌结成战略合作伙伴关系。公司目前已覆盖 10 万家终端门店，落地全国总代品牌脉动、达能、万安纸业、云南白药、贝舒乐、雅培金钻、舒客、摩尔农庄活力等 28 个项目。公司未来规划，在分销的基础上，继续推动在创新业务的转型升级，如国代项目的落地（钓鱼台项目已在全国产生势能），在全国范围内推行平台+销售合伙人制度，推动省区集采、仓储集采业务实施，实现各分销省区统仓统配。

表 6 2019 年公司 380 新流通服务平台业务前五大供应商及客户情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
宝洁（中国）营销有限公司	155,391	5.58	唯品会（中国）有限公司	150,566	4.60
欧莱雅（中国）有限公司	174,986	6.28	杭州嘉宏贸易有限公司	67,323	2.06
菲仕兰食品贸易（上海）有限公司	121,497	4.36	沃尔玛（中国）投资有限公司	62,882	1.92
浙江焱阳实业有限公司	100,408	3.61	重庆唯品会电子商务有限公司	52,537	1.61
美赞臣营养品（中国）有限公司	97,211	3.49	北京京东世纪贸易有限公司	34,929	1.07
合计	649,493	23.32	合计	368,237	11.26

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年及 2020 年 1~3 月，380 新流通服务平台业务前五大供应商采购额占采购总额比重分别为 23.32%和 24.65%，采购产品均为快速消费品；前五大客户销售额占销售收入比重分别为 11.26%和 13.67%，销售产品主要为快速消费品。总体看，380 新流通服务平台业务上下游客户均为国内外知名企业，集中度较 2018 年均有所上升，且分销业务较为集中在快速消费品行业，易受行业景气度影响。

（二）广度综合商业服务平台

广度综合商业服务平台是公司传统业务，IT、通信行业仍是平台的主要收入来源；采购执行代客户垫资部分主要占用公司信用证额度；公司在分销执行中以买断的形式采购产品，资金占用风险较大；采购和分销客户集中度较高。

公司广度综合商业服务平台业务主要服务于生产型企业的非核心业务外包，将供应链服务进行模块化输出，满足客户定制化服务需求，原本主要涉及 IT 及通讯、家电、医疗和化工等行业，2018 年以来，平台业务向母婴等快速消费品行业延伸。

**表 7 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司广度平台业务营业收入按行业分布 (单位: 亿元、%)**

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
IT、通信	24.39	33.87	145.97	37.97	117.66	41.46	156.85	57.32
家电	17.75	24.66	69.09	17.97	29.1	10.26	24.26	8.87
医疗	0.91	1.26	3.58	0.93	6.52	2.30	6.02	2.20
化工	6.76	9.38	43.68	11.36	80.77	28.46	78.48	28.69
母婴	19.94	27.69	104.44	27.16	35.46	12.50	-	-
纺织品	0.85	1.18	3.87	1.01	3.97	1.40	4.45	1.63
其他	1.41	1.96	13.84	3.60	10.26	3.62	3.53	1.29
合计	72.01	100.00	384.47	100.00	283.74	100.00	273.59	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

广度综合商业服务平台业务的主要经营主体集中在国内, 国外主要经营主体为联怡国际(香港)有限公司。2019 年, 广度综合商业服务平台收入同比大幅增长, 主要是母婴类产品收入大幅增加所致, 同时家电和 IT、通讯类收入同比均有所增长。2020 年 1~3 月, 广度综合商业服务平台业务收入同比保持增长, 主要是家电类收入增长所致。2019 年以来, 广度综合商业服务平台与 380 新流通服务平台业务范围趋于融合, 一方面增强平台间协同发展, 但同时加重公司整体行业集中度风险。

广度综合商业服务平台业务将传统的物流商、增值经销商、采购服务商等服务功能加以整合, 为企业提供涵盖进出口报关、物流、仓储、配送、供应商管理库存(VMI)、国际采购服务、分销平台服务、渠道管理及结算等服务, 目的在于帮助生产型企业实现从原材料采购到产品销售过程中的非核心业务外包, 降低物流及管理成本、缩短供应链环节和提高供应链效率。盈利模式为, 按所提供服务的业务量/额一定比例收取服务费, 不承担产品质量和价格风险。公司在综合考虑运行成本、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。按服务对象分类, 广度综合商业服务平台主要分为采购执行(指向制造商)和分销执行(指向消费者), 以分销执行为主, 来自分销执行的收入占比超过一半。

采购执行是指供应链管理中从原材料供应商到生产企业的部分, 即企业从原材料供应商到生产型企业的所有的中间环节都外包给公司, 由公司代办理这些中间业务, 帮助企业进行供应商管理及采购运作管理, 包括物流、订单、商务、结算、信息互动等。采购执行的客户以国内企业为主, 公司为其提供代理采购进口服务, 即公司代理客户从其已经确定的供应商手中采购原材料并配送至其指定地点, 具体服务内容包括进出口通关、物流配送、仓储及库存管理、保税物流、国际采购及结算配套等。具体流程为, 客户确定供应商和采购价格后签订采购合同,



并与公司签署《供应链服务协议》，向公司发出采购指令，约 90% 的客户预付全款，10% 的客户付 30% 货款；公司将多个订单拼在一起，按照代理采购合同的要求，统一向指定供应商以事先约定的价格采购，并以 T/T(电汇)或者 L/C(信用证)方式向境外供应商支付全款；供应商供货后，公司负责将多个供应商的商品在境外归集、统一报关完税并垫付相关税费后配送至境内客户指定地点；客户一般在到货 60 天内支付包括服务费在内的所有货款及费用。公司从向上游供应商付全款采购与下游客户收货后付全款之间，有 20 至 30 天时间差；且由于从事境外代理采购主要是通过开立信用证方式支付货款，有部分业务代客户垫资会占用公司信用证额度。风险控制方面，公司对代理采购的客户制定严格筛选机制，对代理采购产品设置行业和产品名录，产品主要集中在通用性强、变现较快的电子产品类，同时制定严格的风险控制体系，即使客户出现弃单或违约，公司拥有货物留置权，也可通过产品的变现及时回收资金。

分销执行是指产品从生产型企业到最终用户的部分，即企业生产到最终销售的所有中间环节企业都外包给公司代办理。公司帮助客户扁平渠道，减少中间环节，管理众多客户，包括订单管理、商务管理、物流管理、结算管理、信息管理。目前主要以国内分销为主。具体流程为，公司与生产商或代理商签署《经销商协议》或《平台服务协议》，向生产商或代理商按照协议约定价格采购产品，并根据协议约定，按照厂商指定价格销售给协议约定的电商客户或者在协议约定的渠道内销售产品，之后下游客户在支付货款后将商品从公司仓库运出提走。公司作为经销商，产品全部以买断的形式进行采购，合同约定供应商原则上不负责退货或保价，公司需要承担一定的存货风险，对于超期较久的库存商品，供应商会给予优惠政策。

截至 2019 年末，广度业务共有仓库 61 个，仓库面积达到 11.75 万平方米，仓库吞吐量 67 万立方米/年。大部分仓库为第三方租赁的物流设施，主要分布在华南、华东、华北等地。广度业务的客户数量较多，目前超 1,000 家，包括如飞利浦、爱普生、雷神科技等知名企业。

**表 8 2019 年公司广度综合商业服务平台业务前五大供应商及客户情况（单位：万元、%）**

分销执行供应商	采购额	占比	采购执行客户	销售额	占比
奕循（上海）贸易有限公司	409,190	11.24	北京京东世纪贸易有限公司	957,409	24.90
飞利浦（中国）投资有限公司	217,219	5.97	苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心	362,247	9.42
上海东迪供应链管理 有限公司	208,920	5.74	江苏航天信诺信息科技有限公司	300,559	7.82
赣州发展供应链管理 有限公司	203,109	5.58	北京京东世纪信息技术 有限公司	148,962	3.87
中核核电后勤服务有 限公司	118,665	3.26	上海宝尊电子商务有 限公司吴江分公司	127,395	3.31
合计	1,157,103	31.79	合计	1,896,573	49.32

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年及 2020 年 1~3 月，公司广度业务分销执行中前五大供应商采购额占采购总额比重分别为 31.79%和 40.71%，采购产品主要为家电、移动通讯产品、IT 产品；采购执行中前五大客户销售额占销售收入比重分别为 49.32%和 50.13%，销售产品主要为 IT 产品和配件、家电、移动通讯产品以及快速消费品等，集中度均较高。

