

# 信用等级公告

联合[2014]096 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发行的 2014 年公司债券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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA

特此公告



联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张永刚 刘国光 高鹏

二零一四年五月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

# 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

## 2014 年 11.5 亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 11.5 亿元

债券期限: 不超过 5 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2014 年 5 月 19 日

主要财务数据:

### 怡亚通

| 项目               | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额(亿元)         | 128.60 | 104.65 | 145.21 | 165.98     |
| 所有者权益(亿元)        | 13.56  | 15.28  | 29.66  | 31.11      |
| 长期债务(亿元)         | 6.40   | 8.85   | 8.91   | 9.79       |
| 全部债务(亿元)         | 107.99 | 79.39  | 100.72 | 121.40     |
| 营业收入(亿元)         | 69.75  | 74.84  | 115.14 | 44.13      |
| 净利润(亿元)          | 1.15   | 1.30   | 2.08   | 0.79       |
| EBITDA(亿元)       | 5.28   | 4.78   | 5.65   | -          |
| 经营性净现金流(亿元)      | -1.78  | 2.68   | -27.19 | -6.02      |
| 营业利润率(%)         | 9.19   | 10.80  | 8.35   | 7.01       |
| 净资产收益率(%)        | 8.09   | 9.02   | 9.25   | 2.59       |
| 资产负债率(%)         | 89.46  | 85.40  | 79.57  | 81.26      |
| 全部债务资本化比率(%)     | 88.85  | 83.86  | 77.25  | 79.60      |
| 流动比率             | 1.06   | 1.08   | 1.10   | 1.08       |
| EBITDA 全部债务比     | 0.05   | 0.06   | 0.06   | -          |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 1.52   | 1.61   | 2.09   | -          |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 0.46   | 0.42   | 0.49   | -          |

注: ①本报告财务数据及指标计算均是合并口径; ②本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; ③表中一季度数据未经审计。

### 分析师

张兆新 刘晓亮 高鹏

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 1201 室 (100022)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

### 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”)及本期债券的评级反映了公司作为国内最早上市的大型供应链管理公司, 在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力、供应链管理技术、风险控制能力和客户资源等方面具有一定的竞争优势, 近年来盈利能力显著提升。同时, 联合评级也关注到较高的应收账款余额以及较高的资产负债率给公司经营带来的风险和压力, 公司整体经营效率有逐步下降的风险。

未来, 随着公司物流基地投入使用和“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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

总体看, 本期债券到期不能偿付的风险很低。

### 优势

1. 公司属于供应链管理服务行业, 随着中国经济增长和经济转型逐步深入, 该行业有望获得较大发展, 市场份额将向行业内优势企业集中。

2. 公司是国内规模较大的供应链管理服务企业, 具备较高的行业影响力和资源整合能力, 能够为客户提供高效、优质的供应链管理服务。

3. 公司在长期经营过程中积累了大量优质客户, 为公司平稳较快发展提供了基础。

4. 公司建立了一套与业务实践紧密结合的风险控制体系, 能够有效降低公司面临的客户信用风险。

5. 公司内部开发的管理信息系统处于行业领先水平, 为公司业务高效运转提供保障。

## 关注

1. 公司在库存管理、流动性管理、外汇管理、信息系统管理等方面面临一定的经营风险。
2. 公司业务行业集中度较高，受 IT 通信行业和快速消费品行业景气度波动影响较大。
3. 公司近年来应收账款规模较大、增长较快，导致公司整体经营效率有所下降，并存在应收账款无法全额收回的风险。
4. 公司资产负债率较高，特别是流动负债规模较大，对公司日常经营管理产生较大压力。

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与深圳市怡亚通供应链股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与深圳市怡亚通供应链股份有限公司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，未因深圳市怡亚通供应链股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由深圳市怡亚通供应链股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。



## 一、主体概况

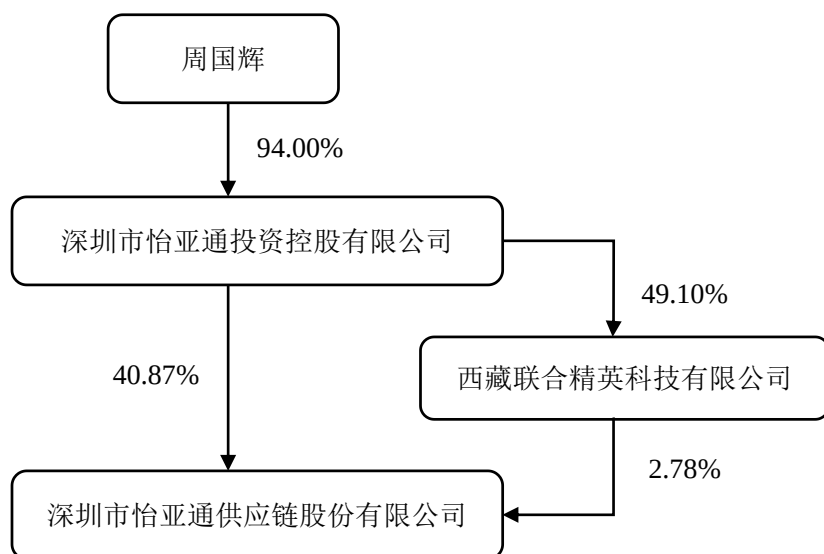
深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）前身为深圳市怡亚通商贸有限公司，由自然人周国辉、黎少嫦于 1997 年 11 月 10 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。之后经多次增资和股权转让，截至 2004 年 2 月，公司注册资本 2,000 万元。2004 年 2 月，公司整体改制为股份有限公司，注册资本变更为 7,082.22 万元，之后经 2006 年 3 次股权转让和 1 次增资，公司注册资本变更为 9,257.43 万元。

经中国证券监督管理委员会证监发行字【2007】376 号文核准，2007 年 10 月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）。

根据公司 2008 年召开的股东大会决议，公司 2007 年度实施每 10 股转增 10 股派 4 元（含税）的利润分配方案，注册资本增加至 24,714.85 万元；根据公司 2009 年召开的股东大会决议，公司 2008 年度实施每 10 股转增 5 股派 3.2 元（含税）的利润分配方案，总股本增加至 37,072.28 万元；根据公司 2010 年召开的股东大会决议，公司 2009 年度实施每 10 股转增 5 股派 1 元（含税）的利润分配方案，总股本增加至 55,608.42 万元；根据公司 2011 年召开的股东大会决议，公司 2010 年度实施每 10 股转增 5 股派 1.1 元（含税）的利润分配方案，注册资本增加至 83,412.62 万元。

根据中国证券监督管理委员会证监许可【2013】167 号文核准，公司于 2013 年 4 月向符合中国证券监督管理委员会相关规定条件的特定投资者定向发行人民币普通股（A 股）15,200 万股，每股发行认购价格为人民币 4.16 元，募集资金总额 63,232.00 万元，发行后公司注册资本变更为 98,612.62 万元。截至 2013 年末，公司总股本为 98,612.62 万元，其中有限售条件的流通股份 A 股 15,200 万股，无限售条件的流通股份 A 股 83,412.62 万股。公司控股股东为深圳市怡亚通投资控股有限公司，持股 40.87%。公司实际控制人为周国辉先生，总计间接持有公司 43.65%的股权，股权结构相对集中，如下图所示。

图 1 截至 2013 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：国内商业（不含限制项目）；预包装食品（不含复热预包装食品），乳制品

(含婴幼儿配方乳粉), 批发(非实物方式); 计算机软硬件开发; 企业管理咨询; 燃料油的批发; 黄金等首饰的购销; 汽车(不含小轿车)的经营(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, 限制的项目需取得许可后方可经营); 经营进出口业务、供应链管理及相关配套服务。

截至 2013 年底, 公司合并资产总额 145.21 亿元, 负债合计 115.54 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 29.66 亿元。2013 年公司实现营业收入 115.14 亿元, 净利润(含少数股东损益) 2.08 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-27.19 亿元, 现金及现金等价物净增加额 1.81 亿元。

截至 2014 年 3 月底, 公司合并资产总额 165.98 亿元, 负债合计 134.87 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 31.11 亿元。2014 年 1~3 月, 公司实现营业收入 44.13 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.79 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-6.02 亿元, 现金及现金等价物净增加额 0.23 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、2703 号; 法定代表人: 周国辉。

## 二、本期债券概况

### 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 2014 年公司债券”, 发行规模不超过人民币 11.5 亿元(含 11.5 亿元)。本期债券票面金额 100 元/张, 平价发行。本期债券的期限不超过 5 年(含 5 年)。本期债券采用单利按年计息, 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。本期公司债券的票面利率将根据市场询价结果, 由发行人与保荐人(主承销商)按照国家有关规定协商一致, 在利率询价区间内确定。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后拟用于偿还银行贷款和用于补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主营业务为提供供应链管理服务, 属于现代物流业中的供应链管理服务行业。

### 1. 行业概况

供应链管理服务行业是新经济的产物, 属于现代物流的范畴, 是对企业内部和具有互补性的服务供应商所拥有的不同资源、能力和技术进行整合和管理, 是建立在全国(球)网络及强大的信息系统下的各环节服务的组合, 是除了针对企业核心业务(产品研发及市场营销)外的其余全部供应链打包服务。2001 年《财富》杂志将供应链管理列为 21 世纪最重要的四大战略资源之一, 认为供应链管理是世界 500 强企业保持核心竞争力不可或缺的手段。当前, 在全球经济处于低谷和能源环境问题引起广泛关注的背景下, 低碳物流、面向高附加值和优质服务的物流以及信息化和智能化物流成为国外现代物流业的发展趋势, 现代物流业发展水平已成为衡量一个国家和地区综合竞争力的重要标志。

现代物流及供应链管理外包服务行业是经济全球化的产物, 也是推动经济全球化的重要服务业。世界现代物流业的发展呈稳步增长态势, 近几年, 全球物流业年均增长 7%以上, 高于同期全

球 GDP 增幅，尤其是亚洲市场发展很快。近年来，现代物流及供应链管理服务在我国发展迅速，2010 年我国物流业市场规模已跃居全球第二位，仅落后于美国。2013 年我国社会物流总额 197.8 万亿元，按可比价格计算同比增长 9.5%，其中单位与居民物品物流总额受电子商务和网络购物快速增长带动，保持快速增长态势，同比增长 30.4%，增幅比上年加快 6.9 个百分点。2013 年全国物流业增加值 3.9 万亿元，按可比价格计算同比增长 8.5%，占 GDP 的比重为 6.8%，占服务业增加值的比重为 14.8%。

从全球物流产业发展情况来看，物流业发达的地区已形成相对完善的交通运输和信息网络，其物流成本占 GDP 比重随着经济发展而下降。目前，发达国家物流成本占 GDP 比重大致在 10% 左右。我国由于物流基础设施、制度环境、物流人才及信息技术方面较落后，社会物流成本相对较高，物流效率仍然很低。2013 年全年我国社会物流总费用 10.2 万亿元，同比增加 9.3%，占 GDP 比率为 18.0%，与上年基本持平。国内商品 90% 以上的时间都用在仓储运输包装配送等环节上，加工制造时间不到 10%。由此看来，我国现代物流及供应链管理服务仍有较大的发展空间。

根据企业在供应链管理领域介入的程度不同，我国供应链管理的演进和供应链企业的发展情况目前主要呈现出两种不同的发展路径。第一种演进路径的供应链管理企业原来主要从事第三方物流服务，在转型为供应链管理企业后，仍保留浓厚的传统物流企业色彩。其主要业务特征是：以物流整体解决方案获取外包服务；不提供订单管理、资金结算服务；服务全过程一般不拥有货物所属权。国内外代表企业有飞马国际、越海全球物流、DHL-EXEL、日本近铁集团公司等。第二种演进路径的供应链管理企业原来主要从事国际贸易通关服务，由于不保有基础物流资产，因而一般转型为比较彻底的供应链管理企业。其业务特征是：以供应链集成解决方案获取外包服务；深入渗透客户价值链，在商流、资金流、信息流、物流实施全程一体化服务；服务全过程一般不拥有货物所属权。国内外代表企业有怡亚通、东方嘉盛、普路通、香港利丰集团等。

目前，我国现代物流及供应链管理服务行业供应商功能单一，增值服务（如货物拆拼箱，重新贴签/重新包装，包装/分类/并货/零部件配套，产品退货管理，组装/配件组装，测试和修理等）薄弱。我国物流及供应链外包服务商的收益 85% 来自基础性服务，如运输管理和仓储管理；增值服务及物流信息服务与财务服务的收益只占 15%。同时，我国现代物流及供应链管理服务行业市场还相当分散，企业规模小，地域集中度高，80% 的业务收入都来自长江三角洲和珠江三角洲地区。

总体看，我国供应链行业主要由原第三方物流公司和原从事国际贸易通关服务的公司演化发展而来，进而也呈现出两种不同的供应链发展路径，因此，目前我国供应链管理行业仍主要集中于运输管理、仓储管理等基础性物流服务。未来提高行业内企业供应链增值服务比重，并在信息化、智能化方面与国际接轨，是我国供应链管理行业的主要发展方向之一。

