跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]991 号

深圳市怡亚通供应链股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳市怡亚通供应链股份有限公司公开发行的“14 怡亚债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

深圳市怡亚通供应链股份有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 怡亚债	11.50 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

主要财务数据

项　目	2015年	2016年	17年3月
资产总额（亿元）	328.13	423.82	439.18
所有者权益（亿元）	66.19	77.82	81.19
长期债务（亿元）	18.84	27.38	32.26
全部债务（亿元）	236.43	290.87	305.51
营业收入（亿元）	399.39	582.91	155.52
净利润（亿元）	4.69	5.35	1.77
EBITDA（亿元）	13.45	16.94	--
经营性净现金流（亿元）	-18.05	-41.47	-24.78
营业利润率（%）	7.00	7.05	7.09
净资产收益率（%）	8.91	7.43	2.23
资产负债率（%）	79.83	81.64	81.51
全部债务资本化比率（%）	78.13	78.89	79.00
流动比率（倍）	1.08	1.07	1.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.92	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.17	1.47	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2017 年一季度财务数据未经审计；3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）作为国内领先的供应链服务提供商，积极发展主营业务，公司营业收入较 2015 年大幅提升，公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务集中度仍高，应收账款和存货占用资金且存在减值风险、债务负担较重且结构不合理等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“深度 380 平台”进入更多区域，公司的业务规模和行业影响力将不断提升，公司的收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。

综上，联合评级维持怡亚通的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 怡亚债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年我国物流运行总体呈现需求平稳增长、结构不断优化、运行效率提升的基本特征，为公司业务运营提供了良好的市场环境保障。

2. 公司构建四大服务平台的发展战略符合目前物流行业“互联网+”的转型方向，有利于公司开展相关业务。

3. 2016 年，公司业务进一步扩张，收入规模快速扩大。

关注

1. 公司业务仍集中于 IT 和通信、快速消费品两大种类，业务集中风险较高。

2. 为促进业务快速发展，2016 年公司信用政策有所放宽，并储备了较大规模的存货。较大规模的存货和应收账款占用了公司的营运资金，加大了公司的资产减值风险。

3. 公司债务负担较重且短期债务规模很大。

4. 公司小贷业务年末贷款余额规模较大，

目前宏观经济回暖态势不确定，中小企业经营难度加大，公司贷款余额存在一定的信用风险。

分析师

冯　磊
电话：010-85172818
邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李　镭
电话：010-85172818
邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：李[illegible]

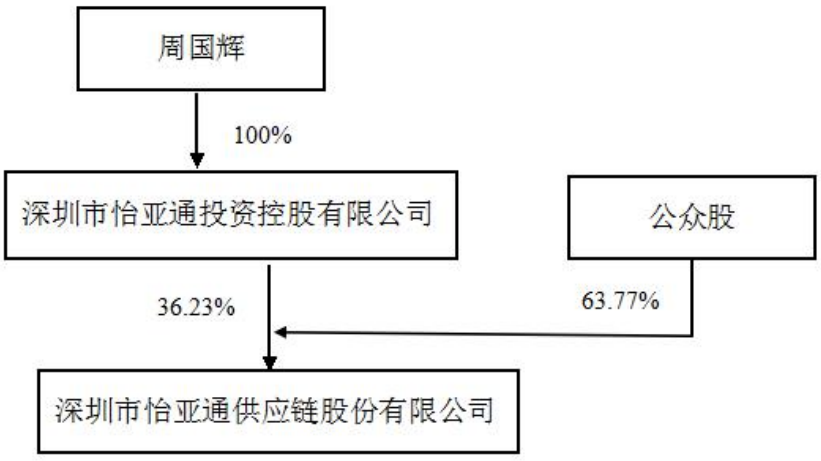
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）前身为深圳市怡亚通商贸有限公司，由自然人周国辉、黎少嫦于 1997 年 11 月 10 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。2007 年 10 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字【2007】367 号文核准，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股 3,100 万股，发行后公司注册资本为 12,357.43 万元；2007 年 11 月公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183.SZ）。经过历年的转增股本及增发新股，截至 2017 年 3 月 31 日，公司股本总数 211,844.99 万股。

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至 2017 年 3 月底，公司控股股东为深圳市怡亚通投资控股有限公司，持股 36.23%，公司实际控制人为周国辉先生，公司实际控制人未发生变化。如下图所示。

图1　截至2017年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍然为提供供应链管理服务，公司组织结构略有变化（见附件 1）。2016 年，公司合并范围子公司新增 24 家，主要是随着公司业务不断扩展，2016 年发生非同一控制下企业合并。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 18,457 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 423.82 亿元，负债总额 346.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.82 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 54.89 亿元。2016 年公司实现合并营业收入 582.91 亿元，净利润（含少数股东损益）5.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额-41.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.52 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 439.18 亿元，负债总额 357.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 56.78 亿元。2017 年一季度公司实现合并营业收入 155.52 亿元，净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.86 亿元，经营活动产生的现金流量净额-24.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.75 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区深南中路 3039 号国际文化大厦 2701B；法人代表：周国辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