（三）宇商金控平台

宇商金控平台主要为公司供应链服务链条中的上下游合作商提供小额贷款业务；2019 年，为控制平台业务风险，业务规模持续缩减；贷款及垫款逾期率上升，宇商小贷经营出现亏损。

宇商金控平台是在 380 新流通服务平台和广度综合商业服务平台业务基础上，随客户金融需求而衍生的业务，以小额贷款业务为主，主要经营主体为子公司深圳市宇商小额贷款有限公司（以下简称“宇商小贷”）和赣州市宇商小额贷款有限公司（以下简称“赣州小贷”），业务范围包括融资、租赁、供应链金融解决方案与咨询等多样化的供应链金融服务。2019 年末，宇商小贷总资产规模同比缩减 43.54%，资产负债率由 63.75%下降至 36.69%；营业收入 1.13 亿元，同比下降 51.71%；因业务收缩，且资金成本上升，净利润同比由 0.31 亿元转为亏损。

表 9 2019 年宇商小贷和赣州小贷主要财务情况（单位：亿元、%）

经营主体	注册资本	期末总资产	期末资产负债率	营业收入 ⁴	净利润
宇商小贷	5.00	8.91	36.69	1.13	-0.06
赣州小贷	2.00	2.35	3.00	0.26	0.13

数据来源：根据公司提供资料整理

⁴ 营业收入=利息净收入+手续费及佣金净收入。



公司小额贷款的资金来源为自有资金和小额贷款债权资产证券化,为企业及个人提供小额贷款业务,通过收取利息,扣除成本后实现利润。目前,客户范围涵盖 IT 通讯、家电、医疗、电子、快速消费品和教育等行业,为 380 新流通服务平台和广度综合商业服务平台中客户的上下游小微企业提供配套的供应链金融解决方案,解决融资问题。具体流程是,公司小贷子公司对借款人和担保人提供的资料真实性进行贷前审核;业务部门对贷款合规合法性、安全性和可行性的审核,并呈交风险控制部门、贷审会等逐级审批,审批通过后,方能签署借款合同并发放贷款;贷后管理方面,子公司持续关注借款人经营状况、财务方面的异常变动情况,并建立了贷后查账制度,按季度、按客户进行核对,通过贷款后期检查和风险预警机制,对贷款安全性提供保障;额度管理方面,一般对贷款(租赁)的授信额度不超过 500 万,期限一年,租赁客户月均收入需完全覆盖租金还款。

2019 年末,宇商金控平台贷款业务中,贷款及垫款余额大幅减少,主要是公司为控制风险,收缩为上下游客户提供的企业贷款和垫款的减少。2020 年 3 月末,公司贷款及垫款余额较 2019 年末基本持平,较 2018 年末减少 11.32 亿元,小贷业务规模明显收缩。2019 年末,公司小贷业务中逾期贷款 1.64 亿元,同比大幅增加 0.73 亿元,主要是公司发放贷款及垫款客户的前十名中有四名客户出现逾期,截至目前,公司已采取司法诉讼,查封固定资产或协商债务延期还款等有效追偿措施,逾期贷款规模增长加之贷款及垫款余额减少导致逾期率增长显著,为 17.76%。

表 10 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司宇商金控平台业务情况 (单位:亿元、%)

类别	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
个人贷款及垫款	2.25	2.66	3.33	5.10
企业贷款及垫款	6.96	6.58	17.20	23.30
贷款及垫款余额	9.21	9.23	20.53	28.40
应收未到期利息	0.06	0.05	0.08	0.14
贷款减值准备	0.55	0.75	0.37	0.40
贷款和垫款净额	8.71	8.53	20.23	28.15
逾期贷款	1.31	1.64	0.91	0.97
逾期率 ⁵	14.23	17.76	4.43	3.42

数据来源:根据公司提供资料整理

宇商金控平台除小贷业务外,同时提供 O2O 金融服务,经营主体为公司本部。公司与各大商业银行合作,通过互联网化、大数据化运营模式,打造供应链金融整合服务平台,满足客户多元化金融服务需求,为百万小微终端零售客户提供可

⁵ 逾期率=逾期贷款/贷款及垫款余额×100%。



持续化、批量化的 O2O 金融服务，该服务现阶段主要针对怡亚通下游符合条件的零售门店客户。2019 年末及 2020 年 3 月末，O2O 金融业务为 380 新流通服务平台的下游小微客户提供的贷款担保分别为 0.37 亿元和 0.04 亿元，规模较 2018 年末的 4.14 亿元明显减少。

公司在经营过程中涉及较多外币结算，受人民币汇率波动影响较大，面临一定的汇兑风险。

公司进出口业务结算基本以美元为主，外币资产和收支较易受到人民币汇率波动影响，面临一定的汇兑损失风险。公司大量业务涉及外汇资金，公司通过加强外汇头寸管理、运用外汇资产负债管理，减小汇兑风险。同时，公司在提供供应链结算服务过程中，会根据汇率和利率的变动进行衍生金融交易以管理外汇风险、降低购汇成本。虽然公司与客户在合约中明确约定汇率风险由客户承担，但由于公司涉及外币贸易的业务量较大，需要保留一定量的外汇头寸，仍需面临一定的汇兑风险。

2019 年及 2020 年 1~3 月，公司汇兑损失分别为-0.15 亿元和 0.10 亿元。公司汇兑损失主要由两部分构成：一是流动资金借款汇兑损益，主要是因外汇借款利率较低，公司增加外汇借款额所致；二是进口业务结汇产生汇兑损益。2019 年，公司在大陆地区收入占比 93.54%，同比进一步提高，公司未来计划继续减少国外采购业务量，增加国内采购执行占比，控制汇兑损失风险。

偿债来源与负债平衡

2019 年以来，公司期间费用率高于毛利率，主业盈利能力减弱，非经常性损益对利润的影响很大；经营活动现金流净流入规模有所增长；债务融资渠道较为多样，融资成本有所上升；应收账款和预付款项合计规模较大，对资金形成较大占用；货币资金受限比例较高，受限资产规模超过净资产，对资产流动性造成不利影响。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司利润总额大幅降低，期间费用率高于毛利率，严重侵蚀利润，整体融资成本仍较高，非经常性损益对利润的影响很大；2020 年 1~3 月，公司收入和利润水平同比均明显下降，利润对处置子公司产生的投资收益依赖较大。

2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，同比增长 2.79%，毛利率为 5.65%，同比减少 1.22 个百分点。

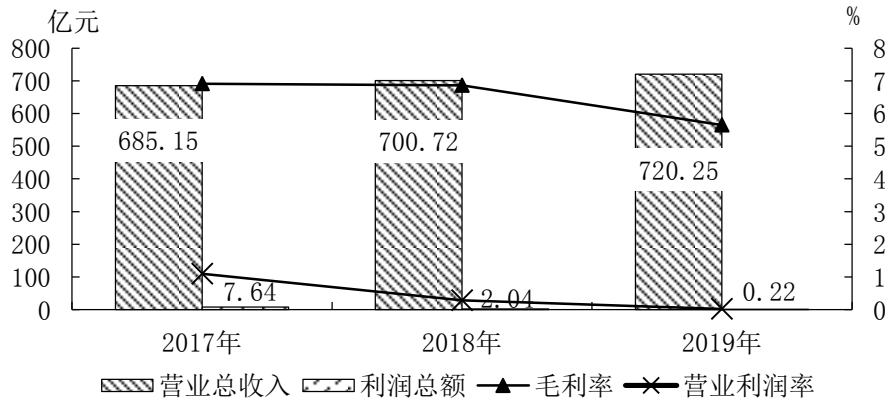


图 1 2017~2019 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公开资料整理

2019 年，公司期间费用 42.18 亿元，仍以管理费用和财务费用为主，同比降低 9.48%；期间费用率 5.86%，同比降低 0.79 个百分点，但期间费用率高于当期毛利率，在较高程度上侵蚀利润。其中，管理费用同比降低 13.37%，主要是人工费用减少所致；财务费用同比略有下降，其中借款产生的利息费用同比增加 1.09 亿元，在公司总有息债务规模小幅缩减的情况下，利息费用保持增长，反映出公司融资成本持续上升，汇兑损益由损失 1.02 亿元转为收益 0.15 亿元；销售费用同比降低 17.51%，主要是销售人员工资总额降低所致。

表 11 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用及占营业收入比重 (单位：万元、%)