## 2. 行业竞争

供应链行业已充分实现市场化竞争，各企业面向市场自主经营，政府职能部门进行产业宏观调控，行业协会进行自律规范。

根据国务院于 2004 年 8 月 1 日发布的《关于促进我国现代物流业发展的意见》要求，为加强综合组织协调，2005 年开始，经国务院批准，由国家发改委牵头建立了由商务、交通、财政、税务、公安等 15 个部门和单位组成的全国现代物流工作部际联席会议制度。其主要职能是提出现代物流发展政策、协调全国现代物流发展规划、研究解决发展中的重大问题，组织推动现代物流业发展等。同时根据意见要求，国家已取消了针对物流行业的行政性审批，该行业不存在市场禁入

和生产额度等限制。

中国物流与采购联合会（以下简称“联合会”），是经国务院批准设立的中国唯一一家物流与采购行业综合性社团组织。联合会的主要任务之一是推动中国物流业的发展。政府授予联合会外事、科技、行业统计和标准制修订等项职能。同时联合会是全国现代物流工作部际联席会议成员单位，是亚太物流联盟和国际采购联盟的中国代表，并与许多国家的同行有着广泛的联系与合作。

从竞争格局上看，境外供应链管理巨头的运作模式、管理经验以及拥有的供应商和客户资源方面较国内供应链企业均有一定优势，在国际市场上占据主导地位，国内供应链管理企业由于发展历史较短，在国际市场上处于相对劣势。但在国内市场，国内供应链管理企业则更了解国内企业和国内市场，掌握了境内丰富的供应商、生产厂商和客户资源，在国内供应链管理市场中一直占据着主导地位，境外供应链管理巨头竞争优势并不突出。

目前供应链管理行业在我国尚处在发展前期，大部分企业已经逐渐认识到供应链管理的价值，但真正付诸实施且取得良好效果的却相对偏少。我国企业整体供应链管理水平和比较落后，根据IBM商业价值研究院的调查，半数以上在中国运营的企业平均订单交付周期超过20天，是大多数发达国家企业的四倍以上。与中国企业供应链效率整体低下相伴随的是大部分中国企业的供应链管理实践仍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专业从事供应链管理的服务商都相对较少。国内供应链管理服务行业的企业面对的是一个相对分散同时市场潜力巨大的竞争格局，目前国内供应链管理行业上市公司主要有：怡亚通、飞马国际、新宁物流、澳洋顺昌、中储股份、华贸物流、象屿股份等。

表1 国内主要供应链管理上市公司2013年主营业务概况（单位：亿元、%）

| 公司名称       | 主营业务收入        | 增长率          | 毛利率         | 服务领域                     |
|------------|---------------|--------------|-------------|--------------------------|
| 象屿股份       | 354.02        | 20.60        | 2.21        | 大宗商品                     |
| 飞马国际       | 298.50        | 103.72       | 0.66        | 能源石化、IT、电子               |
| 中储股份       | 278.39        | 3.95         | 3.20        | 快速消费品、食品、家电、电子、汽车等       |
| <b>怡亚通</b> | <b>115.14</b> | <b>53.86</b> | <b>8.64</b> | <b>IT、通讯、医疗器械、快速消费品等</b> |
| 华贸物流       | 85.33         | 13.99        | 5.48        | 汽车、机械设备、食品饮料、服装等         |
| 澳洋顺昌       | 13.99         | -15.81       | 13.77       | 金属材料                     |
| 新宁物流       | 3.68          | 13.02        | 31.56       | 电子信息产业相关                 |

资料来源：联合评级搜集整理。注：毛利率=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入。

从细分情况看，供应链管理企业的竞争程度依赖于所服务领域的行业集中程度，国内供应链管理企业由于服务领域不同，面临的市场竞争程度也有差异。在能源石化等大宗商品领域行业集中度较高，为其服务的供应链管理企业面临的竞争压力也较小；在快速消费品、服装等行业集中度较低的领域，为其服务的供应链管理企业面临着激烈的市场竞争。另外，供应链管理企业的利润来源主要为按照货值的一定比例收取的服务费。同时，由于供应链管理企业所提供的服务主要基于与企业之间长期合作的服务关系，行业利润率水平一般相对稳定。但与庞大的货物价值相比，以价差形式体现的服务费相对较低，导致供应链管理企业的综合毛利率指标总体较低。

总体看，目前供应链管理行业竞争依赖于所服务领域的行业集中程度。与国外发达市场相比，我国供应链管理行业集中度低，市场处于未饱和状态，未来仍有较大的发展空间。

### 3. 下游行业

#### 快速消费品行业

快速消费品是指使用寿命较短，消费速度较快的消费品，依靠消费者高频次和重复的使用与



消耗通过规模的市场销量来获得利润和价值的实现，典型的快速消费品包括日化用品、食品饮料、烟酒等，药品中的非处方药（OTC）通常也可以归为快速消费品。作为传统民生行业，快速消费品行业与民众生活关联度较大，长期以来在国民经济中占有重要地位。加之巨大的人口基数和日益增长的消费需求，使我国成为了全球快速消费品生产和消费的最大国家之一。

2013 年全年我国社会消费品零售总额 234,380 亿元，比上年名义增长 13.1%，扣除价格因素实际增长 11.5%。从细分行业来看，城镇居民收入和农村人口可支配现金的增加使得中国的日化用品消费也逐年递增，预计未来 10 年年均增长也将保持在 10%以上。2013 年全国规模以上日用品零售额为 3,962 亿元，同比增加 14.10%；2013 年全国粮油食品、烟酒饮料零售额为 14,833 亿元，同比增加 13.90%。

我国将深度城镇化和收入倍增计划列为未来十年重点发展目标，由此带来的人口分布变化将使我国快速消费品行业的总体规模大幅扩大。未来将有更多的新增城市人口来扩大消费者基数，加上人均消费额的提高，会使得我国快消行业的增长快于 GDP 的增长。此外，快消行业在经济下滑周期中，也具备较好的防御性，表现为即使在 GDP 和 CPI 均走低的阶段，快消行业也会保持增长态势。

#### 电子信息产业

电子信息产业是研制和生产电子设备及各种电子元件、器件、仪器、仪表的工业。由广播电视设备、通信导航设备、雷达设备、电子计算机、电子元器件、电子仪器仪表和其他电子专用设备等行业组成。2009 年，我国正式确立电子信息产业为国民经济重要的支柱产业。

2013 年，我国电子信息产业规模继续稳步扩大，实现销售收入总规模 12.4 万亿元，同比增长 12.7%，折美元计算，占同期全球 IT 支出的比重超过 50%，其中规模以上电子信息制造业实现主营业务收入 9.3 万亿元，同比增长 10.4%；利润总额 4,152 亿元，同比增长 21.1%。2013 年，我国规模以上电子信息制造业增加值增长 11.3%，高于同期工业平均水平 1.6 个百分点；行业收入、利润总额和税金占工业总体比重分别达到 9.1%、6.6%和 4.0%，其中利润总额和税金增速分别达到 21.1%和 19.1%，明显高于工业 12.2%和 11.0%的平均水平。在硬件产品制造方面，我国手机、计算机等产品产量分别达到 14.6 亿部、3.4 亿台，占全球出货量比重均在半数以上。

进出口方面，2013 年，我国电子信息产品进出口总额达 13,302 亿美元，同比增长 12.1%，占全国外贸进出口总额的 32.0%。其中，出口 7,807 亿美元，同比增长 11.9%，占全国外贸出口比重达到 35.3%，对全国外贸出口增长的贡献率为 51.1%；进口 5,495 亿美元，同比增长 12.4%，高于全国外贸进口增速 5.1 个百分点，占全国外贸进口比重达到 28.2%，对全国外贸进口增长的贡献率为 45.7%。全年进出口走势呈逐步趋稳态势。在贸易方式上，一般贸易比重继续提升，出口额 1,514 亿美元，增长 23.2%，此外，保税区仓储转口货物、保税仓库进出境货物及边境小额贸易等贸易方式出口增势突出，分别增长 64.3%、41.5%和 88.4%，贸易方式多元化趋势更加明显。在贸易主体结构上，内资企业出口 1,958 亿美元，同比增长 38.4%。在贸易伙伴结构上，新兴市场成为新的增长点，对越南、南非和阿根廷等国出口增速分别达到 78.5%、34.1%和 23.5%。在区域结构上，中西部地区成为新的增长极，如陕西、山西、重庆和安徽等省市出口增速分别达到 86.5%、65.9%、64.9%和 53.1%。

总体看，作为供应链管理行业的主要下游行业，快速消费品行业空间巨大，周期性较弱，随着城镇化的推进和国民人均收入的提高，快速消费品行业将迎来更快更好的发展；随着国家对三网融合、工业信息化、物联网、电子政务等领域的投入建设，作为上述领域基础的电子信息产业将会获得更大的发展，未来我国电子信息产业进出口也将会随着外贸结构的调整而进一步增加。

快速消费品行业和电子信息产业的快速发展，将大力推动供应链管理行业的创新和发展。

#### 4. 行业政策

目前，国内供应链管理外包服务行业按行业划分属于现代物流行业大类。

2011 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展十二五规划纲要》提出大力发展现代物流业，加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，大力发展第三方物流，优先整合和利用现有物流资源，加强物流基础设施的建设和衔接，提高物流效率，降低物流成本。推动农产品、大宗矿产品、重要工业品等重点领域物流发展。优化物流业发展的区域布局，支持物流园区等物流功能集聚区有序发展。推广现代物流管理，提高物流智能化和标准化水平。

2011 年 6 月 8 日，国务院常务会议研究部署了推动物流业发展的八项配套措施，提出通过切实减轻物流企业税收负担、加大对物流业的土地政策支持力度、促进物流车辆便利通行、改进对物流企业的管理、鼓励整合物流设施资源、推进物流技术创新和应用、加大对物流业的投入、促进农产品物流业发展等具体措施推进我国物流业的发展。

2011 年 8 月 19 日，国务院办公厅发布《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》（国办发【2011】38 号），要求切实减轻物流企业税收负担、加大对物流业的土地政策支持力度、促进物流车辆便利通行、加快物流管理体制变革、鼓励整合物流设施资源、推进物流技术创新和应用、加大对物流业的投入、优先发展农产品物流业、加强组织协调。

2012 年 8 月 3 日，国务院发布《关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》（国发【2012】39 号），要求加强现代流通体系建设、大力发展第三方物流、促进企业内部物流社会化、积极创新流通方式、大力推广并优化供应链管理、完善财政金融支持政策。

2012 年 9 月 1 日，国务院办公厅发布《国内贸易发展“十二五”规划》（国办发【2012】47 号），着力建设农产品现代流通体系、积极完善生产资料现代流通体系、加快健全工业消费品流通体系、加强电子商务物流配送体系建设、加快发展物流配送、合理规划和建设商贸物流集聚区、支持建设跨区域物流信息服务平台、大力推进绿色物流。

此外，公司总部所在的深圳市对物流产业高度重视，在政策方面给予支持。

深圳市政府 2007 年第 1 号文件《关于加快我市高端服务业发展的若干意见》提出“要大力扶持以供应链管理为核心的现代物流业的发展。包括支持现代物流企业拓展网络服务体系，发展骨干型物流企业，形成以第三方、第四方物流企业及供应链管理服务企业为主体的物流产业群”。

2011 年，《深圳市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，提出“大力发展国际采购、中转、分拨以及配送业务，加快形成以供应链服务企业为主体的物流服务企业群。推动物流信息化建设，打造南方信息交换中枢。扶持顺丰、怡亚通等物流供应链管理龙头企业，大力引进国际知名物流企业在深圳设立总部、转运中心或分拨中心。到 2015 年，物流业及物流服务业增加值占 GDP 比重达到 10%以上。”

2012 年 1 月，深圳市发布《深圳市现代服务业发展“十二五规划”》，提出在要重点发展供应链管理、港口航运、航空货运、保税物流、冷链物流等领域。强化现代物流综合集成优势，重点发展第三方物流，支持物流企业发展涵盖物流、资金流、信息流及商流的供应链增值服务，为我市大力发展战略性新兴产业提供现代物流服务。到 2015 年，物流业实现增加值 1,500 亿元，占 GDP 比重达到 10%。

总体看，上述行业政策的出台促进和规范了供应链管理行业的发展，明确了行业发展方向。在国家 and 地方政策的指引下，行业内优质企业将凭借资金、规模、客户优势获得高于行业平均水

平的增长速度，竞争优势有望得到进一步增强。

## 5. 行业关注

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。目前中国企业的自有物流及供应链管理服务占整个市场规模的 60~70%左右，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产业快速发展的一个重要瓶颈。

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。

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养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。

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。

## 6. 未来发展

经过 10 年的发展，我国供应链管理行业已经积累了足够的发展经验和资本。未来中国供应链管理服务行业的发展趋势将主要体现在以下几个方面：

增值服务供应链是主流趋势

未来随着市场竞争的加剧，传统型物流企业将面临更为严峻的转型升级的挑战，靠增值服务盈利逐渐成为主流趋势。增值服务供应链，是以客户需求为中心，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，以此来增强客户粘性，达成长期稳定的战略合作。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等将成为供应链行业新的生存模式。

大数据将成为新的行业价值点

随着云计算、移动互联网和物联网等新一代信息技术的发展，海量数据正快速生成，大数据蕴含着前所未有的商业价值。预计到 2020 年，中国数据产业市场将形成 2 万亿元规模。大数据将