本次债券经中国证监会《关于核准深圳市怡亚通供应链股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2014】925 号）核准，于 2014 年 9 月 30 日发行完成，募集资金总额为人民币 11.50 亿元，期限 5 年，附第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，债券存续期前三年票面利率为 7%。经深交所深证上【2014】417 号文同意，本次债券于 2014 年 11 月 21 日起在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易，债券简称为“14 怡亚债”，债券代码为“112228.SZ”。

截至 2015 年 11 月 30 日，公司已按照募集用途将 11.50 亿元募集资金使用完毕，其中 8.94 亿万元用于归还银行借款，2.56 亿元用于补充流动资金。公司已于 2016 年 9 月 29 日支付自 2015 年 9 月 29 日至 2016 年 9 月 28 日期间的利息。

三、行业分析

2016 年，物流与供应链行业随经济形势发生了一些变化。一方面社会物流总额增速减缓但物流市场结构不断优化，新业态、新行业增长较快；另一方面社会物流总费用与 GDP 的比率加快下降，物流产业转型升级态势明显，物流与供应链行业运行质量和效率有所提升。中国物流与采购联合会发布的中国物流业景气指数（Logistics Prosperity Index，LPI）2016 年全年均高于 50%的临界点，平均值为 55.22%，呈现先扬后抑、小幅波动态势，显示物流业活动总体仍处于平稳增长的景气周期。

2016 年全国社会物流总额为 229.70 万亿元，同比增长 16.10%，增速较 2015 年回落 0.10 个百分点。其中工业品物流总额 214.00 万亿元（占 93.20%），同比增长 6.10%，增速较 2015 年下降 0.10 个百分点；进口货物物流总额 10.50 万亿元（占 4.60%），同比增长 7.40%，增速上升 7.20 个百分点；农产品物流总额 3.60 万亿元（占 1.60%），同比增长 3.10%，增速下降 0.80 个百分点；再生资源物流总额 0.90 万亿元（占 0.40%），同比增长 7.50%，增速大幅下降 11.50 个百分点；单位与居民物品物流总额 0.70 万亿元（占 0.30%），同比增长 42.80%，增速较上年上升了 7.30 个百分点。从物流市场结构上看，工业品物流总额保持增长，高新技术产业和装备制造业物流进入较快增长区间；快递快运为主的单位与居民物品物流业务保持着高速发展。

消费物流方面，扩大内需和增加消费对经济增长的拉动作用突出，根据中国物流与采购联合会公布数据，2016 年全年最终消费支出对国内生产总值(GDP)增长的贡献率为 64.6%，但比上年下降了 1.8 个百分点。2016 年单位与居民物品物流总额同比增长 37.85%，增速比上年有所提升。2016 年网上商品零售额同比增长 28.80%，增速比上年下降 7.2 个百分点。

2016 年，国内经济企稳态势逐渐巩固，市场需求稳步回升，供需矛盾有所缓解、商品价格快速回升，库存周转加快。受此影响，仓储业经济活动呈现逐步回升走势，下半年增速明显加快。从中国仓储指数来看，全年该指数平均水平保持在 51.30%的较高水平，高于 2015 年 1.20 个百分点。从全年走势看，下半年达到 52.50%，较上半年提升 2.40 个百分点。

物流费用方面，2016 年社会物流总费用 11.1 万亿元，比上年增长 15.63%，增速比上年提高 4 个百分点。2016 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.92%，较 2015 年下降了 1.08 个百分点，连续四年下降，进入加速回落期，表明物流运行质量和效率有所提升。

2016 年 9 月，商务部、国土资源部、住房城乡建设部、交通运输部、银监会等部门发布关于推进商品交易市场转型升级的指导意见。意见提出：商品市场信息化、标准化、集约化建设水平

明显提高，供应链管理和平台化发展成效显著，多功能、多层级商品市场体系更加完善；到2020年，形成一批转型升级绩效较好的百亿级专业市场和千亿级综合市场，建设一批平台化示范市场。大力发展智慧物流，鼓励商品市场依托区位和资源优势，建设一批商贸物流中心、仓储基地和配送中心，引进、培育一批服务优质、运作高效的物流企业，完善运输、装卸、加工等流通设施建设，加快流通设施标准化应用，提高物流科技水平。鼓励建立统一规范的物流信息平台，优化配送流程，提高运行效率。利用新技术新设备，实现物流实时跟踪和可视化管理，增强物流安全性和精准性。鼓励商品市场与机场、车站、港口、仓储基地等建立长期稳定的合作关系，加强流通节点衔接，开展多式联运，进一步降低流通成本。