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	9,049	52,122	63,187	54,663
管理费用	37,194	195,028	225,136	214,932
研发费用	199	1,784	2,691	1,494
财务费用	41,874	172,838	174,952	112,027
期间费用	88,315	421,772	465,966	383,116
期间费用率	6.39	5.86	6.65	5.59

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常性损益方面，2019 年公司资产减值损失 0.83 亿元，同比增加 0.61 亿元，主要是存货跌价损失增加所致；信用减值损失 2.09 亿元，同比增加 1.33 亿元，主要由于坏账损失增加 1.01 亿元，以及发放委托贷款及垫款减值损失增加 0.33 亿元；公允价值变动收益 0.52 亿元，同比变动不大，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 0.35 亿元，按公允价值计量的投资性房地产 0.14 亿元；投资收益 4.73 亿元，同比大幅增加 3.31 亿元，主要是处置合肥市卓怡恒通信息安全有限公司（以下简称“卓怡恒通”）获得收益 2.62 亿元，产生的投资收益增加所致；其他收益 0.29 亿元，全部为政府补助，同比减少 0.23



亿元。同期，公司营业利润 0.17 亿元，同比大幅下降 91.61%，盈利能力明显减弱。整体看，公司主营业务盈利能力弱化，期间费用较为严重的侵蚀利润，同时资产减值损失和信用减值损失等非经常性损益对利润影响较大，2019 年营业利润较大程度的依赖于处置子公司以及权益法核算的长期股权投资产生的投资收益。

2019 年，公司营业外收入及营业外支出分别为 0.15 亿元和 0.10 亿元，同比均变动不大。同期，公司利润总额和净利润分别为 0.22 亿元和 0.19 亿元，同比分别大幅降低 89.13%和 87.73%，其中归属于母公司所有者的净利润 0.90 亿元，同比降低 54.95%；少数股东损益-0.71 亿元，损失同比增加 67.78%。盈利指标方面，2019 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.23%和 0.23%，分别同比下降 0.02 个百分点和 1.60 个百分点。

2020 年 1~3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，同比减少 12.53%，主要是 380 新流通服务平台收入规模缩减所致；毛利率为 5.79%，同比降低 0.55 个百分点；期间费用为 8.83 亿元，同比降低 10.08%，其中，财务费用同比增长 7.91%，管理费用及销售费用同比均有所降低，期间费用率为 6.39%，同比增长 0.17 个百分点。同期，公司投资收益 1.45 亿元，同比增加 0.90 亿元，主要是处置子公司深圳前海宇商保理有限公司产生的投资收益；利润总额和净利润分别为 0.18 亿元和 0.14 亿元，分别同比下降 64.53%和 64.95%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.04%和 0.16%。

2、现金流

2019 年，公司经营活动现金净流入规模增长，对债务和利息的保障能力有所提高；投资活动净现金流转为净流出，未来在建项目仍有较大投资支出，面临一定资金支出压力。

2019 年，公司经营性净现金流为 26.14 亿元，同比增长 59.70%，主要由于公司存货周转加快，且提高与上游供应商的票据结算比例，减少资金占用，同时宇商金控平台贷款及垫款业务规模下降，资金回笼增多，对债务和利息的保障能力有所增强。同期，公司投资性净现金流为-3.99 亿元，同比由净流入转为净流出，主要由于公司购买的债权投资增加以及 2018 年收回理财产品本金 2.91 亿元，本年无此项现金流入所致。

2020 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 1.30 亿元，因当期客户贷款及垫款净额增加，占用资金，同比大幅下降 82.45%；投资性净现金流为-1.41 亿元，净流出规模同比增加 0.79 亿元，主要是前海总部基地项目建设投入增加，以及对联营企业的权益投资增加所致。

**表 12 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况**

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	1.30	26.14	16.37	0.41
投资性净现金流（亿元）	-1.41	-3.99	0.87	0.47
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.28	1.48	1.00	0.03
经营性净现金流/流动负债（%）	0.43	8.46	4.86	0.12
经营性净现金流/总负债（%）	0.38	7.66	4.46	0.11

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目包括前海总部基地项目、上海怡亚通基地项目和国商化工仓库，预计总投资 17.15 亿元，已完成投资总额 6.55⁶ 亿元，未来预计投资 14.27 亿元，其中前海总部基地项目和上海怡亚通基地项目建设进度较缓，且未来仍有一定规模的投资支出，公司仍面临一定资金支出压力。

表 13 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目未来三年投资计划情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目起止时间	截至 2020 年 3 月末累计投资	2020 年 4~12 月预计投资	2021 年预计投资	2022 年预计投资
前海总部基地项目	12.00	2017~2022 年	6.19	2.51	3.37	3.60
上海怡亚通基地项目	5.00	2017~2022 年	0.23	1.77	1.55	1.45
国商化工仓库	0.15	2018~2020 年	0.13	0.02	-	-
合计	17.15	-	6.55	4.30	4.92	5.05

数据来源：根据公司提供资料整理

3、债务收入

2019 年，公司筹资活动现金流持续净流出，债务融资以银行借款为主，授信规模有所减少，整体资金成本持续上升。

2019 年，公司筹资性现金流保持净流出，规模有所减少，为-21.67 亿元；2020 年 1~3 月，筹资性净现金流为 11.96 亿元，同比由净流出转为净流入，主要是融资需求加大导致借款增多所致。

⁶ 前海总部基地项目累计投资的 6.19 亿元中包含了从无形资产转入在建工程的 3.67 亿，投资预算不包含此部分金额，因此，项目未来预计投资额为 14.27 亿元。



表 14 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	151.72	586.47	525.17	420.81
借款所收到的现金	112.05	396.68	411.35	358.49
筹资性现金流出	139.76	608.14	555.18	422.40
偿还债务所支付的现金	97.39	403.07	423.29	337.22
筹资性净现金流	11.96	-21.67	-30.01	-1.59

数据来源：根据公司提供资料整理

融资渠道方面，公司主要债务融资渠道为银行借款，与境内外多家银行合作关系良好，截至 2020 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信总计 296.96 亿元，未使用额度 121.53 亿元，总授信额度和未使用额度较 2019 年 3 月末⁷均有所减少；同时，公司自 2016 年以来多次通过债券市场公开及非公开发行债券，直接融资渠道较为通畅，良好的外部融资能力能够对公司偿债来源形成有力补充。预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款为主，同时仍存在部分非金融机构借款，债务规模将保持在较高水平。

4、外部支持

公司获得的外部支持主要为政府补助，规模很小；公司是上市公司，股权融资渠道较为通畅，有利于资本实力的提升；国资入股后在资金使用方面将获得一定支持。

公司获得的外部支持主要是政府补助，2019 年，公司获得的政府补助为 0.29 亿元，在偿债来源中占比很小。此外，公司是上市公司，股权融资渠道较为通畅，有利于资本实力的提升。2019 年 11 月 8 日，公司发布关于大股东向公司提供财务资助的补充公告称，公司控股股东及其关联方向公司及其子公司提供财务资助，按实际用款天数计算利息，利率参照金融机构同期贷款利率水平，预计全年本息合计不超过人民币 31.68 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司控股股东及其关联方向公司提供的借款余额为 32.10 亿元，总体看，国资入股后，在资金使用方面可为公司提供一定支持。

5、可变现资产

2019 年以来，公司资产规模小幅波动，资产构成仍以流动资产为主；应收账款及预付款项合计占比较高，造成较大资金占用；存货规模较大，周转效率有所提升；货币资金中受限比例较高，受限资产规模大于净资产，对资产流动性造成不利影响。

2019 年末，公司资产规模同比小幅降低 3.21%，截至 2020 年 3 月末，总资产 433.19 亿元，较 2019 年末增长 3.38%，资产结构保持稳定，仍以流动资产为

⁷ 2019 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信总计 321.87 亿元，未使用额度为 129.14 亿元。