会成为新的经济增长点，也将成为供应链管理行业的价值创新点。

供应链及物流企业通过收集隐藏着商品流通动态的每一条信息，通过动态数据分析，用于物流运营管理，以及对消费者需求进行分析，进而提供更完善的供应链服务。

#### 供应链金融将扩大发展空间

因受制于资产规模、管理规范等因素，融资问题向来是制约中小企业发展的主要因素。供应链金融的出现，可以有效地支持一大批依附于核心企业的上下游中小企业的发展，因而供应链金融也被认为是解决中小企业融资难的一个可行路径。近几年，多家银行以及部分电商也通过成立小贷公司等帮助其供应商融资，提供供应链金融服务。在中国产能供应过剩和金融脱媒的大背景下，供应链金融未来发展空间巨大。通过对商流、物流、资金流、信息流的整合，优秀的供应链企业在金融服务方面将会有更大的发展空间。

#### 三四线城市、农村等底层供应链服务市场巨大

我国三四线城市及农村中拥有近 10 亿人的消费人群，底层超级大市场已经开始被各行各业所关注。未来供应链管理企业可以通过“物流+本地化服务”的模式搭建平台，提供优质供应链管理服务以开拓市场。

总体看，在国家和地方政府产业政策的扶持下，随着全球经济的复苏和国内产业升级、竞争加剧，以及现代信息技术的发展，供应链管理行业发展前景持续看好。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

#### 行业地位领先、资源整合能力强

公司是首家在国内上市，率先与国际接轨的综合性供应链服务商。公司通过建立对客户需求的快速响应机制，以灵活的服务产品组合，实现了“商流、物流、资金流、信息流”四流合一的创新经营模式，为客户提供专业、全方位的一站式供应链服务，帮助企业专注核心业务，提升核心竞争力。公司拥有遍布中国及亚太地区的国内/国际物流配送网络；拥有遍布中国的营运网络；拥有强大的信息系统网络，形成了强大的资源整合能力和竞争优势。

#### 优质的客户资源

公司聚合了包括 Intel、GE、思科、宝洁、IBM、雀巢、玛氏等 100 余家世界 500 强及 1000 多家国内外著名企业的优势资源，业务嵌入电脑、通讯、医疗器械、快速消费品等 10 多个领域，有效帮助合作伙伴提高核心竞争力。与行业领先的客户合作一方面使公司获得先进的管理理念与方法，另一方面提升了公司在行业中的影响力和市场拓展能力，降低了经营风险。经过与优质客户的长期稳固合作，公司逐步建立起客户资源优势。

#### 高效的深度分销平台

公司建立覆盖了全国各级城市的“380”深度供应链网络，通过实现城市平台共享与分销体系优化，构建了一个快捷、高效的直供渠道，提高了公司的市场竞争力。深度 380 平台从 2009 年开始启动，目前已在全国近 200 个城市先后落地运作，并已成功导入上游品牌客户近千家，并为京东商城、唯品会等电商客户提供产品。公司采用与当地分销商成立合资公司的形式进入三四线快速消费品分销市场，实现了低成本高效率的区域覆盖，随着公司深度分销平台规模不断扩大，该业务平台的规模优势将逐步体现。

总体看，公司作为行业内的领先企业，在经营规模、客户资源和业务模式方面具有明显的差



异化优势，整体竞争实力较强。

## 2. 人员素质

截至 2013 年末，公司董事（独立董事除外）、监事及高级管理人员共十人，均在公司服务多年，并通过西藏联合精英科技有限公司间接持有公司股份，公司管理层比较稳定。

公司董事长兼总经理周国辉先生，现年 48 岁，深圳大学电子与计算机专业毕业，英国威尔士大学工商管理学硕士。1988~1993 年任特安电子公司总经理；1993~1996 年任深圳市智星电脑技术公司总经理；1997 年创办怡亚通公司。现任深圳市怡亚通供应链股份有限公司董事长、总经理。周国辉先生曾被评为深圳市十大创新物流人物、深圳物流业十大功勋人物、深圳市十大风云人物等。周先生目前担任深圳市企业联合会、深圳市企业家协会副会长，深圳市福田区总商会副会长，深圳市进出口商会副会长，深圳市物流与供应链管理协会常务副会长，深圳市国际商会副会长，深圳市国际经济合作促进会副会长等社会职务。

截至 2013 年末，公司拥有在职员工 4,117 人。按照教育程度划分，本科及以上学历占比 37.45%，大专学历占比 44.04%，中专及以下学历占比 18.51%；按照专业构成划分，管理人员占比 0.56%，技术人员占比 1.21%，销售人员占比 35.51%，其他人员（包括财务、采购、风控、关务、客服、人力资源、商务等部门人员）占比 62.72%。

总体看，公司高层管理人员拥有较长的供应链行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；员工中，销售人员占比较大，符合公司经营特点，现有人员配备能够满足公司目前生产经营发展需要。

## 3. 技术水平

计算机信息管理系统是供应链管理服务行业的核心物质基础，是实现公司供应链整合与资源共享，为客户提供“一站式服务”的关键。公司为不断提升内部管理及更好的满足客户业务需求，从 2004 年起投入巨资与毕博公司(BearingPoint)结合怡亚通自身及客户业务特点，共同研发了 Eternal 信息系统，该系统是毕博公司通过 CMM5 认证样板项目。

怡亚通信息系统集成了物流仓储管理、订单管理、通关管理、财务控制、数据分析、采购/分销管理和客户查询、实时跟踪等功能，可全面支持公司针对不同客户业务类型提供完整解决方案，并可根据客户的需求量身订制各类业务报表，全面支持客户业务开展。截至 2013 年末，公司在财务管理、仓储管理、订单管理、数据管理、客户管理等方面，获得了 24 项计算机软件著作权登记证书。

公司的产品进出口商贸（不含专营、专控、专卖商品）及其仓储配送物流服务通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证；公司的一站式供应链管理服务，包括采购和分销执行、进出口通关服务、供应商库存管理已通过 ISO/IEC27001:2005 信息安全管理体认证。

总的来看，公司在供应链管理信息系统和物流管理技术方面处于行业领先水平。

## 4. 外部支持

### 区位优势

公司总部位于深圳市。作为我国第一个经济特区，深圳市在供应链管理服务方面具有许多区位优势，具体体现在以下几个方面：第一，深圳市地处广东省南部沿海地区，与香港新界接壤，是“珠三角”区域核心城市之一，是内地进入香港的门户和桥头堡，在深圳及周边城市的区域内，聚集着大量的外向型加工制造企业，形成了多产业的复合型产业群；第二，深圳市是全国唯一拥

有陆海空口岸的城市，拥有立体化的城市交通；第三，深圳是内地与香港、国内市场与国际市场的结合部，是我国商品、资金、技术、信息等要素与世界市场双向流动的通流口岸，已形成了“国际市场-深圳-内地”的“三点一线”市场结构；第四，深圳作为“技术的窗口”，近年来高新技术产业发展迅速，逐步形成了一个以计算机及其软件、通信、微电子及其基础元器件、新材料、生物工程、机电一体化、激光等七大领域为主体的高新技术产业群，科技成果转化率达到 90%；第五，深圳市政府把现代物流业作为支柱产业，并提出要重点发展供应链管理、港口航运、航空货运、保税物流、冷链物流等领域，计划到 2015 年，物流业实现增加值 1,500 亿元，占 GDP 比重达到 10%。

#### 税收优惠及政府补助

公司于 2012 年 3 月被深圳市科技工贸和信息化委员会、深圳市财政委员会、深圳市国家税务局、深圳市地方税务局联合认定为高新技术企业。公司于 2012 年 3 月 23 日收到深圳市保税区地方税务局深地税保备【2012】81 号《税务事项通知书》，核准公司自 2011 年 1 月 1 日起至 2013 年 12 月 31 日期间执行 15% 的企业所得税优惠税率。公司现正在积极申请下一期高新技术企业认定。

2011~2013 年，公司分别获得各类政府补助款 1,119.86 万元、1,033.80 万元、894.00 万元，主要是公司获得的行业发展专项资金、外贸出口奖励资金和贷款贴息等。

总体看，公司位于现代物流发展较好的深圳市，为公司供应链管理业务提供了广阔的市场和完善的基础设施，公司享受各类优惠的发展政策，整体外部环境有利于公司的长远发展。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，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》等有关法律和中国证监会的要求积极开展规范运作，不断完善公司法人治理结构，健全内部控制体系，进一步实现规范运作。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，并按要求设立了独立董事、董事会秘书、董事会专门委员会，各组织结构相互独立、权责明确、相互监督，有效地保障了公司的规范运行和各项生产经营活动的有序进行。股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。截至 2013 年末，公司董事会由 7 名董事组成，包括独立董事 4 人，董事长 1 人；监事会由 3 人组成，其中职工代表监事 1 名。监事会是公司的监督机构，负责公司对董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理、组织实施董事会决议并接受董事会和监事会的监督。公司董事会下属各专门委员会及董事、监事，高级管理人员在日常经营中严格按照公司现行各项公司制度规范运作。

总体看，公司法人治理结构较完善，已按现代企业治理要求逐步建立健全相关框架及制度，认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作。

### 2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在决策、执行、监督等方面划分了明确的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。公司业务运营体系分为深度集群、广度集群、金融集群、全球采购集群、创新集群、海外集群、物流公司、供应链

基地；根据职责划分结合业务运营实际情况，公司下设设立了总裁办公室、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，各职能部门之间职责明确，相互配合，相互制约。

公司实行矩阵式管理架构，各个业务集群负责管理下设分、子公司的业务运营，但子公司在资金调度、骨干人员配备、财务核算等方面公司进行集中统一管理，使各集群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、营运等方面共享服务。

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，以保证各项业务的顺利开展。

财务管理方面，公司建立了独立的会计核算体系，并根据《公司法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》等法律、行政法规以及《公司章程》的有关规定，建立了一套完善的管理制度，具体包括《财务管理制度》、《财产盘点制度》、《固定资产管理制度》、《借款和各项费用开支审批程序》、《应收账款管理制度及流程》、《分支机构财务管理制度》等，并明确了授权及签章等内部控制环节。

在风险控制方面，2004年公司开始建立风险控制制度，至今已经形成了较为完善的风控体系，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作出详细规定，覆盖公司整个业务流程。公司已经形成较为成熟、严谨的风险控制文化。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务以提供集商流、物流、资金流、信息流四流合一的一站式供应链整合服务平台，并承接客户企业的非核心业务外包为主要业务内容。公司的供应链服务可分为三类：广度供应链业务（以下简称“广度业务”）、深度供应链业务（以下简称“深度业务”）和产品整合业务。

公司自成立以来，主要业务逐渐从广度供应链业务拓展至产品整合业务和深度供应链业务。广度供应链业务主要为客户提供进出口通关以及采购执行和分销执行的物流服务；公司的深度供应链业务面向主要的快速消费品厂商，提供一站式的物流配送和仓储管理服务，通过建立地方性平台的方式为厂商提供本地化的物流服务；公司的产品整合业务主要为客户在广度供应链服务的基础上进一步整合客户委托的外包加工生产的环节，实现由客户委托采购原材料、生产、配送成品到最终使用者的全面供应链服务。

表 2 近三年主营业务收入情况 单位：百万元

| 项目     | 2011 年度  |         | 2012 年度  |         | 2013 年度   |         |
|--------|----------|---------|----------|---------|-----------|---------|
|        | 金额       | 占比      | 金额       | 占比      | 金额        | 占比      |
| 深度业务   | 4,812.08 | 68.99%  | 4,892.06 | 65.37%  | 9,709.35  | 84.33%  |
| 产品整合业务 | 1,238.68 | 17.76%  | 1,675.97 | 22.39%  | 844.79    | 7.34%   |
| 广度业务   | 924.02   | 13.25%  | 915.77   | 12.24%  | 960.06    | 8.34%   |
| 合计     | 6,974.78 | 100.00% | 7,483.80 | 100.00% | 11,514.20 | 100.00% |

资料来源：公司年报

如上表所示，公司近三年主营业务收入保持较快增长，三年复合增长率为 28.48%。2013 年共

实现主营业务收入 115.14 亿元，同比增长 53.86%，收入增速较快的原因主要是 2013 年度公司深度业务增长较快。从收入构成上看，公司 2013 年收入中深度业务、广度业务和产品整合业务的收入占比分别为 84.33%、8.34%和 7.34%，深度业务占比较高。分业务来看，近三年来公司深度业务增长迅速，广度业务收入保持平稳，产品整合业务呈现波动下降的趋势。

表 3 近三年业务量情况 单位：百万元

| 项目      | 2011 年度   |         | 2012 年度   |         | 2013 年度   |         |
|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|         | 金额        | 占比      | 金额        | 占比      | 金额        | 占比      |
| 广度业务量   | 28,405.75 | 82.32%  | 29,391.41 | 81.57%  | 29,157.79 | 73.22%  |
| 深度业务量   | 4,812.08  | 13.95%  | 4,892.06  | 13.58%  | 9,709.35  | 24.38%  |
| 产品整合业务量 | 1,238.68  | 3.59%   | 1,675.97  | 4.65%   | 844.79    | 2.12%   |
| 总业务量    | 34,506.73 | 100.00% | 36,030.34 | 100.00% | 39,820.67 | 100.00% |

资料来源：公司年报

如上表所示，从公司业务量<sup>1</sup>来看，广度业务是公司业务量的主要组成部分，2013 年广度业务、深度业务和产品整合业务分别占总业务量的 73.22%、24.38%和 2.12%。分业务来看，近三年来公司广度业务量相对稳定，但是占比逐步下降；深度业务量增长较快，占比明显提高；产品整合业务量占比较小，同时 2013 年业务量占比明显下滑。