总体看，2016年我国物流运行总体呈现需求平稳增长、结构不断优化、运行效率提升的基本特征，政策方面对物流行业创新要求进一步提高。

四、管理分析

2016年，公司原副总经理戴熙原先生和李大壮先生因个人原因辞去公司副总经理职务，其辞职不会影响公司相关工作的正常开展。跟踪期内，公司董事、监事和高层管理团队未发生其他重大变化，经营团队保持稳定。

总体看，目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务分为五大集群架构，业务服务范围涵盖生产型供应链、流通消费型供应链、供应链金融、全球采购及产品整合供应链、互联网供应链。

2016年，公司主营业务经营良好，收入利润均有所提升。2016年公司实现主营业务收入579.13亿元，同比增长46.10%，主要是深度供应链业务收入大幅增长所致；实现净利润5.35亿元，较上年增长14.12%，归属于上市公司股东的净利润5.19亿元，比去年上升5.34%。公司供应链业务收入增长和小额贷款利息收入大幅增长共同导致公司净利润增长。

从收入构成上看，2016年公司大力发展深度业务，深度业务收入较上年大幅增长55.91%至396.32亿元，主要是380分销平台各行业的市场占有率在不断提升；占主营业务收入的68.43%；广度业务收入较上年增长28.11%至169.62亿元，主要是大型新项目的导入，如新导入了博世空气净化器、欧司朗、飞利浦照明等代理分销项目，占主营业务收入的29.29%；全球采购业务收入较上年增长34.51%至13.19亿元，占主营业务收入的2.28%。

从毛利率情况看，广度业务毛利率5.22%，较上年下降0.88个百分点，主要是高价值业务占比下降所致；深度业务毛利率7.20%，较上年提升0.38个百分点，主要是规模效应体现所致；全球采购业务毛利率5.54%，较上年提升1.39个百分点，主要是公司调整业务结构所致。整体上，由于占比较高的深度业务毛利率提升，公司主营业务毛利率较上年上升0.07个百分点至6.58%。公司毛利率较为稳定。

表 1　近两年公司主营业务收入及毛利情况（单位：亿元，%）

业务分类	2015			2016			收入变化率	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
广度业务	132.40	33.40	6.10	169.62	29.29	5.22	28.11	下降 0.88 个百分点
深度业务	254.20	64.13	6.82	396.32	68.43	7.20	55.91	上升 0.38 个百分点
全球采购业务	9.81	2.47	4.15	13.19	2.28	5.54	34.51	上升 1.39 个百分点
合计	**396.41**	**100.00**	**6.51**	**579.13**	**100.00**	**6.58**	**46.09**	**上升 0.07 个百分点**

资料来源：公司提供

2017 年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入 155.52 亿元，同比增长 15.26%；实现营业利润 2.18 亿元，同比增长 6.15%；实现净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，同比增长 2.07%。

总体看，公司营业收入大幅增长，深度业务发展较快，整体经营状况良好。

2．业务运营

（1）广度供应链业务

公司广度供应链业务依然包括采购及采购执行、采购资源整合服务和“平台+分销+增值服务”两类业务，2016 年增加提供 B2B/B2C 一站式物流服务，业务量和收入规模持续增长。

2016 年，广度供应链全年业务量为 340.21 亿元，同比下降 9.74%，主要原因是根据公司战略调整，持续减少收益差的纯代理项目运作量。广度供应链业务实现业务收入共计 169.62 亿元，同比增长 28.12%，主要系大型新项目的导入，如新导入了博世空气净化器、欧司朗、飞利浦照明等代理分销项目。

收入分布方面，2016 年，受行业景气度及相关产品利润率影响，公司对各行业板块占比进行了调整。公司广度业务依然以 IT、通信为主；家电类增长较快，占比由 2015 年的 1.48%升至 9.36%；医疗类有所增长，占比由 2015 年的 3.24%升至 4.85%；化工行业及其他由于经济不景气占比有所下降。具体如下表所示。

表 2　广度收入行业分布（单位：万元）

项目	2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
IT、通信	1,153,311.55	87.11%	1,331,973.50	78.52%
家电	19,590.58	1.48%	158,759.03	9.36%
医疗	42,919.62	3.24%	82,186.87	4.85%
化工	39,764.60	3.00%	46,997.38	2.77%
其他	68,390.13	5.17%	76,331.52	4.50%
合计	**1,323,976.48**	**100.00%**	**1,696,248.30**	**100.00%**

资料来源：公司提供

从公司广度业务的客户集中度来看，2016 年，公司前五位广度业务客户所占该业务收入的比例为 20.68%，较 2015 年上升 2.55 个百分点，集中度进一步提升，主要是公司在广度业务中推广大客户战略所致。