主，流动资产占比 79.05%。

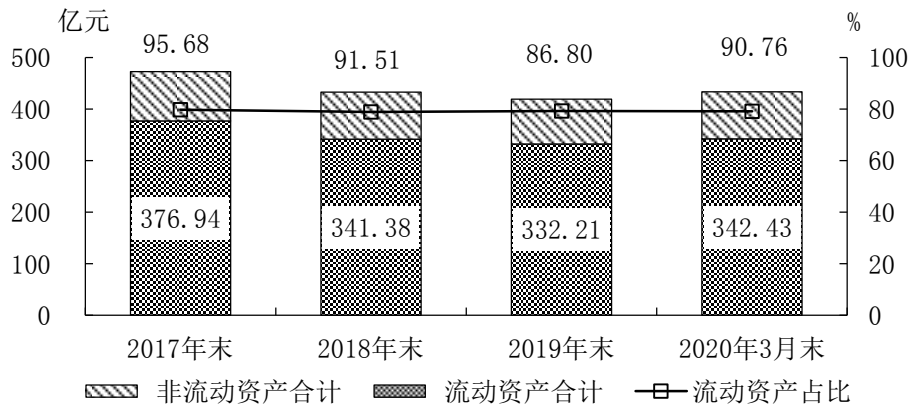


图2 2017~2019年末及2020年3月末公司资产构成情况

数据来源：根据公开资料整理

公司流动资产主要由应收账款、货币资金、存货和预付款项等构成。2019年末，公司流动资产 332.21 亿元，同比下降 2.69%，其中应收账款 124.53 亿元，同比小幅减少 2.33%，累计计提坏账准备 5.33 亿元；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内占比 94.95%，1~2 年、2~3 年和 3 年以上占比分别为 2.50%、0.79%和 1.76%；期末单项计提预期信用损失的应收账款账面余额 3.05 亿元，累计计提坏账准备 1.56 亿元；按欠款方归集的前五名应收账款账面余额 7.14 亿元，占应收账款期末余额比重 5.50%，较为分散；期末用于保理的应收账款金额为 11.77 亿元。

2019 年末，公司货币资金 87.72 亿元，主要由其他货币资金及银行存款构成，同比小幅增长 4.89%，其中受限货币资金 68.98 亿元，占比 78.64%，受限比重较高，受限项目主要为银行承兑汇票及信用证保证金、用于担保的定期存款或通知存款以及履约保证金；存货 72.71 亿元，同比减少 11.21%，仍主要由库存商品构成，库存商品主要是公司合作品牌的快速消费品，累计计提存货跌价准备 1.40 亿元；预付款项 27.96 亿元，同比减少 15.77%，其中账龄在 1 年以内的预付款项期末余额占比 97.90%。

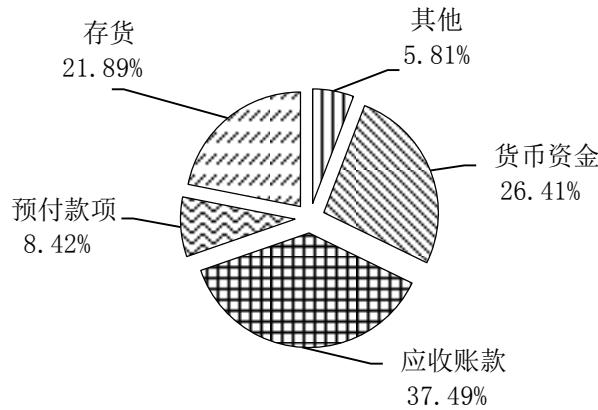


图 3 截至 2019 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公开资料整理

2020 年 3 月末，公司流动资产 342.43 亿元，较 2019 年末增长 3.08%，其中应收账款为 122.63 亿元，较 2019 年末略有减少，按欠款方归集的前五名应收账款账面余额为 10.82 亿元，占应收账款余额的比重为 8.83%，集中度较 2019 年末有所上升；货币资金 103.96 亿元，较 2019 年末增长 18.52%。流动资产中其它主要科目较 2019 年末变化不大。

表 15 2020 年 3 月末公司应收款账款余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	账面余额	账龄	占应收账款期末账面余额的比例	资金性质
北京京东世纪贸易有限公司	无	2.76	一年以内	2.25	货款
上海百捷辛逸贸易有限公司	无	2.59	一年以内	2.11	货款
同方国际信息技术有限公司	无	2.42	一年以内	1.98	货款
沃尔玛（中国）投资有限公司	无	1.53	一年以内	1.24	货款
上海宝尊电子商务有限公司吴江分公司	无	1.52	一年以内	1.24	货款
合计	-	10.82	-	8.83	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、投资性房地产、无形资产、在建工程和发放贷款及垫款等构成。2019 年末，公司非流动资产 86.80 亿元，同比减少 5.14%；长期股权投资 23.92 亿元，同比增长 35.90%，其中处置联营企业卓怡恒通 18% 股权获得 2.62 亿元，权益法下确认的对浙江通诚格力电器有限公司⁸、伟仕佳杰控股有限公司和俊知集团有限公司等联、合营企业的投资收益

⁸ 公司持有浙江通诚格力电器有限公司 25.00% 的股权，表决权比例为 25.00%，能够对浙江通诚格力电器有限公司施加重大影响；公司持有伟仕佳杰控股有限公司 17.30% 的股权，表决权比例为 17.30%，由于公司在伟仕佳杰控股有限公司董事会中派有代表并参与对伟仕佳杰控股有限公司财务和经营政策的决策，所以能够对伟仕佳杰控股有限公司施加重大影响；公司持有俊知集团有限公司 16.35% 的股权，表决权比例为 16.35%，由于公司在俊知集团有限公司董事会中派有代表并参与对俊知集团有限公司财务和经营政策的决策，所以能够对俊知集团有限公司施加重大影响。



增加 2.54 亿元，以及追加对张掖怡亚通供应链有限公司、湖南金通商业保理有限公司和安徽鸿杰威尔停车设备有限公司等联、合营企业的股权投资 1.74 亿元。2019 年末，公司固定资产 14.82 亿元，同比小幅减少 4.68%，主要由房屋及建筑物、电子及其他设备、运输工具组成；投资性房地产 13.97 亿元，同比基本持平；无形资产 10.78 亿元，同比小幅减少 3.31%，主要为土地使用权和计算机软件；发放贷款及垫款 8.53 亿元，同比大幅减少 57.85%，主要是宇商金控平台收缩供应链金融业务，贷款余额减少所致。

2020 年 3 月末，公司非流动资产 90.76 亿元，较 2019 年末增长 4.56%，其中长期股权投资 26.78 亿元，较 2019 年末增长 11.94%，主要由于丧失对深圳前海宇商保理有限公司的控制权后，按权益法核算长期股权投资 1.63 亿元；非流动资产的其他各主要科目较 2019 年末均变化不大。

资产运营效率方面，2019 年，公司应收账款周转天数为 63.15 天，周转效率同比下降；存货周转天数为 40.95 天，周转效率同比提高。2020 年 1~3 月，应收账款周转天数和存货周转天数分别为 80.64 天和 49.63 天。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产为 137.17 亿元，占总资产的比重为 31.67%，是净资产的 1.62 倍，其中主要包括用于银行票据、履约及贷款保证金的受限货币资金 73.71 亿元；用于银行抵押贷款的受限应收账款 11.52 亿元和长期股权投资 16.30 亿元。公司整体受限资产规模大于净资产规模，对资产流动性造成不利影响。

表 16 截至 2020 年 3 月末公司受限资产（抵押）明细情况（单位：万元、%）

项目	受限资产金额	占其账面价值比重	占总资产比重	受限原因
货币资金	737,101	70.90	17.02	用于银行质押贷款
应收账款	115,181	9.39	2.66	用于银行保理借款
存货	83,696	11.80	1.93	用于银行抵押贷款
发放贷款及垫款	15,005	17.23	0.35	用于银行质押、保理借款
投资性房地产	39,607	28.34	0.91	用于银行抵押贷款
固定资产	77,838	53.34	1.80	用于银行抵押贷款
在建工程	61,478	89.96	1.42	用于银行抵押贷款
无形资产	78,751	72.41	1.82	用于银行抵押贷款
长期股权投资	163,040	60.89	3.76	用于银行质押贷款
合计	1,371,696	-	31.67	-

数据来源：根据公司提供资料整理



总体看，公司盈利能力明显下降，但经营性净现金流规模增长，对利息和债务的保障程度有所增强，债务融资较为多样，融资成本有所上升；应收账款等对资金存在一定占用，货币资金受限比例较高，受限资产规模仍较大，超过净资产规模，对资产的流动性造成不利影响。