表 4 近三年主营业务毛利情况 单位：百万元，%

| 项目     | 2011 年度 |       |        | 2012 年度 |       |        | 2013 年度 |       |        |
|--------|---------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|-------|--------|
|        | 毛利      | 毛利率   | 占比     | 毛利      | 毛利率   | 占比     | 毛利      | 毛利率   | 占比     |
| 深度业务   | 270.96  | 5.63  | 40.80  | 337.42  | 6.90  | 40.54  | 505.89  | 5.21  | 50.88  |
| 产品整合业务 | 22.10   | 1.78  | 3.33   | 57.04   | 3.40  | 6.85   | 28.25   | 3.34  | 2.84   |
| 广度业务   | 370.99  | 40.15 | 55.87  | 437.77  | 47.80 | 52.60  | 460.16  | 47.93 | 46.28  |
| 合计     | 664.05  | 9.52  | 100.00 | 832.23  | 11.12 | 100.00 | 994.29  | 8.64  | 100.00 |

资料来源：公司年报

如上表所示，从主营业务毛利情况来看，近三年公司主营业务毛利保持较快增长，2013 年实现毛利润 9.94 亿元，三年复合增长率 22.36%。其中，广度业务和深度业务是公司毛利润的主要来源；2013 年，随着公司大幅增加深度业务覆盖区域，以及已进入区域进入盈利期，公司深度业务超过广度业务，贡献了 50.88%的毛利润。产品整合业务 2013 年贡献毛利润占比 2.84%，较 2012 年明显下降，主要是该业务盈利能力较低，公司考虑逐步退出该业务所致。从毛利率上看，公司广度业务毛利率较高，深度业务毛利率较低，产品整合业务毛利率最低，主要是由于公司广度业务的收入以服务费形式确认，而深度业务与产品整合业务以商品销售收入确认所致。从毛利率的变化上看，随着公司加强广度业务的成本管理和业务审核，并逐渐削减一部分低利润率的业务，广度业务毛利率整体得以稳步提升；深度业务毛利率虽有所波动，但仍保持相对稳定，2012 年公司在深度业务规模扩大的同时加强管理，导致深度业务毛利率明显提升，2013 年公司深度业务毛利率下滑主要是低毛利率的贵金属业务占比较大所致。

从公司业务的行业分布来看，公司收入的行业集中度较高。如下表所示，2013 年公司总体收入中快速消费品、IT 通信和贵金属业务是最大的收入来源，分别占当年总收入的 38.20%、33.82%和 18.43%。其中，IT 通信类业务营业收入变化不大；快速消费品业务近三年复合增长率 54.21%，

<sup>1</sup> 公司的业务量指一定时期内公司供应链上通过的商品的价值



主要原因是公司大力发展深度 380 平台业务，导致快速消费品销售收入快速增加，是近年来公司收入增长的主要来源；公司的贵金属业务属于深度业务平台，2013 年增加较快的原因是公司 2012 年开始整合优势资源，结合专业化业务、管理及运营团队，将业务范围拓展到贵金属领域所致。

表 5 公司主营业务收入行业分布情况 单位：万元

| 项目    | 2011年      |         | 2012年      |         | 2013年        |         |
|-------|------------|---------|------------|---------|--------------|---------|
|       | 金额         | 占比      | 金额         | 占比      | 金额           | 占比      |
| IT、通信 | 382,610.12 | 54.46%  | 399,055.64 | 52.82%  | 393,109.20   | 33.82%  |
| 家电    | 78,190.03  | 11.13%  | 60,662.39  | 8.03%   | 6,015.15     | 0.52%   |
| 医疗    | 1,855.31   | 0.26%   | 2,000.84   | 0.26%   | 1,749.81     | 0.15%   |
| 化工    | 26,193.29  | 3.73%   | 20,673.06  | 2.74%   | 64,104.65    | 5.52%   |
| 快速消费品 | 186,734.10 | 26.58%  | 241,293.52 | 31.94%  | 444,046.33   | 38.20%  |
| 贵金属   | -          | -       | 18,289.58  | 2.42%   | 214,246.90   | 18.43%  |
| 金融    | 5,022.80   | 0.71%   | 7,090.45   | 0.94%   | 10,874.10    | 0.94%   |
| 其他    | 21,895.31  | 3.12%   | 6,404.59   | 0.85%   | 28,147.99    | 2.42%   |
| 合计    | 702,500.96 | 100.00% | 755,470.07 | 100.00% | 1,162,294.13 | 100.00% |

资料来源：公司提供

注：表中合计数字与表 1 不同，是由于为了全面反映业务情况，本表中包含金融业务收入所致。

2014 年一季度，公司实现主营业务收入 44.13 亿元，同比增长 132.80%，较去年同期增速（1.78%）大幅提高，主要是受深度业务收入大幅增长所致；实现毛利润 3.19 亿元，同比增长 55.61%，利润结构较上年同期相比未发生重大变化。随着深度业务覆盖区域的增加，公司营业收入和盈利规模有望保持增长。

总体看，公司自设立以来业务不断拓展，在广度业务规模与利润保持稳定的基础上，深度业务增长较快，盈利能力较强。未来随着深度业务继续拓展，公司的盈利规模有望进一步提升。同时，联合评级也关注到公司营业收入的行业集中度较高，但考虑到公司 IT 和通信业务规模稳定，快速消费品市场巨大、周期性较弱，公司主营业务收入出现大幅波动的风险较低。

## 2. 广度供应链业务

### 业务模式

公司的广度业务主要包括采购执行和分销执行两类业务。

在采购执行业务中，公司代理客户从其已经确定的供应商采购原材料并配送至客户指定地点，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。公司凭借专业的运作经验和先进的内部信息管理系统，使生产商可根据生产需求实现实时原材料及半成品采购，分销商可根据订单来进行半成品或成品的 JIT<sup>2</sup>采购，最终达到降低库存、减少代理环节、提高供应链灵活性的目的，使客户更专注于自身的核心业务。

从采购执行业务流程上看，客户在明确自身采购需求的基础上进行供应商的招标，确定供应商和供应价格后向公司发出采购指令，预付部分货款，并签订代理采购合同；公司继而按照代理采购合同的要求向指定供应商以事先约定的价格采购指定商品，并以 T/T<sup>3</sup>或者 L/C<sup>4</sup>方式向境外供

<sup>2</sup> JIT: Just in Time 的缩写，是一种零库存的准时生产体制。

<sup>3</sup> T/T，指电汇，是汇出行应汇款人的申请，拍发加押电报或电传（Tested Cable/Telex）或者通过 SWIFT 给国外汇入行，指示其解付一定金额给收款人的一种汇款结算方式。

<sup>4</sup> L/C，指信用证，指开证银行应申请人的要求并按其指示向第三方开立的载有一定金额的、在一定的期限内凭符合规定的单据付款的书面保证文件。

应商支付货款；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，具体流程如下图所示。

图 2 采购执行业务示意图



在分销执行业务中，公司将制造商生产的产品代为运输和销售给该制造商已经确定的终端客户，具体服务内容包括进出口通关、物流配送、仓储、信息、结算配套等。公司在自身信息系统的基础上构造高效能的分销执行平台，为客户提供及时、高效、优质的分销服务，并帮助客户减少中间环节，管理众多客户的订单、物流、财务结算等。

从分销执行业务流程上看，境外制造商向公司下达进货指令，并于公司签订委托销售合同，公司代下游客户支付部分货款后，将商品运至公司在境外的仓库，在办理相关通关手续后运至境内仓库，之后下游客户在支付货款后将商品从公司仓库运出提走，如下图所示。

图 3 分销执行业务示意图



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。

### 业务运营

公司自成立以来即开展广度供应链业务，随着公司行业知名度提高以及涉及行业和品类不断拓展，2007 年以来该业务的业务量平稳增长，年均复合增长率为 6.21%；同期公司广度业务收入年均复合增长率为 18.03%，增速明显高于业务量增速，主要是公司广度业务规模提升、管理水平

提高以及剔除部分利润较低的品类后，广度业务整体服务费率不断提升所致（见下表）。

表 6 广度业务量及收入情况 单位：百万元

|        | 2007年     | 2008年     | 2009年     | 2010年     | 2011年     | 2012年     | 2013年     |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 广度业务收入 | 355.16    | 455.80    | 434.30    | 755.45    | 924.02    | 915.77    | 960.06    |
| 广度业务量  | 20,311.06 | 21,655.19 | 22,196.73 | 27,281.07 | 28,405.75 | 29,391.41 | 29,157.79 |
| 收入/业务量 | 1.75%     | 2.10%     | 1.96%     | 2.77%     | 3.25%     | 3.12%     | 3.29%     |

资料来源：公司年报，联合评级整理

从成本结构上看，公司广度业务成本以仓储成本和物流成本为主，成本结构较为稳定，两者合计占广度业务成本近 90%，符合广度业务的运营特征。近年来，由于人工费用和燃料费用的提高，物流成本占比略有上升。

表 7 广度业务成本结构 单位：万元

| 项目    | 2011年     |         | 2012年     |         | 2013年     |         |
|-------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|       | 金额        | 占比      | 金额        | 占比      | 金额        | 占比      |
| 仓储成本  | 10,903.53 | 19.72%  | 8,670.68  | 18.14%  | 9,037.63  | 18.08%  |
| 物流成本  | 37,831.93 | 68.41%  | 33,212.56 | 69.48%  | 35,462.58 | 70.94%  |
| 海关费用  | 1,845.08  | 3.34%   | 1,669.68  | 3.49%   | 1,379.78  | 2.76%   |
| 搬运理货费 | 2,269.07  | 4.10%   | 1,907.99  | 3.99%   | 2,032.11  | 4.07%   |
| 其他    | 2,453.95  | 4.44%   | 2,339.22  | 4.89%   | 2,078.04  | 4.16%   |
| 营业成本  | 55,303.56 | 100.00% | 47,800.12 | 100.00% | 49,990.13 | 100.00% |

资料来源：公司提供

公司为了保持较高的资产利用效率，将物流和仓储进行外包，目前广度业务拥有仓库 45 座，均为向第三方租赁的物流设施，主要分布于深圳、北京、郑州、上海、武汉、成都等地。2013 年公司租赁仓库面积明显减少，同时吞吐量明显提升，主要是当年公司为扭转经营成本过快增长的局面，对原有九大区域分拨仓库进行梳理和撤并，同时提升核心仓库管理效率所致。

表 8 广度业务物流设施情况

| 项目            | 2011年  | 2012年  | 2013年  | 2014年3月   |
|---------------|--------|--------|--------|-----------|
| 仓库数量（个）       | 49     | 48     | 45     | 45        |
| 仓库面积（平方米）     | 64,660 | 62,947 | 26,469 | 26,469    |
| 仓库吞吐量（万立方米/年） | 26.63  | 66.32  | 96.63  | 120（年化，估） |
| 公司供应链设施的自动化程度 | 较高     | 较高     | 较高     | 较高        |

资料来源：公司提供

从业务管理上看，由于公司在广度业务中处于供应链服务提供商的位置，因此公司把该业务管理的核心放在物流运营的风险以及客户的信用风险上。公司与客户签订的代理购销合同中明确指明公司不承担代购货物的跌价风险和滞销风险。对于货物在公司控制下产生的毁损风险，公司除从日常操作方面加强管理之外，对租赁的仓库及运输服务商均在防火、防盗和安全生产方面提出较高要求，同时对商品购买货物运输保险，以规避货损风险。

为了加强客户信用风险管理，一方面，公司选择大客户进行合作，以降低发生违约的可能性（公司广度业务客户均与公司合作多年，多为业内规模较大、经营稳健和信誉良好的大型企业）；另一方面，公司对于新客户和规模较小的客户在订货时收取全款，以规避信用风险；此外总部风

险控制中心通过事前、事中和事后等完备的风险防控措施将客户违约风险降至最低。(有关公司风险控制策略的分析请参考“风险控制”章节)。

从客户结构来看,2013年前五位大客户产生的收入占当年广度业务总收入的9.28%,广度业务的客户集中度较低,但由于公司近年来不断推行大客户战略,广度业务的客户集中度呈现上升趋势,如下表所示。

表9 近三年广度业务前五位客户收入占比 单位:万元, %

| 时间    | 序号 | 客户名称                                            | 收入金额     | 收入占比 |
|-------|----|-------------------------------------------------|----------|------|
| 2011年 | 1  | 北京宏碁讯息有限公司                                      | 2,806.60 | 3.04 |
|       | 2  | 方正科技集团                                          | 510.07   | 0.55 |
|       | 3  | 深圳天珑移动技术股份有限公司                                  | 409.14   | 0.44 |
|       | 4  | 杰尼亚贸易(上海)有限公司                                   | 482.75   | 0.52 |
|       | 5  | 北京晓通网络科技有限公司                                    | 306.08   | 0.33 |
|       |    | 合计                                              | 4,514.64 | 4.88 |
| 2012年 | 1  | 百威英博(四川)啤酒有限公司                                  | 2,815.29 | 3.07 |
|       | 2  | 宏碁(重庆)有限公司                                      | 1,903.30 | 2.08 |
|       | 3  | GENERAL ELECTRIC INTERNATIONAL OPERATION CO.INC | 1,439.17 | 1.57 |
|       | 4  | 爱普生(中国)有限公司                                     | 869.22   | 0.95 |
|       | 5  | 网件(北京)网络技术有限公司                                  | 808.02   | 0.88 |
|       |    | 合计                                              | 7,835.00 | 8.55 |
| 2013年 | 1  | 宏达通讯有限公司                                        | 2,655.79 | 2.77 |
|       | 2  | 百威英博(四川)啤酒有限公司                                  | 2,340.45 | 2.44 |
|       | 3  | GENERAL ELECTRIC INTERNATIONAL OPERATION CO.INC | 1,454.08 | 1.51 |
|       | 4  | 网件(北京)网络技术有限公司                                  | 1,296.58 | 1.35 |
|       | 5  | 深圳市紫金支点技术股份有限公司                                 | 1,160.38 | 1.21 |
|       |    | 合计                                              | 8,907.28 | 9.28 |