总体看，2016 年公司广度业务业务量和收入规模持续增长，行业分布继续向产品价值较高的 IT、通讯、家电、医疗行业集中，客户集中度也进一步上升。

（2）深度供应链业务

深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务，跟踪期内，深度业务进一步发展，截至 2017 年 3 月末，深度 380 分销服务平台已在全国近 296 个城市落地运作，平台数量持续增长。2016 年，公司深度供应链业务量为 396.32 亿元，较上年增长 55.91%，深度供应链业务的增长主要原因为公司在“三合”行动中的持续发力，380 分销平台各行业的市场占有率在不断提升，已形成分销平台核心竞争力，吸引大批优秀经销商加入怡亚通的平台。

表 3　深度 380 区域平台数量情况（单位：个）

区域	2015 年底	2016 年底	2017 年 3 月底
华东区	58	73	76
中南区	59	72	74
西北区	56	62	62
华北区	77	83	84
合计	**250**	**290**	**296**

资料来源：公司提供

深度业务收入行业分布方面，2016 年，深度业务依然以快速消费品行业为主，快速消费品行业收入 293.32 亿元，较上年大幅增长，快速消费品在深度业务中的核心地位稳定。快消产品中，依然以酒饮、食品、日化和母婴四个板块为主，销售额占比分别为 28.79%、27.81%、22.05%和 20.75%，板块分布较上年变化不大。

表 4　深度业务收入行业分布（单位：万元，%）

行业	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
IT 与通信	324,376.60	12.76	332,209.62	8.38
家电	98,257.54	3.87	349,436.98	8.82
快速消费品	1,926,135.03	75.77	2,933,246.35	74.01
化工	151,139.78	5.95	319,663.80	8.07
贵金属	17,764.05	0.70	0.00	--
纺织品	24,364.64	0.96	28,614.06	0.72
合计	**2,542,037.64**	**100.00**	**3,963,170.81**	**100.00**

资料来源：公司提供

深度分销业务过程中需要提供先行支付货款向上游供应商买入货品，然后分销至下游卖场或其他终端，存在大量的存货、应收账款资金占用及服务。

上游供应商集中度方面，2016 年前五位供应商占深度业务采购金额的 36.03%，较上年上升 16.23 个百分点，供应商集中度上升。下游客户方面，2016 年前五位下游客户销售额占比 7.78%，较上年上升 0.54 个百分点，集中度略有上升。

总体看，2016 年，公司持续加大深度业务推广进度，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；公司深度业务依然以快速消费品为主，上游供应商和下游客户集中度均上升。

全球采购业务

全球采购服务是指全球采购与产品整合供应链服务，对资源配置进行优势整合，提供兼具成

本领先优势及产品资源覆盖优势的采购平台服务。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，为全球采购商、零售商、品牌商与中国及世界各地的产品提供商搭建商品供给、产品整合定制及交易的平台，为合作伙伴实现全球采购与销售。目前业务主要涉及化工、IT 储存设备、电子产品等领域，包含东芝、联想、同方、中石化、中石油等大型客户。

2016 年，公司全球采购与产品整合供应链的业务量与营业收入为 13.19 亿元，较去年增长 34.51%；业务毛利为 0.73 亿元，较去年大幅增长 79.26%，主要由于 IT、通信业务实现较大突破。公司在高速发展的同时对业务体系中如库存周转、资金占用、应收账款等方面持续进行梳理及优化，加强规范化及精细化管理力度，使集群业务运作得以健康发展，快速提升。

总体看，公司全球采购业务量较上年有所增长，毛利率大幅提升，但该业务仍非公司重点发展板块。

金融服务

公司供应链金融服务依然依托于子公司深圳市宇商小额贷款有限公司运营（以下简称“宇商小贷”），公司供应链金融板块紧紧围绕核心企业，以开发其上下游客户为主。

截至 2016 年末，宇商小贷的客户为 1,658 家。截至 2016 年末，宇商小贷向银行的借款余额约 1.75 亿元人民币。除贷款外，宇商小贷通过深圳市红塔资产管理有限公司等开展资产转卖业务，并积极与长城证券、一创证券、国信证券、华泰证券、前海股权交易中心、前海资产交易中心、招银前海金融资产交易中心探讨开展资产证券化业务，以拓宽融资渠道。目前宇商小贷发放的贷款期限平均为 5 个月，2016 年逾期偿还本息的比例不超过 2%，尚未出现严重的无法偿还本息的情况。截至 2016 年底，公司贷款余额 28.80 亿元，较上年增长 50.50%；利息收入 3.77 亿元，较上年增长 26.62%。