公司偿债来源结构主要以盈利、经营性现金流、债务收入及可变现资产为主。受收缩占用流动资金但利润空间较大的供应链金融业务以及整体融资成本上升影响，2019 年以来，以财务费用为主的期间费用严重侵蚀利润，盈利能力明显减弱，非经常性损益多利润影响很大，利润对投资收益依赖较重；经营性净现金流规模增长，对债务和利息的保障程度有所提升；债务收入主要来源为银行借款，非金融机构借款形成一定补充，同时作为上市公司具有一定资本市场融资能力，整体来看，公司融资渠道较为多样。清偿性偿债来源主要是以应收账款、货币资金及存货为主，其中应收账款和存货规模较高，应收账款周转效率有所下降，存货周转效率有所提升，货币资金中受限占比较大，受限资产规模仍较大，对资产流动性产生不利影响。

（二）债务及资本结构

2019 年以来，公司负债规模存在波动，仍以流动负债为主，资产负债率仍处于很高水平；短期债务规模大，占比很高，债务期限结构不合理，短期偿付压力大。

2019 年末，公司负债规模同比有所缩减，仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月末，公司总负债 348.33 亿元，较 2019 年末增长 4.05%，其中流动负债 310.49 亿元，占比 89.14%。

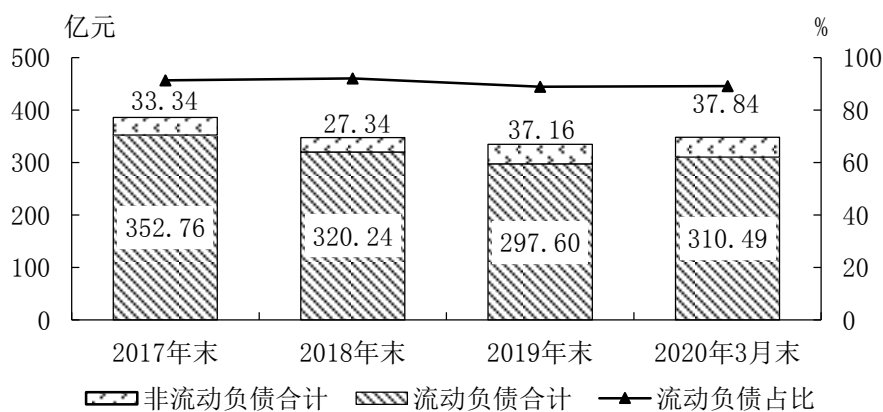


图 4 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债结构

数据来源：根据公开资料整理

公司流动负债主要由短期借款和应付票据等构成。2019 年末，公司流动负债为 297.60 亿元，同比减少 7.07%；其中短期借款 181.04 亿元，同比减少 5.98%，



主要是未到期票据/信用证贴现规模减少所致，短期借款中抵押和保证借款、质押借款以及未到期票据/信用证贴现占比分别为 72.60%、15.96%和 11.21%；应付票据 70.69 亿元，同比增加 15.64%，主要由银行承兑汇票构成。2019 年末，公司其他应付款 7.74 亿元，同比大幅减少 57.62%，主要是非金融机构借款减少 8.98 亿元所致。2020 年 3 月末，公司流动负债为 310.49 亿元，较 2019 年末增长 4.33%，其中短期借款 198.47 亿元，较 2019 年末增长 9.63%；流动负债的其他各主要科目均较 2019 年末变化不大。

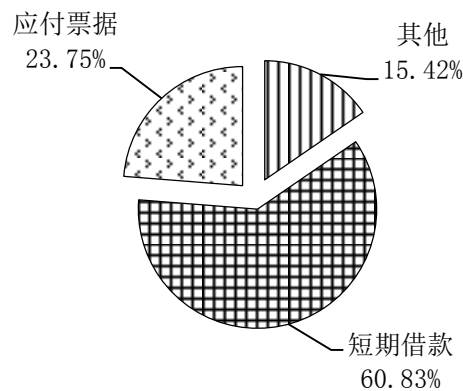


图 5 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公开资料整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2019 年末，公司非流动负债 37.16 亿元，同比增长 35.95%，其中长期借款 15.37 亿元，全部为抵押和保证借款，同比增长 31.53%；应付债券为 19.47 亿元，同比增长 44.93%。2020 年 3 月末，非流动负债各主要科目均较 2019 年末变化不大。

2019 年，公司总有息债务规模有所降低，占总负债比重仍很高；短期有息债务占总总有息债务比重很高，短期偿债压力大。

2019 年末，公司总有息债务 298.28 亿元，同比有所减少；总有息债务占总负债比重 89.10%；短期有息债务占总总有息债务比重 88.32%。2020 年 3 月末，公司总有息债务 313.51 亿元，占总负债比重仍很高，为 90.00%。

**表 17 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司有息债务⁹情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	277.96	263.44	284.29	311.09
长期有息债务	35.55	34.84	25.12	31.27
总有息债务	313.51	298.28	309.41	342.36
短期有息债务占比	88.66	88.32	91.88	90.87
总有息债务在总负债中占比	90.00	89.10	89.02	88.67

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构来看，截至 2020 年 3 月末，公司一年内到期的有息债务占比为 88.66%，短期偿债压力大。

表 18 截至 2020 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2) 年	(2,3) 年	>5 年	合计
金额	277.96	15.21	19.12	1.21	313.51
占比	88.66	4.85	6.10	0.39	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司短期有息债务 277.96 亿元，主要集中在 2020 年第二季度和第三季度偿还，债务集中偿付压力大。

表 19 截至 2020 年 3 月末公司一年内到期的有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年第二季度	2020 年第三季度	2020 年第四季度	2021 年第一季度
短期借款	68.69	56.50	44.09	29.19
应付票据	48.02	15.02	2.02	6.33
一年内到期的非流动负债	0.22	-	7.70	0.18
合计	116.93	71.52	53.81	35.70
占比	42.07	25.73	19.36	12.84

资料来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保企业资产规模及盈利规模均较小，偿债能力相对较弱；涉及未决诉讼金额较高，存在一定或有风险。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额合计 1.91 亿元，担保比率 2.25%，其中主要是对广西融桂怡亚通供应链有限公司（以下简称“广西融桂”）的连带责任担保，余额 1.47 亿元，担保期限为 3 年，由广西融桂提供反担保；其余为宇商金控平台业务中对下游零售门店客户以及部分核心客户的下游客户的连带责任担保，期限基本在 2 年左右。公司对外担保企业及下游小微客户的盈利能力均较弱，偿债能力有限，公司存在一定或有风险。

截至 2020 年 3 月末，公司涉及未决诉讼金额合计 7.44 亿元，其中涉案金额

⁹ 针对公司具体情况，总有息债务计算中加入拆入资金及卖出回购金融资产。



在 1,000 万元以上的诉讼案件共计 12 起，涉案金额共计 3.19 亿元，均为公司作为原告方的诉讼案件，整体看，未决诉讼涉案金额很高，存在一定或有风险。

2019 年末，公司所有者权益结构稳定，未分配利润同比小幅增加，少数股东权益占比仍较大。

2019 年末，公司所有者权益合计 84.25 亿元，其中股本保持不变，仍为 21.23 亿元；资本公积 12.94 亿元，同比基本持平；盈余公积 0.25 亿元，同比增长 2.49%；未分配利润 16.88 亿元，同比增加 2.53%；少数股东权益 24.94 亿元，同比减少 7.58%。2020 年 3 月末，公司权益类科目均较 2019 年末变化不大。

公司盈利能力下降，对利息的保障程度处于较低水平；流动性偿债来源仍以债务收入为主；短期有息债务占总债务比重仍很高，债务期限结构不合理；可变现资产规模较大，但受限资产规模较大，影响资产流动性。

2019 年以来，公司盈利能力明显下降，EBITDA 对利息的保障程度进一步降低，为 1.13 倍，盈利对利息的保障程度处于较低水平；经营性现金流利息保障倍数为 1.47 倍，同比有所提高。

流动性偿债来源以货币资金、未使用的银行授信以及经营性净现金流为主。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司货币资金规模分别为 87.72 亿元和 103.96 亿元，但受限比例较高。流动性偿债来源中，债务收入占比较高，以银行借款为主，非金融机构借款提供一定补充，但整体资金成本有所上升。2019 年，公司经营性净现金流同比增长，经营性净现金流对流动负债及总负债的保障比例分别为 8.46%和 7.66%，对公司债务的保障能力有所提高；期末流动比率和速动比率分别为 1.12 倍和 0.87 倍，同比均有所提高。