资料来源:公司提供

### 资金结算服务

公司的资金结算服务依附于公司广度业务运行,属于公司供应链管理延伸的配套资金服务。公司主要为广度供应链上下游企业提供信用证融资、采购资金及税费垫付、货款结算等服务,以满足客户短期的资金需求,保证公司广度业务顺畅运转并降低整体风险。

从服务定价上看,公司对资金结算服务的收费与广度供应链服务费打包收取,因此无法单独列示该服务的业务收入。公司资金结算服务目前有客户1,000多家,公司每年为广度业务的三分之一到一半业务量提供不同形式的供应链金融服务。

从资金结算服务的风险控制来看,客户提出需求后,公司风控部门设专人评价客户所面临的政策风险、运营风险和经营风险等,经公司贷款审核会议(以下简称“审贷会”)审核通过为客户提供相应额度的资金结算服务。由于广度业务范围内享受公司资金结算服务的客户也是公司广度业务的客户,因此该等客户通常会有相当金额的商品在公司的实际控制之下,一旦客户发生信用风险,公司有权向客户追讨相关款项或通过销售客户的商品来避免损失。因此,公司资金结算服务的信用风险可控。

### 业务拓展

从业务拓展方式上看,公司广度业务的拓展以客户口碑相传为主,并积极和有关部门、行业协会合作,通过参加中国(深圳)国际物流博览会、中国(深圳)国际物流与交通运输博览会、中国国际物流与供应链管理发展峰会等方式挖掘潜在客户、拓展行业影响力。广度业务目前设有深



圳、上海、北京、广州、东北、西部六大业务战区，下属行业事业（本）部、专业分子公司等业务部门合计近 40 个，分别组织开展各地区、各行业广度供应链业务的客户拓展与市场营销。公司对营销人员根据岗位层级和类别不同设有月度、季度、半年度和年终考核，并采用销售业绩提成与年度组织绩效分红相结合的激励模式。

从广度业务的行业结构来看，公司广度业务行业集中度较高。由于公司历史上主要专注于 IT 通信行业的供应链管理业务，因此来自 IT 通信行业收入占比较高。但近三年来，公司积极拓展其他行业的供应链服务业务，公司广度业务的行业集中度有所下降，2013 年来自 IT 通信行业的业务量占广度业务总量的 75.83%，较 2012 年下降 13.06 个百分点，如下表所示。

表 10 广度业务量行业分布 单位：百万元

|       | 2011年     |         | 2012年     |         | 2013年     |         |
|-------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|       | 收入        | 占比      | 收入        | 占比      | 收入        | 占比      |
| IT、通信 | 25,364.60 | 89.29%  | 26,125.74 | 88.89%  | 22,110.07 | 75.83%  |
| 家电    | 732.44    | 2.58%   | 430.63    | 1.47%   | 538.90    | 1.85%   |
| 医疗    | 525.50    | 1.85%   | 622.75    | 2.12%   | 617.14    | 2.12%   |
| 化工    | 465.63    | 1.64%   | 366.84    | 1.25%   | 4,148.93  | 14.23%  |
| 其他    | 1,317.57  | 4.64%   | 1,845.46  | 6.28%   | 1,742.75  | 5.98%   |
| 合计    | 28,405.75 | 100.00% | 29,391.41 | 100.00% | 29,157.79 | 100.00% |

资料来源：公司提供

总体上看，公司广度供应链业务历史较长，积累了较多长期稳定的优质客户，业务规模较大；公司作为物流服务商不承担经营风险，广度业务整体风险可控，是公司稳定的收入和利润来源。同时联合评级也关注到，公司广度业务的主要收入来自 IT 通信行业，近年来公司不断拓展新兴行业，逐步缓解了下游行业集中度较高的风险。

### 3. 深度供应链业务

#### 业务模式

近三年，公司深度业务增长迅速，2013 年公司深度业务收入 97.09 亿元，同比增长 98.47%。深度分销 380 整合平台（以下简称“380 平台”或“深度 380”）是公司深度供应链业务最重要的组成部分，该业务通过搭建全国性的直供终端平台，帮助品牌企业高效分销、快速覆盖终端网点，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。380 平台从 2009 年开始启动，目前已在全国近 200 个城市落地，并已导入上游品牌客户近千家，其中包括宝洁、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 60 多家。截至目前，380 平台服务涵盖大卖场（KA）、中型超市（BC）、药店、母婴店、批发商等在内的各种终端门店系统共计 55 万多个，并为京东商城、唯品会等电商客户提供产品服务。380 平台 2011 年、2012 年和 2013 年分别实现营业收入 18.34 亿元、26.62 亿元、44.67 亿元，三年复合增长率为 56.07%；截至 2014 年 3 月末，深度 380 业务已经覆盖 200 个区域市场，如下表所示。

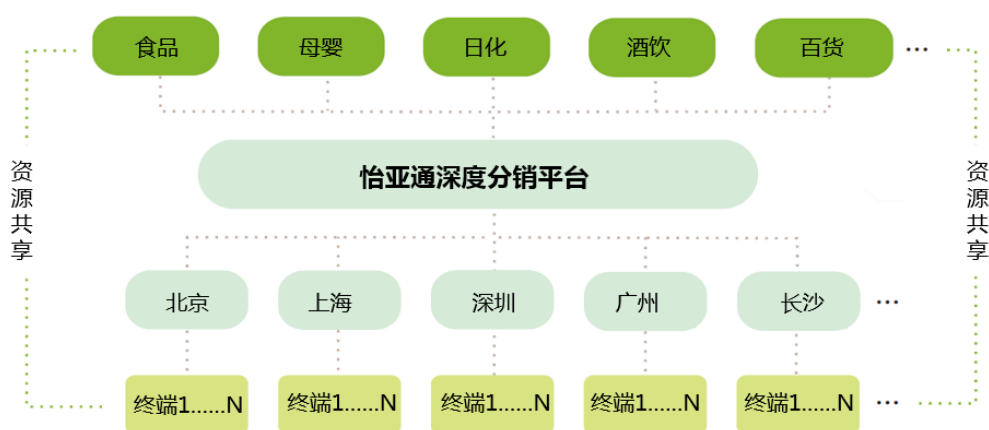
表 11 深度 380 区域平台数量情况

| 区域  | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年3月 |
|-----|-------|-------|-------|---------|
| 华东区 | 25    | 30    | 40    | 50      |
| 中南区 | 15    | 30    | 40    | 40      |
| 西北区 | 15    | 30    | 40    | 40      |
| 华北区 | 15    | 30    | 60    | 70      |
| 合计  | 70    | 120   | 180   | 200     |

资料来源：公司提供

从业务操作流程看，公司与上游快速消费品品牌供应商签订分销协议，获得指定商品的经销权后，公司按照协定价格向供应商提货，并支付一部分货款；之后，公司根据下游经销商和销售终端的指令，结合销售计划对下游进行供货，并按照与下游的协商价格回收销售款。与此同时，公司还为下游经销商和销售终端提供配套结算、渠道开发维护、市场推广等附加服务。如下图所示，公司在业务操作层面处于快速消费品经销商的地位，通过买入和卖出商品获得收益。

图 4 380 深度分销平台示意图



资料来源：公司提供

从公司深度业务的本质看，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。

从财务处理上看，在深度供应链业务中，根据公司与供应商、客户签订的合同或协议，公司对于已采购货物在销售至卖场、超市、门店之前拥有货物的所有权。公司获取供应商货物时，计入存货，一般在产品出库、客户签收后确认为销售收入并结转各项成本。

### 业务运营

从深度业务的行业结构看，公司深度业务的行业集中度较高，2013 年深度业务收入中，IT 通信、快速消费品和贵金属占比较高，分别占当年深度业务收入的 23.97%、45.73%和 22.07%，其中 IT 通信业务规模较为平稳，快速消费品业务随着深度 380 平台覆盖区域的增加而快速增长，2012 年已超过 IT 与通信业务成为深度业务中最大的收入来源，2013 年公司贵金属业务收入增加较快，主要是公司 2012 年开始将业务范围拓展到贵金属领域所致。

表 12 深度业务收入行业分布 单位：万元

| 行业     | 2011年      |        | 2012年      |        | 2013年      |        |
|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|        | 金额         | 占比 (%) | 金额         | 占比 (%) | 金额         | 占比 (%) |
| IT 与通信 | 235,355.26 | 48.91  | 197,254.63 | 40.32  | 232,724.85 | 23.97  |
| 家电     | 30,368.81  | 6.31   | 11,533.25  | 2.36   | 1,099.34   | 0.11   |
| 快速消费品  | 186,594.53 | 38.78  | 239,726.86 | 49.00  | 444,046.33 | 45.73  |
| 化工     | 18,958.01  | 3.94   | 20,354.77  | 4.16   | 53,885.12  | 5.55   |
| 贵金属    | -          | -      | 18,289.58  | 3.74   | 214,246.90 | 22.07  |

|    |            |      |            |       |            |      |
|----|------------|------|------------|-------|------------|------|
| 其他 | 9,931.02   | 2.06 | 2,047.22   | 0.41  | 24,932.52  | 2.57 |
| 合计 | 481,207.63 | 100  | 489,206.31 | 99.99 | 970,935.06 | 100  |

资料来源：公司提供

从深度业务中快速消费品的产品结构来看，日化、食品、母婴和酒饮类产品分别占 2013 年快速消费品销售收入的 32.92%、30.06%、18.44%和 7.90%，是快速消费品的主要销售收入来源。从快速消费品产品结构变化看，受公司不断增加日化产品合作厂商的影响，公司日化产品销售占比近三年保持持续增长；酒饮类产品由于毛利率较低，公司控制该类产品的的发展速度，导致其在销售中占比逐年下降；母婴、食品类商品销售占比呈现波动变化态势。

表 13 深度 380 业务快速消费品行业分布及占比 单位：万元，%

|    | 2011年      |        | 2012年      |        | 2013年      |        |
|----|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 行业 | 销售额        | 占比     | 销售额        | 占比     | 销售额        | 占比     |
| 母婴 | 29,824.71  | 15.98% | 63,575.68  | 26.52% | 81,864.44  | 18.44% |
| 酒饮 | 30,179.20  | 16.17% | 25,411.96  | 10.60% | 35,071.64  | 7.90%  |
| 食品 | 68,999.21  | 36.98% | 63,577.64  | 26.52% | 133,470.88 | 30.06% |
| 日化 | 25,860.03  | 13.86% | 61,889.58  | 25.82% | 146,195.30 | 32.92% |
| 合计 | 154,863.15 | 82.99% | 214,454.86 | 89.46% | 396,602.26 | 89.32% |

资料来源：公司提供，联合评级整理

从深度业务的供应商集中度看，近三年前五位供应商的集中度明显下降，其中 2013 年前五位供应商采购量占深度业务总采购量的 22.39%，供应商行业分布更为均衡。

表 14 深度业务前五位上游供应商 单位：万元，%

| 时间    | 序号 | 客户名称              | 采购额        | 占比     |
|-------|----|-------------------|------------|--------|
| 2011年 | 1  | 联想集团              | 147,479.69 | 31.34% |
|       | 2  | 雀巢（中国）有限公司        | 24,327.86  | 5.17%  |
|       | 3  | 中粮集团有限公司          | 13,643.15  | 2.90%  |
|       | 4  | 泸州老窖股份有限公司        | 9,460.03   | 2.01%  |
|       | 5  | 多美滋婴幼儿食品有限公司      | 9,376.45   | 1.99%  |
| 合计    |    |                   | 204,287.18 | 43.41% |
| 2012年 | 1  | 联想集团              | 57,880.35  | 13.10% |
|       | 2  | 爱普生（中国）有限公司上海分公司  | 34,203.66  | 7.74%  |
|       | 3  | 上海雀巢产品服务有限公司      | 4,365.62   | 0.99%  |
|       | 4  | 北京华海时代科技发展有限公司    | 3,127.48   | 0.71%  |
|       | 5  | 多美滋婴幼儿食品有限公司      | 2,437.99   | 0.55%  |
| 合计    |    |                   | 102,015.10 | 23.09% |
| 2013年 | 1  | 联想集团              | 106,979.33 | 10.82% |
|       | 2  | 日照昌华海产食品有限公司      | 41,821.55  | 4.23%  |
|       | 3  | 爱普生（中国）有限公司上海分公司  | 30,257.22  | 3.06%  |
|       | 4  | 益海嘉里食品营销有限公司北京分公司 | 30,106.35  | 3.05%  |
|       | 5  | 江苏丰谷油脂有限公司        | 12,180.00  | 1.23%  |
| 合计    |    |                   | 221,344.45 | 22.39% |