表 5　公司 2016 年小额贷款情况（单位：万元，%）

项　目	2015年	2016年
个人贷款和垫款	43,415.36	50,892.77
企业贷款和垫款	147,942.91	237,103.96
贷款余额	191,358.27	287,996.73
减：减值准备	2,094.07	3,133.50
发放贷款及垫款期末余额	189,264.20	284,863.24
利息收入	29,760.21	37,683.00
利息支出	6,110.32	12,040.00
毛利润	23,649.89	25,643.00
毛利率	79.47	68.05
小额贷款业务毛利润占主营业务毛利润比例	9.18	6.73

资料来源：公司提供

2016 年，宇商小贷的风险控制模式较上年未发生变化，小额贷款业务按照监管要求足额计提减值准备，贷款均存在抵质押担保，2016 年未发生实质贷款损失。

总体看，公司金融服务板块依然依托于子公司宇商小贷，随着业务规模扩大，2016 年公司贷款利息收入和贷款毛利润持续增长。

3．经营关注

深度业务快速扩张，公司库存风险加大

随着公司经营规模增大，深度业务持续扩张，公司管理范围不断扩大，管理难度提升。特别

是由于公司库存商品数量不断增长，使公司面临因管理不善而导致库存毁损以及滞销过期的风险。

公司业务集中风险

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

4．未来发展

公司计划在 2017 年将业务组织管理架构由原来的五大业务集群调整为十大业务平台：载体（广度平台、380 分销平台、全球采购平台、物流平台），内容（营销平台、宇商金控平台、380 金服平台、品牌服务平台、资本服务平台），互联网（星链互联网平台）。公司以供应链服务为载体，以金融、营销、资本以及其他生活类增值服务为衍生服务内容，以互联网技术及产品为共享工具，对应供应通、营销通、星盟通战略，打造十大服务平台，整合连接供应链上下游及不同行业合作伙伴，构建一个全新的协同发展、平台共享、共融共生的现代化供应链商业生态圈。

总体看，公司基于生态战略规划要求及组织管理与经营发展需要，进一步实现扁平化高效管理，以便于整合更多资源，连接更多优质合作伙伴，全面推动供应链商业生态圈建设。

六、财务分析

公司 2016 年财务数据已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的审计报告，2017 年一季度财务报表未经审计。2016 年，公司合并范围子公司新增 24 家，主要是随着公司深度业务和广度业务不断扩展，2016 年发生非同一控制下企业合并，公司财务数据仍具较强可比性。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 423.82 亿元，负债总额 346.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.82 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 54.89 亿元。2016 年公司实现合并营业收入 582.91 亿元，净利润（含少数股东损益）5.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额-41.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.52 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 439.18 亿元，负债总额 357.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 56.78 亿元。2017 年一季度公司实现合并营业收入 155.52 亿元，净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.86 亿元，经营活动产生的现金流量净额-24.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.75 亿元。

1．资产及负债结构

资产质量

截至2016年底，公司资产总额423.82亿元，较年初增长29.16%，其中，流动资产占80.23%，非流动资产占19.77%，结构较稳定。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 340.02 亿元，较年初增长 30.61%，占比较大的项目为货币资金（占比 23.23%）、应收账款（占比 35.22%）、预付账款（占比 11.14%）和存货（占比 23.01%）。

截至 2016 年底，公司货币资金余额 78.99 亿元，较年初下降 12.19%，主要是用于外汇组合业务的质押存款减少所致；其中银行存款 31.24 亿元，其它货币资金 47.55 亿元，其它货币资金为存入银行作为银行为公司提供短期借款、长期借款、远期外汇交易合约、提供等值且有追索权利的融资额度及开具银行承兑汇票的质押，受限货币资金占比为 60.20%，占比较高。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 119.77 亿元，较年初增长 44.79%，主要是公司业务扩张导致；应收账款

账面余额为120.32亿元，其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额119.78亿元，其中一年以内占比92.52%，公司应收账款按账龄分析法和单项计提坏账0.75亿元，随着广度和深度业务业务量扩大，2016年公司应收账款规模保持大幅增长态势，公司信用风险管理的压力依然较大。截至2016年底，公司预付款项余额为37.88亿元，较年初增长95.99%，主要为公司发展深度业务采购量增加导致。截至2016年底，公司存货账面价值78.23亿元，较年初增长37.57%，主要为深度业务相关的库存商品大幅增长，存货跌价准备为0.37亿元，主要为对快速消费品计提的跌价准备，存在一定的减值风险。

截至2016年底，公司非流动资产合计83.80亿元，较年初增长23.60%，主要是发放委托贷款及垫款和固定资产大幅增长导致；其中占比较高的项目为发放委托贷款及垫款（占比33.99%）、长期股权投资（占比13.73%）、固定资产（占比18.91%）、投资性房地产（占比8.47%）及无形资产（占比16.53%）。截至2016年底，公司发放委托贷款及垫款28.49亿元，较年初增长50.51%，主要是宇商小贷业务量增长导致；长期股权投资账面价值11.50亿元，较年初增长14.09%，主要系对被投资单位追加投资所致；投资性房地产账面价值7.10亿元，较年初下降53.25%，主要系部分出租的投资性房地产收回转为自用固定资产所致；固定资产账面价值15.85亿元，较年初增长117.29%，主要系当年部分出租的投资性房地产收回转为自用从而增加了固定资产；无形资产13.85亿元，较年初增长8.51%，主要是公司购买土地使用权用于未来建设新的总部大楼所致。