清偿性偿债来源为可变现资产，2019 年末，公司可变现资产主要为应收账款、存货以及货币资金，变现能力较好。同期，公司债务规模虽有所缩减，资产负债率仍处于高位，为 79.89%，债务资本比为 77.98%。有息债务中，短期有息债务占比很高，仍处于 88%以上，债务期限结构不合理。此外，公司资产中受限规模仍较大，对资产的流动性造成不利影响。

担保分析

深圳高新投为“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”债券提供的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，初始注册资本为 1.00 亿元。2015 年，深圳高新投引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）（以下简称“远致富海三号”）、恒大企业集团有限公司（后更名为恒大集团有限公司）和深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者以落实国有企业公司混合所有制改革。2017 年，深圳高新投股东增资合计 24.25 亿元。2018 年 10 月，深圳高新投以资本公积



15.75 亿元转增注册资本。2019 年，深圳高新投引入新股东深圳市平稳发展投资有限公司（以下简称“深圳平稳发展”），深圳平稳发展共出资 50 亿元，其中 32.59 亿元计入实收资本，17.41 亿元计入资本公积。截至 2019 年末，深圳高新投注册资本和实收资本均为 121.12 亿元，前五大股东分别为深圳市投资控股有限公司、深圳平稳发展、远致富海三号、深圳市财政金融服务中心和深圳市远致投资有限公司，持股比例分别为 30.55%、26.91%、14.61%、10.91%和 8.07%，其余股东的持股比例均未超过 7.00%。深圳高新投实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。

作为国内最早成立的担保投资机构之一，深圳高新投以“解决中小微企业融资难题、助力高新技术产业发展”为使命，为企业提供全方位投融资服务。2018 年 12 月 2 日深圳市人民政府印发《关于以更大力度支持民营经济发展的若干措施》，提出为符合条件的融资担保机构提供 100 亿元发债增信资金支持，帮助有发展前景的公司纾解股权质押困难，其中 50 亿元债权资金由公司负责具体对接。

截至 2019 年末，深圳高新投总资产为 319.36 亿元，所有者权益为 215.58 亿元；担保责任余额为 1,909.24 亿元，担保责任放大比例为 8.86 倍。2019 年，深圳高新投实现营业收入 27.87 亿元，净利润 11.53 亿元，总资产收益率和净资产收益率分别为 5.07%和 11.14%。

从担保业务品种分布来看，深圳高新投的担保业务品种丰富，包括债券担保、工程保证担保和银行融资性担保。其中，债券担保是担保业务的最重要构成，深圳高新投基本搭建了覆盖全国的营销网络，业务地区分布广泛，在债券担保业务上形成了较强的市场竞争优势。在客户类型上，债券担保业务主要是为国内上市公司担保其所发行的公募债或私募债，截至 2019 年末，深圳高新投债券担保责任余额为 1,440.86 亿元。在非融资担保业务方面，深圳高新投主要拓展方向为具备特级资质、一级资质和二级资质工程企业的工程担保，截至 2019 年末，非融资担保业务责任余额为 415.08 亿元。

委托贷款业务方面，深圳高新投主要经营委托贷款业务和小额贷款业务，客户以境内上市公司股东、公司担保业务的企业和创业投资对象的股东为主，客户向公司申请短期贷款并提供股票质押、房产抵押、个人财产保证等保证措施。截至 2019 年末，深圳高新投发放委托贷款及垫款规模为 180.14 亿元，同比增长 29.17%，继续保持较快增速，其中逾期贷款金额为 18.86 亿元，规模较大，深圳高新投共计提贷款减值准备 4.47 亿元。对于违约贷款，深圳高新投采取多种手段积极追偿，但未来仍面临资产减值风险和风险资产处置压力，同时贷款业务客户和担保业务客户有重合，不利于风险分散。

此外，根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》（以下



简称“《监管条例》”)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。由于深圳高新投本部无融资担保牌照,根据 2018 年 9 月 7 日深圳市人民政府金融发展办公室下发的深府函【2018】1330 号《关于市高新投集团有限公司金融产品增信业务整改期事宜的复函》要求,公司需要在 2019 年 12 月 31 日前完成整改工作,以达到《监管条例》规定的要求,逾期仍不符合规定条件的,不得开展债券担保增信业务。目前深圳高新投已完成相关整改工作,2020 年 1 月 1 日起,融资担保业务将由其子公司深圳市高新投融资担保有限公司(以下简称“高新投融资担保”)开展,本部将不再开展新的融资担保业务,存续业务不转入高新投融资担保,将在本部存续至到期。

综合而言,深圳高新投拥有良好的股东资源,得到了股东在增资等方面的支持,近年来资本实力持续增强且处于较高水平。公司业务区域分布较为广泛,担保业务发展较快,营业收入和净利润均持续增长,资本实力持续增强,具有较强的市场地位和竞争优势。自 2020 年 1 月 1 日起,深圳高新投融资担保业务将由子公司深圳市高新投融资担保有限公司开展,担保业务发展将更加规范。但另一方面,深圳高新投逾期委托贷款规模较大,未来面临资产减值风险和风险资产处置压力。

综合来看,深圳高新投业务将稳定发展,由其为怡亚通发行的“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

偿债能力

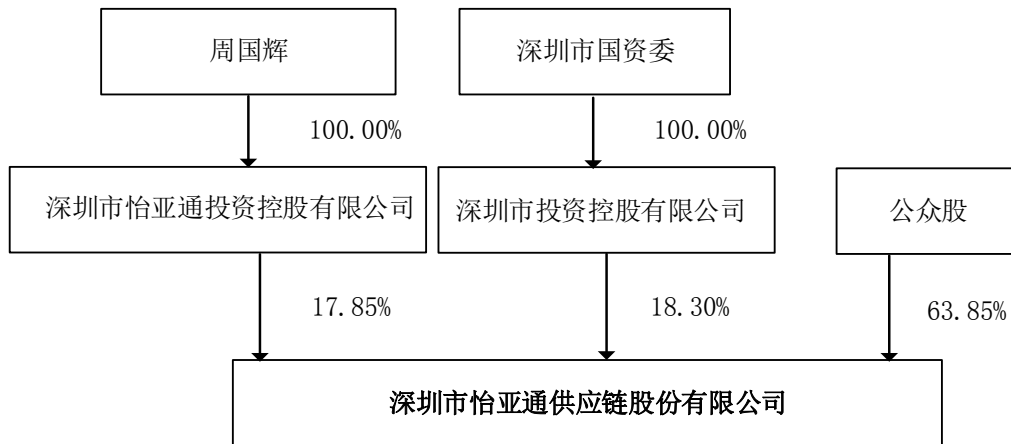
我国供应链管理行业服务市场潜力较大,深圳市供应链管理产业集群效应仍显著,政策扶持推动行业迅速发展,公司 380 新流通服务平台业务范围已覆盖全国 320 个城市,延伸至五、六线城市,仍具有一定竞争优势,广度综合商业服务平台对营业收入贡献增加,2019 年营业收入保持小幅增长,2019 年,公司经营性净现金流保持增长,对利息和债务的保障程度有所增强;但在宏观去金融杠杆影响下,公司供应链金融业务明显缩减,毛利润空间收窄且期间费用仍严重侵蚀利润,整理盈利水平弱化,非经常性损益对利润影响很大,同时公司业务模式在经营过程中对资金形成一定占用,受限资产占比仍较大,影响资产流动性,2019 年末,公司负债规模减少,但短期有息债务占比仍很高,短期偿债压力大。深圳高新投为“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”提供的连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用。

综合分析,大公对公司“18 怡亚 01”、“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”信用等级维持 AAA,主体信用等级维持 AA,评级展望维持稳定。