资料来源：公司提供

从成本结构看，公司深度业务的主要成本为产品采购成本，近三年均占总成本的 96%以上，这主要与公司作为供应链服务提供商，其购销差价主要为提供供应链服务的相关费用，该等费用占售价比例较小且相对稳定有关。除产品采购成本外，物流费用、仓储费用和分销费用占比较高，其中物流费和仓储费受业务规模扩大和成本上升影响近三年在成本中占比不断提升，分销费用主

要是产品进入大型卖场产生的费用，占比相对稳定。

表 15 深度业务成本情况 单位：万元

| 项目     | 2011年      |         | 2012年      |         | 2013年      |         |
|--------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
|        | 金额         | 占比      | 金额         | 占比      | 金额         | 占比      |
| 产品采购成本 | 441,982.05 | 97.33%  | 439,291.01 | 96.45%  | 888,547.65 | 96.54%  |
| 物流费    | 5,191.67   | 1.14%   | 6,578.59   | 1.44%   | 13,661.46  | 1.48%   |
| 仓储费    | 948.49     | 0.21%   | 3,319.09   | 0.73%   | 6,428.29   | 0.70%   |
| 分销费用   | 3,166.35   | 0.70%   | 3,571.37   | 0.78%   | 7,106.96   | 0.77%   |
| 其他     | 2822.95    | 0.62%   | 2,703.89   | 0.59%   | 4,602.16   | 0.50%   |
| 营业成本   | 454,111.51 | 100.00% | 455,463.94 | 100.00% | 920,346.52 | 100.00% |

资料来源：公司提供

业务外包方面，公司采用与广度业务类似的轻资产模式，通过租赁仓库和运输车队的方式满足日常物流仓储需要。随着公司深度业务覆盖区域的增加，公司租赁的物流设施数量和规模快速上升，如下表所示。

表 16 深度业务物流设施情况

| 项目            | 2011年   | 2012年   | 2013年   | 2014年3月 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 仓库数量          | 71      | 85      | 121     | 138     |
| 仓库面积（平方米）     | 110,000 | 130,000 | 197,389 | 228,799 |
| 仓库吞吐量（立方米/年）  | 180     | 216     | 288     | 360     |
| 公司供应链设施的自动化程度 | 较高      | 较高      | 较高      | 较高      |

资料来源：公司提供

业务管理方面，公司在快速消费品分销中主要关注产品剩余保质期、商品动销率<sup>5</sup>、库存水平以及上下游客户的信用风险。虽然公司不承担库存商品在保质期内的降价、促销和退货风险，但若库存商品已过保质期，公司则需承担商品返厂所需的运费和一定的退货折扣损失，因此对商品剩余保质期和动销率的监控是控制营运成本的重要方面，公司信息系统可以实现对该等指标的实时统计和检测；此外公司通常按照“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。库存水平管理方面，公司按照客户制定的数量建立安全库存，并通过分析该商品的动销率和库存量安排采购，以保证供货。客户信用风险管理方面，公司除对沃尔玛等大型终端给予 45 天以内的账期之外，对与较小的销售终端均收取全款后发货。

### 业务拓展

在业务拓展方面，公司深度业务开展初期曾以直营分子公司的形式开拓区域市场，但由于中国三四线消费品市场各自特点不同，以自营方式进入成本较高、风险较大；近两年公司转向与当地分销商合作的方式拓展深度 380 业务。具体来看，公司在获得上游品牌商的分销业务后，在指定的分销区域内选择具备分销规模和资金实力的分销商，并共同出资设立区域平台公司，平台公司一般由怡亚通控股，平台公司的董事长和财务负责人由怡亚通指派，平台公司总经理和业务人员由当地分销商委派，具体业务运营由当地业务人员负责。在该模式下，怡亚通可以用较低的投资快速进入地方市场，当地经销商由于怡亚通的进入获得与国际知名消费品厂商合作的机会，双方以平台公司为利益共同体协同发展、共同获益。2011 年以来，该模式在全国范围内快速复制，

<sup>5</sup> 动销率=商品累计销售数量/商品库存数量，是评价各种类商品销售情况的指标。



是怡亚通深度业务快速发展的重要驱动力之一。

从客户结构方面看，公司深度业务客户集中度近三年逐年下降，2013 年前五大客户销售额占比合计为 16.88%，较上年下降 3.87 个百分点。近三年随着公司不断拓展深度业务覆盖区域，公司前五大客户变化较大，显示公司深度业务客户多元化程度较高。

表 17 深度业务前五位下游客户

| 时间    | 序号 | 客户名称                                  | 销售额        | 占比    |
|-------|----|---------------------------------------|------------|-------|
| 2011年 | 1  | 国美电器有限公司                              | 116,735.64 | 24.26 |
|       | 2  | CTY TNHH TM DV ANH MINH CUONG         | 6,481.49   | 1.35  |
|       | 3  | PT ETERNAL ASIA INDONESIA             | 5,634.02   | 1.17  |
|       | 4  | 家乐福（中国）有限公司                           | 4,298.51   | 0.89  |
|       | 5  | 深圳市大水联合酒业有限公司                         | 3,348.68   | 0.70  |
|       |    | 合计                                    | 136,498.35 | 28.37 |
| 2012年 | 1  | 西宁国美电器有限公司                            | 42,321.56  | 8.65  |
|       | 2  | EA GLOBAL SUPPLY CHAIN SOLUTIONS INC. | 37,721.09  | 7.71  |
|       | 3  | 南宁国美物流有限公司                            | 10,339.18  | 2.11  |
|       | 4  | 沃尔玛(中国)投资有限公司                         | 5,787.04   | 1.18  |
|       | 5  | 北京京东世纪信息技术有限公司                        | 5,396.99   | 1.10  |
|       |    | 合计                                    | 101,565.86 | 20.75 |
| 2013年 | 1  | 西安市昊龙珠宝首饰有限公司                         | 46,677.98  | 4.81  |
|       | 2  | 潼关县鑫鑫黄金首饰有限责任公司                       | 44,954.73  | 4.63  |
|       | 3  | EA GLOBAL SUPPLY CHAIN SOLUTIONS INC. | 32,512.32  | 3.35  |
|       | 4  | 江苏丰谷油脂有限公司                            | 23,585.49  | 2.43  |
|       | 5  | 深圳金桔莱黄金珠宝首饰有限公司                       | 16,088.46  | 1.66  |
|       |    | 合计                                    | 163,818.98 | 16.88 |

资料来源：公司提供

总体看，公司通过选择知名品牌商和销售终端来控制风险，通过与当地既有经销商合作的方式实现低成本的覆盖，深度业务近三年发展较快。深度 380 平台覆盖区域快速增加，是公司近年来收入和利润增长的主要来源；未来随着深度 380 平台模式向更多区域拓展，深度业务营业收入和盈利水平有望继续提高。

#### 4. 金融服务

公司的金融服务业务是公司供应链管理服务的补充，主要为针对广度业务和深度业务中的中小型企业提供的小额贷款服务。

##### 经营概况

公司的小额贷款业务（以下简称“小贷业务”）由全资子公司深圳市宇商小额贷款有限公司（以下简称“宇商小贷公司”）经营。宇商小贷公司于 2010 年 1 月 19 日成立，法定代表人为周国辉，目前注册资本为 5 亿元，其主要业务为在深圳市内专营小额贷款业务。

表 18 近三年小额贷款情况 单位：万元

|             | 2011年度    | 2012年度    | 2013年度    |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 个人贷款和垫款     | 6,372.15  | 9,880.45  | 24,962.92 |
| 企业贷款和垫款     | 24,066.04 | 31,102.53 | 52,719.84 |
| 贷款余额        | 34,038.18 | 40,982.98 | 77,682.76 |
| 减：减值准备      | 304.38    | 486.47    | 988.15    |
| 发放贷款及垫款期末余额 | 30,133.80 | 40,496.51 | 76,694.61 |
| 利息收入        | 5,022.80  | 7,090.45  | 10,874.10 |
| 利息支出        | 511.46    | 942.93    | 1,881.67  |

|                 |          |          |          |
|-----------------|----------|----------|----------|
| 毛利润             | 4,511.33 | 6,147.52 | 8,992.43 |
| 毛利率             | 89.82%   | 86.70%   | 82.70%   |
| 小贷毛利润占主营业务毛利润比例 | 6.79%    | 7.39%    | 9.04%    |

资料来源：公司提供，联合评级整理

如上表所示，公司开展小贷业务以来，业务量增长较快，2013 年末公司发放贷款及垫款期末余额 7.67 亿元，三年复合增长率为 59.53%，2013 年公司实现利息收入 1.09 亿元，三年复合增长率 47.14%。从该项业务的利润率来看，三年来小额贷款毛利率逐步下滑，主要是借款成本上升所致，但仍保持在 80%以上的较高水平。从小额贷款毛利润金额来看，近三年呈现快速增长趋势，并且在公司总体毛利润中的比重不断提升，2013 年，小额贷款业务实现毛利润 0.90 亿元，占主营业务毛利润的 9.04%，较上年提高 1.66 个百分点，是公司利润的重要组成部分。

### 业务运营

从小额贷款的资金来源看，按照相关规定，小额贷款公司除可用自有资金营运外，自身积累的利润部分也可滚动投放于自身业务运营，同时小额贷款公司从银行业金融机构获得融入资金的余额不得超过资本净额的 50%。目前宇商小额贷款已向国家开发银行深圳分行、浦发银行深圳分行申请直贷业务，截至 2014 年 3 月末，宇商小贷公司向银行的借款余额约 1.25 亿人民币。除贷款外，宇商小贷通过国家开发银行深圳分行、深圳市红塔资产管理有限公司等开展资产转卖业务，并积极与国信证券、华泰证券、前海股权交易中心、前海资产交易中心探讨开展资产证券化业务，以拓宽融资渠道。

2014 年 2 月 20 日，深圳市人民政府金融发展服务办公室发布《关于我市小额贷款公司开展融资创新业务试点的通知》，同意深圳市小额贷款公司从银行机构、前海股权交易中心、前海金融资产交易所以及其他经批准同意开展小额贷款融资创新试点的要素平台和小额再贷款公司融入资金，通过外部合规渠道融入资金总比例（含同业拆借）不得超过公司上年度净资产的 200%；同业拆借的拆出资金比例不得超过上年度净资产的 30%。这一政策提高了小额贷款公司的融资杠杆比例，有利于宇商小贷公司做大贷款规模。

从资金成本看，宇商小贷公司用于发放贷款的资金主要来自与公司自有资本金及相应比例的银行贷款，2013 年的平均资金成本约为 6.30%。宇商小贷公司的放款利率在月息 1.5%至 1.8%，属行业内较低水平，这主要是由于公司小额贷款业务定位于服务自身供应链上下游企业，为企业提供及时、综合、全方位的金融服务。

表 19 小额贷款资金成本和贷款利息

|         | 2011年  | 2012年  | 2013年  |
|---------|--------|--------|--------|
| 年平均资金成本 | 7.22%  | 6.96%  | 7.72%  |
| 年平均贷款利息 | 20.10% | 18.90% | 18.33% |

资料来源：公司提供

### 风险控制

从小贷业务的风险控制来看，贷前管理方面，当新客户存在贷款需求以及老客户要求增加贷款额度时，宇商小贷公司会对该客户的经营情况、现金流情况、借款用途和还款来源进行现场尽职调查，在确定客户符合公司的贷款标准后，由审贷会确定是否放款以及贷款额度，之后并与客户签订贷款合同，通常采用委托支付的方式将贷款直接支付至用款账户，以保证客户专款用于主营业务。对部分经营规模较小的客户，公司在签订贷款合同时要求提供房产、机器设备等抵押物，抵押物评估价值通常为贷款额度的两倍。对于既有客户在贷款额度内的用款需求以及异地

客户，公司不进行贷前审核，以保证贷款发放的时效性。

贷款发放后，宇商小贷公司建立了较为严格的贷后管理制度和规范。对于未做贷前审核的客户，在贷款发放 10 日之后必须进行现场复核，贷款发放后 1 个月和 3 个月需要再次对企业经营情况进行复核，以确保企业经营和偿付能力与贷款发放时没有重大差异。

目前宇商小贷公司发放的贷款期限平均为 3 个月。由于公司对贷款客户的经营情况了解及时准确、抵押等保证措施得当，公司的小额贷款业务的信用风险控制在较低水平，截至目前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 2013 年末，宇商小贷公司的客户约为 500 家左右。从小额贷款的客户构成看，公司小额贷款业务客户集中度很低，并且近三年集中度逐渐下降，2013 年前五大贷款客户收入仅占总收入的 4.74%，较上年降低 2.16 个百分点，如下表所示。从主要客户的行业分布看，近三年公司前五位客户变化较大，所在行业相关性较低，公司小贷业务主要客户同时受到行业波动影响的风险较低。