截至2016年底，公司受限资产71.79亿元，占资产总额的16.95%，受限资产占比较小。

总体看，随着经营规模的扩大，公司资产规模明显提升；流动资产中货币资金保持较大规模，但货币资金中用作抵押的金额较大，应收账款占比较大，未来回收情况仍须持续关注，考虑到公司应收账款周转速度较高，库存商品销售情况良好，流动资产变现能力较强；公司非流动资产以发放委托贷款及垫款、无形资产和投资性房地产为主，整体资产质量良好。

负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债合计346.00亿元，较年初增长32.09%，主要系公司应付票据增长所致。其中，流动负债与非流动负债分别占91.47%和8.53%，流动负债占比较高。

截至2016年底，公司流动负债为316.50亿元，较年初增长31.20%，其构成以短期借款（占55.65%）、应付票据（占20.06%）、应付账款（占5.60%）和其他流动负债（占5.25%）为主。其中，短期借款为176.12亿元，较年初下降0.30%；应付账款为17.74亿元，较年初增长38.53%，主要系随着业务规模增长，应付采购款大幅增长；应付票据63.49亿元，较年初增长60.22%，主要是随着业务量增长，公司开具承兑汇票及信用证规模大幅增长所致；公司2016年新增其他流动负债16.62亿元，为短期应付债券和未到期非金融机构贴现。

截至2016年底，公司非流动负债为29.51亿元，较年初增长42.39%，其构成主要为长期借款（占16.53%）、应付债券（占76.26%）和递延所得税负债（占6.68%）。其中，长期借款余额4.88亿元，较年初下降33.55%，主要是部分长期借款逐步到期，同时未增加新的长期借款，公司长期借款在1~2年到期的占比38.27%、2~3年到期的占比24.10%、3~4年到期的占比6.15%和5年以上到期的占比31.48%，集中还款压力较小；应付债券为22.50亿元，较年初增长95.65%，全部为非公开发行公司债以及2016年度第一期中期票据本金；递延所得税负债1.97亿元，较年初增长11.62%。

截至2016年底，公司全部债务合计290.87亿元，较年初增长23.03%，其中，短期债务为263.49亿元，长期债务为27.38亿元，短期债务占比很高；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.64%、78.89%和26.02%，债务负担较年初有所降低，但仍然较重。

截至2016年底，公司所有者权益合计77.82亿元，较年初增长17.57%，其中归属于母公司所有

者权益占比70.54%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比38.42%，资本公积占比22.74%、盈余公积占比2.77%、未分配利润占比26.80%，其它综合收益占比9.28%，权益的稳定性尚可。

截至2017年3月底，公司资产及负债结构较年初变化不大，资产总额达到439.18亿元，较年初增长3.62%；负债规模为357.98亿元，较年初增长3.46%；所有者权益增至81.19亿元，较年初增长4.34%，主要是未分配利润和少数股东权益大幅增长。

总体看，2016年公司有息债务规模增长较快，债务负担仍然较重，且短期偿债压力较大，长期借款期限较为分散，但考虑到公司资产流动性较高，短期债务偿还压力尚可；公司权益结构的稳定性一般。

2．盈利能力

2016 年，公司营业收入稳定增长，全年实现营业收入 582.91 亿元，较上年增加 45.95%，主要是深度供应链业务收入大幅增长所致；实现利润总额 6.63 亿元，同比增长 19.62%。2016 年主营业务毛利率较上年提高 0.07 个百分点至 6.58%。2016 年公司实现净利润 5.35 亿元，同比增长 14.12%，其中归属母公司所有者的净利润 5.19 亿元，同比增长 5.34%，公司供应链业务收入增长和小额贷款利息收入大幅增长共同导致公司净利润增长。

费用方面，2016 年公司产品营销投入明显增加，导致销售费用同比增加 106.00%；2016 年管理费用同比增长 44.74%，主要是员工人数增加导致人工费用增加；财务费用同比增加 51.97%，主要是利息支出大幅增加所致。2016 年公司费用收入比为 5.99%，虽较上年上升 0.24 个百分点，公司费用控制能力一般。

公司 2016 年公允价值变动损益为 1.00 亿元，较上年下降 20.49%，主要是金融资产公允价值变动导致；投资收益为 1.16 亿元，较上年增长 46.00%，主要为长期股权投资收益。公允价值变动损益和投资收益合计占营业利润的 34.23%，占比较大。