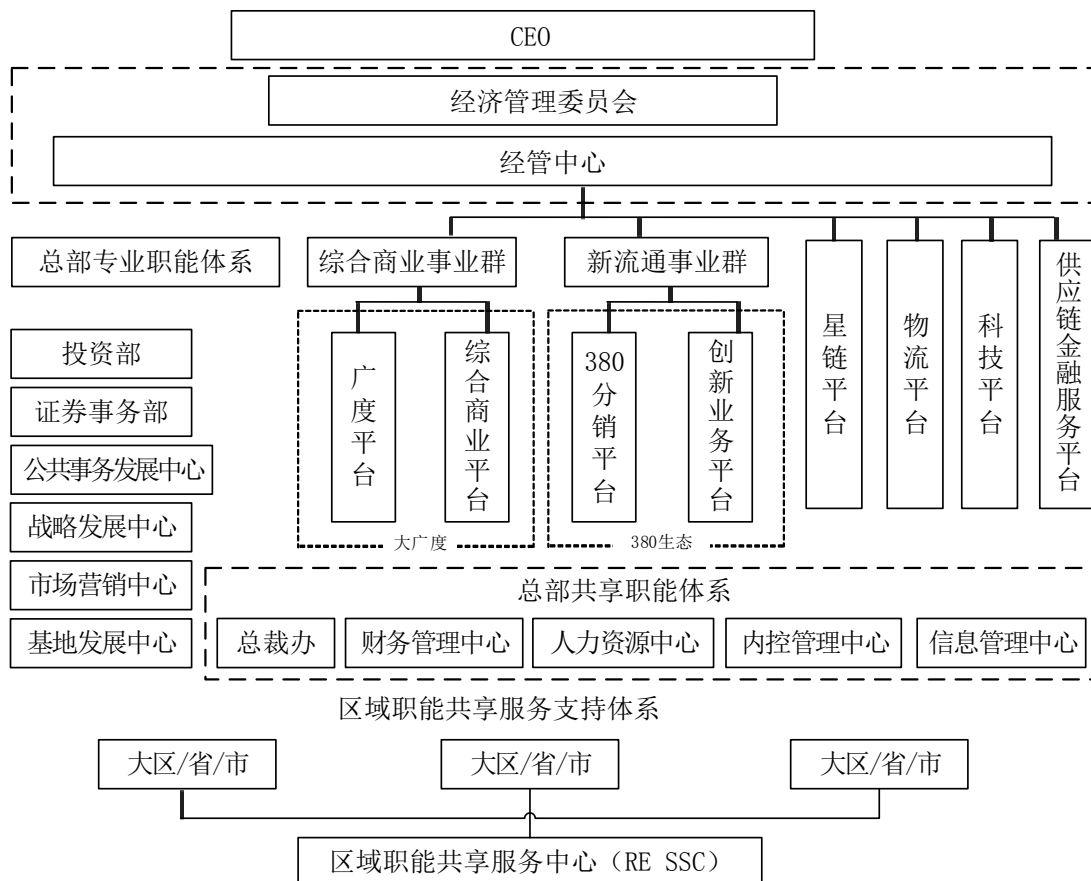
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 3 月末深圳市怡亚通供应链股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2020 年 3 月末深圳市怡亚通供应链股份有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 截至 2020 年 3 月末怡亚通 1,000 万元以上大额诉讼情况

(单位: 万元)

原告	被告	金额	案由	进展
山东怡化石油化工有限公司	河南亚立石油化工有限公司、平怀亮	4,657	合同纠纷	二审
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	联通华盛通信有限公司	3,600	买卖合同纠纷	一审
江苏伊斯特威尔供应链管理有限公司	上海华彬国心进出口有限公司, 彬县煤炭有限责任公司	3,349	买卖合同纠纷	一审
深圳市怡亚通深度供应链管理有限公司	河南基翔食品有限公司、河南可米食品实业有限公司	3,280	买卖合同纠纷	执行
陕西怡亚通深度供应链管理有限公司	曼秀雷敦(中国)药业有限公司、曼秀雷敦(中国)药业有限公司广州分公司、曼秀雷敦(中国)药业有限公司成都分公司	3,183	买卖合同纠纷	一审
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	上海恒阳贸易有限公司、新大洲控股股份有限公司、黑龙江恒阳牛业有限责任公司	3,000	票据追索	一审
江苏伊斯特威尔供应链管理有限公司	浙江仁智股份有限公司	2,653	买卖合同纠纷	终审
潼关县怡得金业供应链有限公司	西安一得贸易有限公司、吴德鸿	2,558	合同纠纷	执行
深圳市宇商小额贷款有限公司	钟葱	2,000	借款合同纠纷案	执行
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	河南商贸集团有限公司青岛分公司、河南商贸集团有限公司	1,270	合同纠纷	终本
深圳市怡亚通星链零售服务有限公司、温州瑞家供应链管理有限公司	石彝	1,215	股东出资纠纷	执行
漳州大正通海供应链管理有限公司	漳州大正企业发展有限公司、杨碧秋、漳州大正冷冻食品有限公司	1,122	合同纠纷	执行
合计	-	31,886	-	-

数据来源: 根据公司提供资料整理



2-2 截至 2020 年 3 月末怡亚通对外担保情况

(单位: 万元、%)

被担保企业	债权人	担保方式	担保金额	担保期限	是否为关联方担保
深度下游小微终端	焦作中旅银行股份有限公司	连带责任担保	455	两年	否
下游小微客户	中国银行股份有限公司深圳市分行	连带责任担保	4,000	两年	否
广西融桂怡亚通供应链有限公司	广西荣桂物流集团有限公司	连带责任担保	14,654	三年	是
合计	-	-	19,109	-	-

数据来源: 根据公司提供资料整理

受保企业	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2019 年					
广西融桂怡亚通供应链有限公司	14,993	65.34	49,248	170	-651
2020 年 1~3 月					
广西融桂怡亚通供应链有限公司	61,418	88.97	79,820	268	-390

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 3 主要财务指标

3-1 深圳市怡亚通供应链股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	1,039,627	877,197	836,335	968,664
应收账款	1,226,286	1,245,321	1,275,009	1,284,673
其他应收款	116,012	116,388	105,657	94,480
预付款项	276,300	279,612	331,963	315,572
存货	709,394	727,100	818,856	1,004,924
其他流动资产	43,213	45,404	26,787	49,085
流动资产合计	3,424,343	3,322,080	3,413,773	3,769,419
发放贷款及垫款	87,108	85,280	202,332	280,083
固定资产	145,929	148,165	155,445	186,339
无形资产	108,749	107,750	111,439	150,167
长期股权投资	267,751	239,197	176,004	155,078
投资性房地产	139,743	139,743	138,369	109,568
非流动资产合计	907,602	868,048	915,118	956,819
总资产	4,331,945	4,190,128	4,328,891	4,726,238
占资产总额比 (%)				
货币资金	24.00	20.93	19.32	20.50
应收账款	28.31	29.72	29.45	27.18
其他应收款	2.68	2.78	2.44	2.00
预付款项	6.38	6.67	7.67	6.68
存货	16.38	17.35	18.92	21.26
其他流动资产	1.00	1.08	0.62	1.04
流动资产合计	79.05	79.28	78.86	79.76
发放贷款及垫款	2.01	2.04	4.67	5.93
固定资产	3.37	3.54	3.59	3.94
无形资产	2.51	2.57	2.57	3.18
长期股权投资	6.18	5.71	4.07	3.28
投资性房地产	3.23	3.34	3.20	2.32
非流动资产合计	20.95	20.72	21.14	20.24



3-2 深圳市怡亚通供应链股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年 (追溯调整)
负债类				
短期借款	1,984,692	1,810,386	1,925,628	2,169,427
应付票据	713,949	706,861	611,284	688,045
应付账款	135,310	134,001	131,086	150,080
预收款项	-	102,325	98,584	98,754
其他应付款	73,683	77,433	182,733	117,415
一年内到期的非流动负债	80,937	110,060	126,681	49,030
流动负债合计	3,104,902	2,975,961	3,202,365	3,527,631
长期借款	157,420	153,688	116,843	103,500
应付债券	198,095	194,721	134,353	209,171
非流动负债合计	378,379	371,632	273,362	333,394
负债合计	3,483,281	3,347,593	3,475,727	3,861,025
占负债总额比 (%)				
短期借款	56.98	54.08	55.40	56.19
应付票据	20.50	21.12	17.59	17.82
应付账款	3.88	4.00	3.77	3.89
预收款项	-	3.06	2.84	2.56
其他应付款	2.12	2.31	5.26	3.04
一年内到期的非流动负债	2.32	3.29	3.64	1.27
流动负债合计	89.14	88.90	92.14	91.37
长期借款	4.52	4.59	3.36	2.68
应付债券	5.69	5.82	3.87	5.42
非流动负债合计	10.86	11.10	7.86	8.63
权益类				
实收资本(股本)	212,270	212,270	212,270	212,270
资本公积	129,376	129,376	128,590	128,817
盈余公积	24,602	24,602	24,004	17,695
未分配利润	171,168	168,842	164,670	187,181
归属于母公司所有者权益	599,931	593,142	583,304	595,416
少数股东权益	248,733	249,393	269,861	269,797
所有者权益合计	848,664	842,535	853,165	865,213