表 20 小额贷款余额集中度 单位：万元

| 年份    | 序号 | 客户名称            | 收入     | 占小额贷款收入比 |
|-------|----|-----------------|--------|----------|
| 2011年 | 1  | 张家界度假酒店有限公司     | 98.88  | 1.97%    |
|       | 2  | 上海金旭电子科技有限公司    | 83.62  | 1.66%    |
|       | 3  | 广东合力汽车贸易有限公司    | 82.56  | 1.64%    |
|       | 4  | 沈阳大万机电设备有限公司    | 81.34  | 1.62%    |
|       | 5  | 北京亚都室内环保科技有限公司  | 74.13  | 1.48%    |
|       | 合计 |                 | 420.53 | 8.37%    |
| 2012年 | 1  | 广东合力汽车贸易有限公司    | 103.68 | 1.46%    |
|       | 2  | 张家界度假酒店有限公司     | 102.28 | 1.44%    |
|       | 3  | 珠海南田汽车有限公司      | 97.2   | 1.37%    |
|       | 4  | 重庆清祺服饰有限公司      | 96.67  | 1.36%    |
|       | 5  | 山东省盈通医疗设备有限公司   | 90.11  | 1.27%    |
|       | 合计 |                 | 489.94 | 6.90%    |
| 2013年 | 1  | 珠海市众大利物资车业有限公司  | 113.6  | 1.04%    |
|       | 2  | 珠海南方汽车有限公司      | 108    | 0.99%    |
|       | 3  | 成都市海比利思珠宝有限责任公司 | 101.41 | 0.93%    |
|       | 4  | 张家界度假酒店有限公司     | 98.6   | 0.91%    |
|       | 5  | 沈阳科之健商贸有限公司     | 95.07  | 0.87%    |
|       | 合计 |                 | 516.68 | 4.74%    |

资料来源：公司提供

总体看，公司的小额贷款业务是公司供应链管理服务的补充，该业务充分利用公司在供应链中的信息优势及资金优势，对公司上下游客户进行信用评判及跟踪，并以此作为放款依据。公司的金融服务是公司整体供应链服务的一部分，近三年增长较快，对提升公司整体供应链管理服务的吸引力和竞争力具有积极作用。

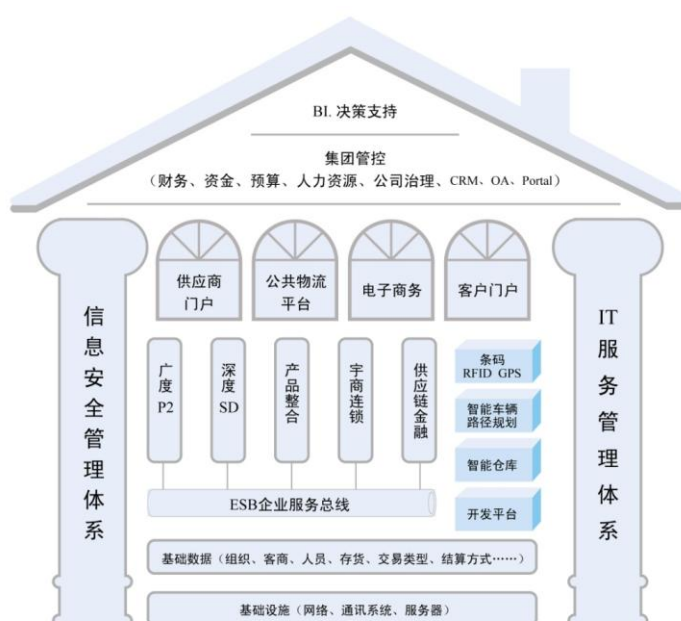
#### 5. 管理信息系统

公司的供应链管理服务的组织和实施高度依赖管理信息系统。自成立以来，公司不断顺应客户需求，提升自身管理能力和信息化水平，以更好满足客户业务需求。公司从 2000 年就开始信息化建设，至今已累计投入开发成本近亿元，其间建设了覆盖“商务运作、关务运作、物流运作、财务结算”的广度业务系统 P2 系统，用于深度分销业务的 SD 系统，客户关系管理系统 CRM，办公管理系统 OA 和门户系统 Portal。这些系统模块组合后一方面实现了公司从客户导入，到业务运作，到售后管理的一条龙作业和内部管理，另一方面为外部客户提供更多的增值和便捷服务。

截至目前，公司管理信息系统共拥有国家版权局的版权认证 24 个。公司信息管理中心位于大连，现有员工 72 人。

如下图所示，从结构上看，公司的信息化系统总体架构涵盖了集团管控、行业解决方案、异构系统集成(ESB)及电子商务四大领域；信息系统集成了物流仓储管理、订单管理、通关管理、财务控制、数据分析、采购/分销管理和客户查询、实时跟踪等功能。从信息流向上看，各业务单元在各自的子系统（广度 P2 系统、深度 SD 系统、产品整合系统、宇商连锁系统、供应链金融系统）上进行导入基础数据，最终信息归集集团的财务、资金、预算、人力资源、CRM、OA 等模块，为管理层决策提供支持。

图 5 公司信息管理系统的构成及功能



资料来源：公司提供

从业务流程与信息系统的结合来看，公司的管理信息系统是商流、信息流和资金流汇合的重要界面，公司的商务活动、资金收付和管理决策均通过该信息系统进行汇集、分派、流传和传达。以公司广度业务的项目为例，公司业务人员引入一个新项目时，须将与客户合作的条款及客户信息录入 CRM 系统，由业务人员的主管进行审核后，交由公司风控和法务人员对该项目的风险和法律文件进行审核，并在 CRM 系统内生成包括结算条件、费用率及支付方式等商务条件的标准描述，同时为该客户生成一个唯一的系统编码作为标识；公司根据系统内的商务条件描述与客户签订相应的服务合同，信息流转至商务部门，由专人负责与客户进行沟通协调；客户发出采购指令后，由商务部门员工负责在深度 P2 系统内生成订单，并跟踪该订单从采购、收货、验货、入库、排车和发货等全过程；订单执行完毕后，由商务部门员工汇总各类单据，并录入系统内客户唯一编码对应的账户内；系统会自动提示财务部门根据该客户合同的商务条件、单据和订单对费用进行审核，并在系统内生成对账单；商务部员工根据对账单与客户进行款项的确认，之后经财务复核，方能开具发票和支付款项；商务部门负责与客户确认款项对应的订单等具体结算细节。

总体上看，公司的管理和运营与其管理信息系统高度融合，公司的管理信息系统结构完善，功能先进，该系统在不断发展和完善过程中能够适应公司业务发展的需求，为公司高效运营提供



了基础保障。同时，联合评级也关注到该系统若出现故障将可能对公司运营产生明显不利影响的

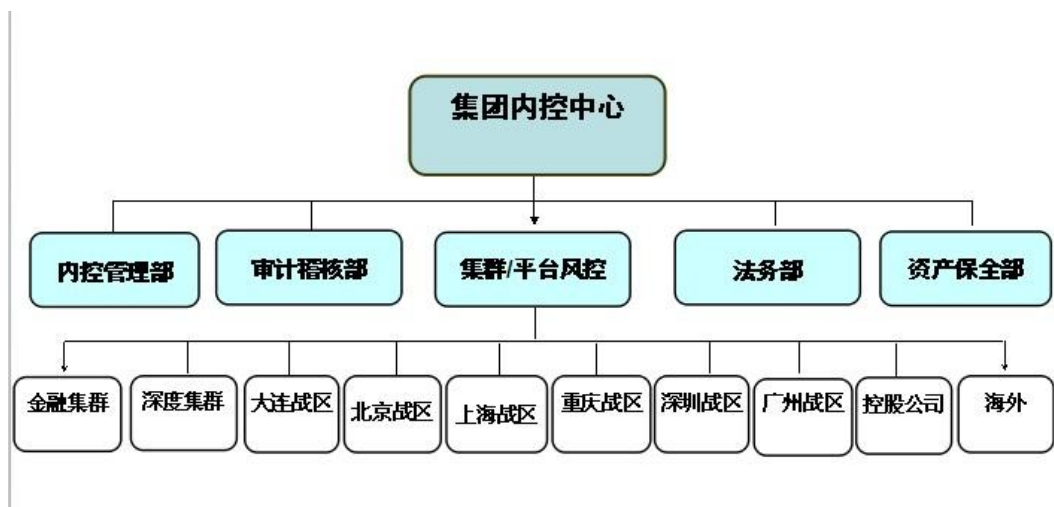
风险。

## 6. 风险控制

公司高度重视经营过程中面临的各种风险，在集团层面设立内控管理中心，由专业的律师、熟悉银行风险审查的专业人员、熟悉企业进出口业务的专业人员组成，负责对公司整个体系涉及业务的操作、资金、货物等可能存在的风险状况进行统一管理和集中控制，并对本公司体系的内部管理、运作、财务核算、资金管理涉及风险的行为进行监控。公司在下属业务集群和区域平台均设专人进行风险控制，该等风控人员直接归属集团内控中心领导，集团内控管理中心全面负责集团内控体系建设和日常组织管理工作并负责集团、分子公司、业务集群、控股子公司经营项目的风险审核、内部评估。法务部负责为公司经营、管理提供合法合规性分析和法律风险提示参与公司重大商务谈判，稽核部负责推动集团及各分子公司、业务集群、控股子公司稽核机制建立，主持开展稽核日常工作。

截至目前，集团风控管理中心共有风控人员共约 55 人，其中风控管理部 2 人，广度风控部 20 人，深度风控部 10 人，创新风控部 8 人，产品整合风控部 3 人，海外风控部 2 人，法务部和稽核部各 5 人。集团风控管理中心的组织结构如下图所示。

图 6 集团内控中心组织结构图



资料来源：公司提供

### (1) 信用风险的控制

公司对经营外部风险严格把控，坚持严格守法经营，开展业务首先考虑政策风险，确保遵守相关法律法规（海关、工商、会计、商检、外汇、税务、银行、劳务、国际贸易等）要求。公司业务拓展紧密跟踪市场变化，根据行业形势变化适时调整经营策略，采取灵活的经营方式，加强对市场需求的调查分析，尽量降低经济和行业波动对公司经营的影响。

在具体业务运营中，公司对广度和深度业务的运营采用事前、事中、事后全程风险控制策略降低企业面临的经营风险和信用风险。

公司将风险控制的重点放在项目导入之前（事前控制），在客户选择、导入和审核等方面有明确具体的规则。公司将客户分为优质类、正常类、关注类和可疑类，其中优质类客户是指全球 500 强、全国 500 强企业、优质上市公司、国有优质大型企业等能够为公司带来长期战略价值的行业

龙头企业；正常类企业指资产和销售额较大的行业龙头企业；关注类企业指经营规模较小、受行业变动影响较大、竞争力一般的企业；可疑类企业是指存在不合法不合规经营可能、成立时间较短、股东背景模糊、业务不成熟的中小企业。公司主要聚焦于吸引和服务优质类客户，从源头上降低了公司自身的经营风险和可能面临的信用风险。

在客户导入过程中，由业务、法务、财务和风控人员组成的审贷会是风险控制的核心环节。公司业务人员通过对客户的尽职调查，将获取的客户相关信息和尽调资料提交审贷会审核，审贷会通常根据客户的合作历史、经营情况、财务情况、行业风险、运营风险等综合判断，决定是否与之合作、合作的方式及条款以及提供融资的额度等，并最终录入系统，形成标准化的客户编号和合同信息，以指导后续的商务操作。

公司高度重视与客户合作过程中对客户经营风险及由此产生的信用风险的控制（事中控制）。公司通过多年的经营实践积累，建立了针对不同行业客户的风险跟踪和揭示方法，并制作成详细的行业风险控制手册，对公司内部风控人员和业务人员进行培训。公司推行全员风控的理念，一线业务人员在与客户合作过程中可以发现客户经营和财务管理方面的异常迹象，并及时向风控部门汇报；同时，公司也通过观察客户的订货周期、付款周期、提货时间等方式对客户的经营情况进行实时跟踪分析，发现异常立刻与客户进行沟通和核实，第一时间对风险做出反应。实践表明，公司这一动态实时的风险控制机制能够较早发现客户经营的风险，进而能够通过及早防范，将信用风险将至较低水平。

一旦客户确实在经营中出现异常造成付款困难，公司法务人员和风控人员将及时与客户沟通，商讨后续处理方法。一般情况下，公司可以通过销售客户存于公司仓库的商品收回欠款，也可以通过抵押物等实现自身债权。

## （2）汇率风险的控制

如下表所示，公司广度业务经营过程中涉及进口的金额通常占到广度总业务量的 60%左右。在广度业务的进口采购过程中，公司收到下游客户的人民币采购款，但需要在订货时向境外制造商或经销商支付外币（通常为美元），为保证业务持续经营，公司通常会持有一定量的美元，以满足未来一定时期内境内客户的境外采购需求。通常公司通过境内质押全额保证金并开具信用证到境外银行贴现，再以贴现获得的美元对外付汇。公司持有的外币头寸面临汇率波动导致贬值的风险，特别是在人民币持续升值的情况下，汇率风险比较突出。

表 21 广度业务进口占比 单位：亿元

| 项目        | 2011 年度 | 2012 年度 | 2013 年度 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 经手的货物价值总额 | 284.06  | 293.91  | 291.57  |
| 进口货值金额    | 158.28  | 186.11  | 168.95  |
| 进口占比      | 55.72%  | 63.32%  | 57.94%  |