从盈利指标看，2016 年公司资产规模和收入水平均得到大幅提升，公司主营业务毛利率、净资产收益率、总资产报酬率分别为 6.58%、7.43%和 4.11%，主营业务毛利率较上年有所增长，净资产收益率、总资产报酬率较上年有所下降，水平一般。

2017 年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入 155.52 亿元，同比增长 15.26%，主要系深度业务大幅增长所致；实现营业利润 2.18 亿元，同比增长 6.15%；实现净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，同比增长 2.07%。

总体看，公司业务规模显著扩大，费用控制能力一般，盈利能力略有下降；公司营业收入规模大，但毛利润空间较小，盈利水平对毛利率变化和费用控制能力十分敏感。

3．现金流

2016 年公司经营活动现金流净额为-41.47 亿元，净流出规模较上年增长 129.68%，主要是公司为配合深度业务扩张，增加存货储备及实行相对宽松的信用政策。受公司经营规模扩大的带动，公司销售商品提供劳务收到的现金明显增加，2016 年销售商品、提供劳务收到的现金为 626.66 亿元，较上年增加 46.76%。购买商品、接受劳务支付的现金 629.45 亿元，较上年增加 64.24%。2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金与支付其他与经营活动有关的现金规模则与上年大致持平，以代垫及税金为主；从现金收入比看，近两年公司现金收入比分别为 106.91%和 107.51%，公司整体收入实现质量尚可。

2016 年，公司投资活动现金流净额为-5.42 亿元，净流出规模较上年下降 68.39%，主要是公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅下降。2016 年，投资活动现金流入 2.57

亿元，净流入规模较年初下降 31.73%；投资活动现金流出 7.99 亿元，较年初下降 61.78%，主要是 2015 年公司购置位于深圳宝安区的土地一块，支付 11.5 亿元，2016 年无该项支出，导致当年投资活动现金呈净流出减少。

2016 年，由于公司增加银行贷款和发行债券获得较多现金，同时偿还债务支付的现金增长较多，导致公司 2016 年筹资活动现金净流入 41.19 亿元，同比下降 26.46%。2016 年，公司筹资活动现金流入 465.51 亿元，同比增长 8.93%，主要是增加银行贷款和发行债券获得较多现金；2016 年，公司筹资活动现金流出 424.32 亿元，同比增长 14.27%，主要是偿还债务支付的现金和保证金存款增加额增长。

2017 年一季度，公司经营活动现金净流出 24.78 亿元；投资活动现金净流出 1.16 亿元；筹资活动现金净流入 26.68 亿元。

总体看，公司收入实现质量良好，随着公司业务量及营业收入增长，增加存货储备及实行相对宽松的信用政策，2016 年公司经营性现金流依然呈现净流出且增长较快；投资性现金流呈净流出，银行贷款增加，导致筹资活动现金呈净流入。公司存在一定的外部融资压力。

4．偿债能力

截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别为 1.07 倍和 0.83 倍，均较上年末略有下降，主要公司流动负债规模快速增长所致；现金短期债务比为 0.34 倍，公司现金对短期债务的覆盖程度一般，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2016 年受公司利润上升的影响，公司 EBITDA 为 16.94 亿元，较上年增加 25.90%，其中利润总额占比 39.16%，计入财务费用利息支出占比 52.08%，折旧占比 4.08%，摊销占比 4.68%，EBITDA 构成中利息支出占比较大。尽管 EBITDA 实现大幅增长，但由于公司债务规模增加也很快，公司 EBITDA 全部债务比与上年大体持平，为 0.06 倍；EBITDA 利息倍数较上年略提升至 1.92 倍，EBITDA 对公司全部债务和利息的保障程度一般。考虑到公司经营规模较大，随着业务持续拓展，公司盈利能力将有望提升，有助于提升公司偿债能力。

截至 2016 年末，公司无金额重大的未决诉讼或纠纷；公司对外担保合计 7.09 亿元，占净资产的 9.11%，公司或有负债风险不大。

截至 2016 年末，公司合计获得银行授信 381.23 亿元，尚未使用额度 144.35 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2017 年 4 月 28 日，公司无未结清不良贷款，但已结清中有 7 笔不良和关注类。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力仍属较强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达90.11亿元，约为“14怡亚债”本金合计（11.50亿元）的7.84倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达77.82亿元，约为“14怡亚债”本金合计（11.50亿元）的6.77倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14怡亚债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为16.94亿元，约为“14怡亚债”本金（11.50亿元）的1.47倍，公司EBITDA对“14怡亚债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入931.06亿元，约为“14怡亚债”本金（11.50亿元）的80.96倍，公司经营活动现金流入量对“14怡亚债”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内领先的供应链服务提供商，在规模、品牌、物流和网络等方面具有综合竞争优势，公司对“14 怡亚债”的偿还能力很强。