3-3 深圳市怡亚通供应链股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年 (追溯调整)
损益类				
营业总收入	1,382,576	7,202,513	7,007,207	6,851,512
营业成本	1,302,506	6,795,913	6,526,088	6,377,884
销售费用	9,049	52,122	63,187	54,663
管理费用	37,194	195,028	225,136	214,932
财务费用	41,874	172,838	174,952	112,027
资产减值损失	3,350	8,320	2,193	11,169
公允价值变动收益	-830	5,221	5,367	-15,448
投资收益	14,536	47,254	14,172	15,717
营业利润	1,845	1,680	20,014	74,827
利润总额	1,812	2,215	20,369	76,402
净利润	1,388	1,937	15,791	58,481
归属于母公司所有者的净利润	2,327	9,014	20,009	59,524
占营业收入比 (%)				
营业成本	94.21	94.35	93.13	93.09
销售费用	0.65	0.72	0.90	0.80
管理费用	2.69	2.71	3.21	3.14
财务费用	3.03	2.40	2.50	1.64
资产减值损失	0.24	0.12	0.03	0.16
公允价值变动收益	-0.06	0.07	0.08	-0.23
投资收益	1.05	0.66	0.20	0.23
营业利润	0.13	0.02	0.29	1.09
利润总额	0.13	0.03	0.29	1.12
净利润	0.10	0.03	0.23	0.85
归属于母公司所有者的净利润	0.17	0.13	0.29	0.87
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	12,980	261,396	163,676	4,064
投资活动产生的现金流量净额	-14,078	-39,912	8,699	4,653
筹资活动产生的现金流量净额	119,605	-216,669	-300,104	-15,933



3-4 深圳市怡亚通供应链股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
主要财务指标				
EBIT	45,039	177,392	184,623	212,372
EBITDA	-	201,345	210,491	235,048
总有息债务	3,135,093	2,982,833	3,094,111	3,423,584
毛利率 (%)	5.79	5.65	6.87	6.91
营业利润率 (%)	0.13	0.02	0.29	1.10
总资产报酬率 (%)	1.04	4.23	4.26	4.49
净资产收益率 (%)	0.16	0.23	1.85	6.76
资产负债率 (%)	80.41	79.89	80.29	81.69
债务资本比率 (%)	78.70	77.98	78.39	79.83
长期资产适合率 (%)	135.20	139.87	123.10	125.27
流动比率 (倍)	1.10	1.12	1.07	1.07
速动比率 (倍)	0.87	0.87	0.81	0.78
保守速动比率 (倍)	0.34	0.30	0.26	0.29
存货周转天数 (天)	49.63	40.95	50.30	50.44
应收账款周转天数 (天)	80.64	63.15	66.11	65.65
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.43	8.46	4.86	0.12
经营性净现金流/总负债 (%)	0.38	7.66	4.46	0.11
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.30	1.47	0.99	0.03
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.03	1.00	1.11	1.56
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.13	1.27	1.73
现金比率 (%)	33.68	29.72	26.24	27.46
现金回笼率 (%)	115.33	116.22	118.97	112.05
担保比率 (%)	2.25	0.44	4.85	13.02



3-5 深圳市高新投集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
资产类			
货币资金	23.46	22.03	30.14
应收代偿款	3.06	2.26	2.15
可供出售金融资产	10.77	6.44	7.54
长期股权投资	0.03	0.03	0.04
投资性房地产	0.23	0.24	0.27
固定资产	1.16	1.17	1.15
在建工程	0.02	0.11	0.02
递延所得税资产	2.07	0.83	0.70
存出再担保保证金	1.91	1.82	1.63
发放的委托贷款及垫款	180.14	139.46	90.73
其它流动资产	95.90	29.30	0.00
资产总计	319.36	205.27	134.70
占资产总额比 (%)			
货币资金	7.35	10.73	22.37
应收代偿款	0.96	1.10	1.60
可供出售金融资产	3.37	3.14	5.60
长期股权投资	0.01	0.01	0.03
投资性房地产	0.07	0.12	0.20
固定资产	0.36	0.57	0.86
在建工程	0.01	0.05	0.02
递延所得税资产	0.65	0.40	0.52
存出再担保保证金	0.60	0.89	1.21
发放的委托贷款及垫款	56.41	67.94	67.36
其它流动资产	30.03	14.27	0.00
负债类			
短期借款	29.38	20.70	5.55
存入担保保证金	2.97	0.28	0.21
应付职工薪酬	1.96	1.47	1.09
应交税费	2.83	3.16	1.37
担保赔偿准备	4.73	3.72	3.01
长期借款	56.72	50.34	0.00
递延所得税负债	0.32	0.08	0.50
其他应付款	0.95	0.91	0.63
短期责任准备金	0.62	0.52	0.51
长期责任准备金	0.02	0.02	0.04
负债合计	103.77	87.40	22.73



3-6 深圳市高新投集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：亿元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年
占负债总额比 (%)			
短期借款	28.31	23.68	24.41
存入担保保证金	2.87	0.32	0.91
应付职工薪酬	1.89	1.68	4.79
应交税费	2.73	3.61	6.04
担保赔偿准备	4.56	4.26	13.24
长期借款	54.66	57.60	0.00
递延所得税负债	0.31	0.09	2.20
其他应付款	0.92	1.04	2.75
短期责任准备金	0.60	0.60	2.23
长期责任准备金	0.02	0.02	0.16
权益类			
实收资本	121.12	88.52	72.77
其他综合收益	0.95	0.24	1.50
资本公积	18.66	0.03	15.78
盈余公积	3.79	3.37	2.91
一般风险准备	0.70	0.70	0.70
未分配利润	31.19	24.93	18.25
所有者权益合计	215.58	117.87	111.96
损益类			
营业总收入	27.87	20.85	15.05
营业总成本	9.56	6.23	4.83
营业成本	6.13	4.49	3.29
营业税金及附加	0.24	0.19	0.14
资产减值损失	3.31	0.43	0.27
管理费用	0.64	0.49	0.44
财务费用	2.47	0.63	0.68
投资收益	0.29	0.58	0.87
其他收益	0.32	0.01	0.02
营业利润	15.62	15.21	11.10
利润总额	15.62	15.21	11.09
所得税费用	4.09	3.88	2.75
净利润	11.53	11.33	8.35



3-7 深圳市高新投集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
占营业收入比 (%)			
营业总成本	34.30	29.88	32.09
营业成本	22.00	21.55	21.86
营业税金及附加	0.85	0.89	0.95
资产减值损失	11.87	2.06	1.83
管理费用	2.29	2.36	2.92
财务费用	8.85	3.02	4.54
投资收益	1.06	2.78	5.76
其他收益	1.14	0.05	0.10
营业利润	56.03	72.94	73.77
利润总额	56.03	72.94	73.71
所得税费用	14.67	18.60	18.24
净利润	41.37	54.34	55.47
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-91.13	-66.49	-21.72
投资活动产生的现金流量净额	-2.38	-1.16	-0.26
筹资活动产生的现金流量净额	94.92	59.24	41.75
现金及现金等价物净增加额	1.43	-8.10	19.75
年末现金及现金等价物余额	23.46	22.03	30.14
主要财务指标			
担保责任余额	1,909.24	1,092.39	959.62
担保责任放大比例（倍）	8.86	9.40	8.57
担保风险准备金	6.07	4.97	4.25
准备金拨备率（%）	0.32	0.86	1.88
累计担保代偿率（%）	0.13	0.13	0.14
累计代偿回收率（%）	49.04	51.41	37.30
总资产收益率（%）	5.07	6.67	7.81
净资产收益率（%）	11.14	12.40	12.24



附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数¹⁰ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数¹¹ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

¹⁰ 一季度取 90 天。

¹¹ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产=总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/非流动资产 × 100%
28. 担保责任放大比例=担保责任余额/净资产
29. 准备金拨备率=担保风险准备金/担保责任余额 × 100%
30. 累计担保代偿率=累计代偿总额/累计已解除担保额 × 100%
31. 当期担保代偿率=当期代偿总额/当期已解除担保额 × 100%
32. 当期代偿回收率=当期已回收代偿额/（期初担保代偿余额+当期新增担保代偿额） × 100%
33. 单一最大客户担保比率=单一最大客户担保余额/公司净资产 × 100%
34. 前十大客户担保比率=前十大客户担保余额/公司净资产 × 100%
35. 流动资产比例=流动资产/总资产 × 100%



附件 5 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		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		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		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		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		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		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。