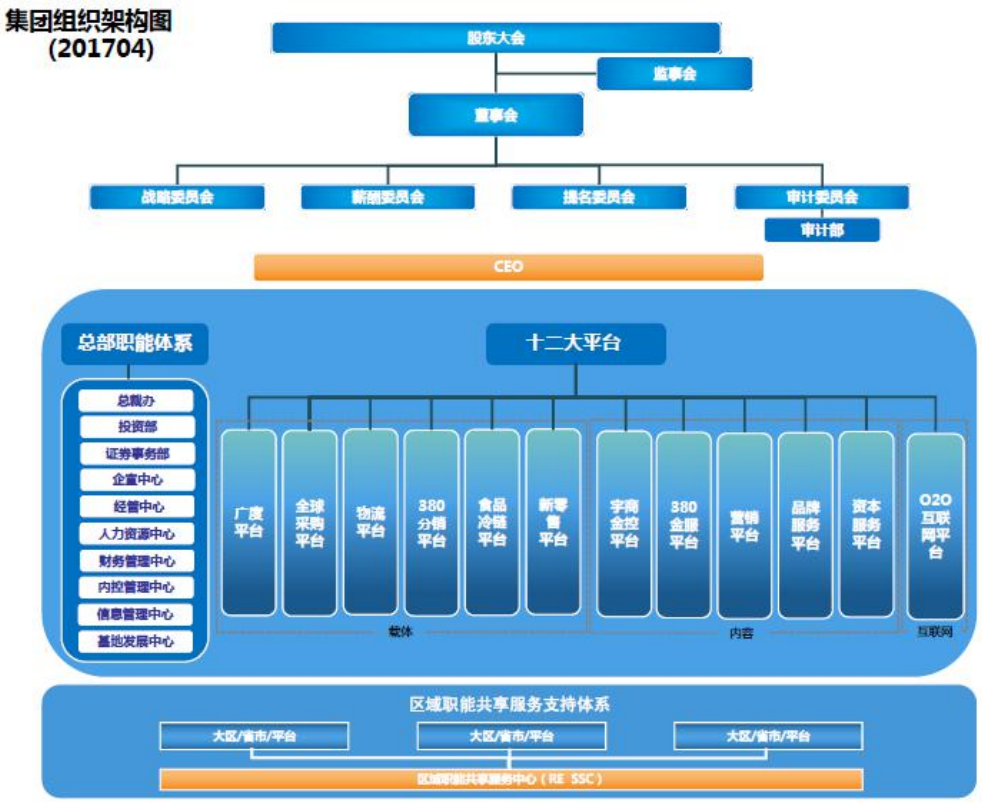
八、综合分析

2016 年，公司作为国内领先的供应链服务提供商，积极发展主营业务，公司营业收入较 2015 年大幅提升，公司所具备的规模、品牌、物流和网络优势继续扩大。同时，联合评级也关注到公司业务集中度仍高，应收账款和存货占用资金且存在减值风险、债务负担较重且结构不合理等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“深度 380 平台”进入更多区域，公司的业务规模和行业影响力将不断提升，公司的收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。

综上，联合评级维持怡亚通的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 怡亚债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　深圳市怡亚通供应链股份有限公司组织结构图



附件 2　深圳市怡亚通供应链股份有限公司
主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	328.13	423.82	439.18
所有者权益（亿元）	66.19	77.82	81.19
短期债务（亿元）	217.59	263.49	273.24
长期债务（亿元）	18.84	27.38	32.26
全部债务（亿元）	236.43	290.87	305.51
营业收入（亿元）	399.39	582.91	155.52
净利润（亿元）	4.69	5.35	1.77
EBITDA（亿元）	13.45	16.94	--
经营性净现金流（亿元）	-18.05	-41.47	-24.78
应收账款周转率(次)	5.95	5.72	1.25
存货周转率（次）	8.16	7.97	1.73
总资产周转率（次）	1.46	1.55	0.36
现金收入比率（%）	106.91	107.51	96.60
总资本收益率（%）	4.65	4.22	0.47
总资产报酬率（%）	4.62	4.11	0.50
净资产收益率（%）	8.91	7.43	2.23
营业利润率（%）	7.00	7.05	7.09
费用收入比（%）	5.76	5.99	5.44
资产负债率（%）	79.83	81.64	81.51
全部债务资本化比率（%）	78.13	78.89	79.00
长期债务资本化比率（%）	22.16	26.02	28.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.92	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	--
流动比率（倍）	1.08	1.07	1.10
速动比率（倍）	0.84	0.83	0.83
现金短期债务比（倍）	0.43	0.34	0.33
经营现金流动负债比率（%）	-7.48	-13.10	-7.65
EBITDA/代偿本金合计（倍）	1.17	1.47	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。