资料来源：公司提供

为了对冲上述风险，公司在持有美元的同时使用远期外汇合约锁定远期汇率，具体的操作过程为：公司接受客户委托代理进口货物，收到客户付汇委托书后即产生一笔即期购汇需求；公司将准备向境内银行即期购汇的人民币存放在境内银行作为保证金质押向银行申请外币（主要是美元）借款，银行发放相对应的美元贷款满足公司的付汇需求；同时，公司指定香港子公司联怡（香港）有限公司或联怡国际（香港）有限公司在银行办理配套的远期外汇合约交易（通常为 NDF<sup>6</sup>），

<sup>6</sup> NDF: non-deliverable forward，即无本金交割远期外汇交易，是一种离岸金融衍生产品，交易双方基于对汇率的

以锁定远期购汇偿还外币借款的汇率，达到对外币借款的套期保值之目的。公司只有在确定有正收益的前提下，才会签订远期外汇合约、操作组合外汇支付业务，因此，公司每年实际签订的远期外汇合约量低于进口货值金额，如下表所示。

表 22 公司进口货值与远期合约情况 单位 亿美元

| 项目          | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 进口货值金额      | 25.12  | 29.61  | 27.71  |
| 远期外汇（利率）合约量 | 8.58   | 8.00   | 5.76   |

资料来源：公司提供

从外汇远期合约造成的财务影响看，由于公司的美元借款与远期外汇合约签订是在两个不同的会计主体实施，其中美元质押借款由怡亚通公司与境内银行签订，远期外汇合约由香港子公司与银行签订，因此对于组合外汇支付业务，公司未按套期保值方式进行相关会计处理。公司将外汇远期合约作为“衍生工具”处理，其初始确认及后续计量遵循《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》的有关规定执行。资产负债表日，公司对于未到期交割的远期外汇合约按照银行提供的远期外汇报价表与合约签订时约定的外汇汇率计算其公允价值变动，将尚未交割的远期外汇合约的公允价值确认为交易性金融资产或交易性金融负债，并将公允价值的变动计入公允价值变动损益。在合约到期日，按照交易性金融资产/负债的相关规定终止确认，将远期外汇合约按其公允价值与初始入账金额差异确认为投资收益，并将前期已计入公允价值变动损益的金额同时转出。外汇远期合约对公司盈利能力的影响分析请参考财务分析中“盈利能力”部分。

总体来看，公司风险控制措施实用性强、措施得当、执行有力，能够有效控制经营中的信用风险；公司的外汇对冲策略能够锁定汇率变化，有效规避了汇率风险。联合评级也关注到，公司有部分外币头寸没有进行汇率对冲操作，因此仍然暴露于汇率波动风险之下。

## 7. 经营效率

公司近三年应收账款周转次数分别为 3.00 次、3.71 次和 4.04 次，存货周转次数分别为 7.37 次、6.60 次和 7.17 次，总资产周转次数分别为 0.54 次、0.64 次和 0.92 次，除存货周转率呈现波动之外，其余两项指标近三年均呈上升趋势。其中应收账款周转率上升主要是由于公司营业收入增加明显而应收账款总体控制较好；存货周转率出现波动，主要是近两年末存货余额波动与收入增加共同导致；总资产周转率提升主要是收入增长速度高于总资产增长速度所致。整体看，公司经营效率良好。由于物流运输行业经营模式差异较大、财务确认方式不同，因此行业内企业经营指标可比性较差（如下表所示）。

表 23 2013 年我国主要物流运输业企业经营效率情况

| 指标名称       | 怡亚通  | 飞马国际   | 华鹏飞   | 铁龙物流  | 中储股份  |
|------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 存货周转率(次)   | 7.20 | 450.09 | 17.23 | 2.00  | 15.44 |
| 应收账款周转率(次) | 4.08 | 28.24  | 1.86  | 42.37 | 31.31 |
| 总资产周转率(次)  | 0.93 | 2.64   | 0.66  | 0.84  | 2.17  |

资料来源：wind 资讯。注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

不同看法，签订非交割远期交易合约，确定远期汇率、期限和金额，合约到期时只需将远期汇率与实际汇率的差额进行交割清算。

从怡亚通的经营模式看，其业务的周转效率和经营水平对公司的现金流、盈利能力和抗风险能力至关重要，因此有必要进一步考察其经营效率的历史变化情况。由于公司经营资产主要由应收账款、应收票据和存货构成，经营性负债主要由应付票据和应付账款构成，因此分析公司历史上相关经营效率指标的变化，能够帮助判断公司经营能力的发展变化。

从应收账款周转情况来看，我们没有采用营业收入作为计算周转率的依据，这主要是由于公司广度业务的实质来看，该业务产生的应收和应付金额均直接与广度业务量相关，而不是与广度业务收入（也即广度业务收取的服务费）直接相关；而公司深度业务和产品整合业务的收入与业务量是一致的，因此总体来看，用公司总业务量而不是营业收入作为计算应收账款周转率的依据符合公司业务实际情况。

从下表来看，如果仅考虑应收账款相对于总业务量的周转率情况，自 2009 年以来该指标出现下滑，主要是受金融危机影响公司 2009 年营业收入增加缓慢；2010 年开始，公司大力发展深度业务和产品整合业务，虽然收入增加较快，但是应收款增速更高。2012 年该指标达到近三年的最高值 17.87，主要因为当年应收账款控制得当。若综合考虑应收账款和预付账款对公司资金的占用以及应付账款和预收账款对上下游企业资金占用的情况（如下表最后一行所示），可以看到公司 2010 年以来资金周转效率总体提高较多，显示公司规模提升之后，行业地位提高导致资金占用情况明显改善。但是，2013 年该等指标均出现了明显的下滑，这主要是由于当年应收账款增加过大所致，显示公司为拓展业务采取了较为激进的信用政策，同时降低了经营效率。

表 24 公司近年来应收和应付周转率情况，单位：次

| 项目                      | 2007年        | 2008年        | 2009年        | 2010年        | 2011年        | 2012年        | 2013年        |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总业务量/应收账款               | 18.06        | 17.71        | 15.00        | 14.45        | 14.82        | 17.87        | 13.98        |
| <b>总业务量/（应收账款-应付账款）</b> | <b>23.86</b> | <b>27.83</b> | <b>33.49</b> | <b>39.79</b> | <b>41.21</b> | <b>68.61</b> | <b>34.75</b> |
| 总业务量/（应收账款+预付账款）        | 17.87        | 16.34        | 13.49        | 12.71        | 11.58        | 13.58        | 10.56        |
| <b>总业务量/（应收预付-应付预收）</b> | <b>29.69</b> | <b>31.54</b> | <b>37.98</b> | <b>45.57</b> | <b>35.92</b> | <b>43.57</b> | <b>22.93</b> |

资料来源：公司年报

从存货周转率来看，我们没有采用总营业成本作为存货周转率的计算依据，这主要是由于公司业务实质及财务确认情况看，公司的广度业务基本不会导致确认自身存货，若使用总营业成本计算存货周转率将会夸大公司存货周转速度，因此我们采用除广度业务外的营业成本作为计算存货周转率的依据。

如下表所示，公司存货周转率在 2009 年之后明显下降，这主要是由于公司深度业务发展较快，导致库存增加所致。2011 年之后，公司存货周转率基本稳定在 6~7 次左右，考虑到快速消费品平均保质期为 6 到 18 个月不等，公司的存货周转率显示公司产品购销较快，库存商品超过保质期的风险较低。从另一个角度看，公司深度业务库存量通常由上游品牌商指定的安全库存决定，公司自身亦须保证一定的库存水平以确保向下游供货，因此公司进一步压缩库存以降低资金占压的空间不大。

表 25 公司存货周转率情况，单位：次

| 项目                   | 2007年        | 2008年        | 2009年       | 2010年       | 2011年       | 2012年       | 2013年       |
|----------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>除广度业务外营业成本/存货</b> | <b>16.85</b> | <b>13.32</b> | <b>6.50</b> | <b>9.18</b> | <b>6.76</b> | <b>6.17</b> | <b>6.86</b> |

资料来源：公司年报，联合评级整理

从公司整体现金流转的效率看，我们主要考察现金循环周期这一指标。综上所述，我们采用总业务量作为计算应收应付周转天数的依据，采用除广度业务收入之外的营业收入作为计算存货



周转天数的依据。如下表所示，公司近三年现金循环周期均在 60 天以上，并呈现上升趋势，显示公司现金流转速度有所下降，主要是公司存货和应收账款占用资金增加所致。从现金循环周期的构成看，存货是占用公司自身资金的重要原因。

表 26 公司近年来现金循环周期 单位：天

| 项目           | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 应收周转天数 A     | 20.42 | 22.34 | 27.05 | 28.72 | 31.51 | 26.87 | 34.58 |
| 存货周转天数 B     | 21.66 | 27.39 | 56.15 | 39.75 | 53.96 | 59.11 | 53.23 |
| 应付周转天数 C     | 8.13  | 10.77 | 17.44 | 20.71 | 21.35 | 18.49 | 18.66 |
| 现金循环周期 A+B-C | 33.95 | 38.97 | 65.76 | 47.76 | 64.12 | 67.49 | 69.15 |

资料来源：公司年报，联合评级整理

综合以上分析，整体上看，公司经营效率较高；但是随着公司业务扩大，采用了较激进的信用政策，导致公司整体现金流转速度下降。同时，联合评级也关注到 2013 年较高的应收货款能否全部回收存在不确定性，以及公司存货对现金的占用较高的情况。

## 8.经营优势与风险关注

公司在多年的经营过程中，逐步形成了独特的经营模式，通过广度业务、深度业务和金融服务等服务模式，为客户提供全方位一站式的供应链管理服务，形成了较强的客户粘性和差异化服务能力。同时，公司在经营中逐步汇集了优质的客户资源，一方面迅速拓展了市场，提升了公司的行业地位，另一方面也显著降低了公司经营过程中的相关风险。通过多年积累，公司的管理依托自身信息系统，自动化程度较高，管理规范科学，效率较高。

在看到公司业务模式先进、管理规范、风险控制体系完善的同时，联合评级也关注到公司在库存管理、流动性管理、信用风险管理、信息系统管理和汇率管理方面面临着一定的不确定性。

### （1）库存风险

公司经营规模较大，租赁仓库较多，库存商品数量和金额较大，虽然公司不承担存货跌价、降价促销和退货相关的风险，但仍面临因管理不善而毁损以及滞销过期的风险。

为规避存货毁损的风险，一方面公司在租赁仓库时，对出租方在仓库管理、防火防盗等提出明确要求，另一方面，公司建立了《广度物流安全制度》、《广度物流中心物权风险防范》、《深度 380 物流管理制度》等物流和仓库管理制度，从合同制定、人员培训、仓库和运输操作、单据和凭证管理各方面规范和管理公司的库存商品，以确保将人为损失降至最低水平。同时，公司为在库和在途的存货购买保险，以应对不可抗力造成的损失。

为避免因库存商品过期造成损失，公司通过实时监控和管理库存周转速度规避该风险。广度业务的商品在库时间平均不超过 2 周，深度 380 业务中的快速消费品库存通常不超过 2 个月，低于快速消费品 12 到 18 个月的平均保质期。同时，公司通过管理信息系统跟踪深度业务产品的剩余保质期情况，在对下游供货时优先发出剩余保质期较短的商品。

### （2）流动性风险

公司经营过程中需要大量垫付和预收货款，因此公司收到其他与经营活动有关的现金以及支付其他与经营活动有关的现金规模较大；同时公司近年来加大物流基地建设力度，投资性现金流出较高，公司主要融资来源为银行贷款和中期票据。从近几年公司的现金流量表看，现金及现金等价物净增加额较小，公司整体现金循环处于平衡状态，如下表所示。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。

表 27 公司现金流量情况 单位：百万元

|         | 2006年     | 2007年     | 2008年     | 2009年     | 2010年     | 2011年     | 2012年     | 2013年     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营性现金流入 | 19,201.51 | 22,814.58 | 24,856.09 | 25,610.44 | 33,260.70 | 33,842.49 | 34,339.11 | 35,997.32 |
| 经营性现金流出 | 19,358.53 | 22,855.26 | 24,941.56 | 25,621.57 | 34,000.11 | 34,020.36 | 34,071.09 | 38,716.08 |
| 现金增加净额  | 129.37    | 592.48    | -233.13   | 266.90    | -206.30   | 9.26      | 351.85    | 180.90    |

资料来源：公司年报

为应对该等风险，公司一方面在各个业务集群建立了完善的风险控制机制，并通过与大型客户合作降低客户的信用风险；另一方面，公司加强每年年初对业务规模和资金需求的预测与规划，对当年的现金流通盘进行预算，并与银行授信额度进行匹配，以确保公司日常经营的资金需求。截至 2014 年 3 月末，公司共有授信额度余额 54.29 亿元。

### （3）信用风险

信用风险是公司经营过程中的核心风险。如前文所述，在公司全员风险控制的理念下，信用风险得到良好控制。但联合评级也关注到，公司应收账款规模近年来增加较快，公司信用风险管理的压力依然较大。

### （4）信息系统风险

公司的日常经营高度依赖其自身开发的管理信息系统，该系统由多个模块组成，功能完备、节点较多、结构复杂。若该系统运行出现故障，将显著影响公司正常经营；若该系统出现越权访问，则存在公司商业秘密泄露的风险。

为规避信息系统故障风险，公司将信息中心设在大连，并在深圳设立冗余备份，同时公司近期拟进一步投资在各省建立区域数据中心，以提高信息系统的备灾能力。

为防范信息泄露风险，公司通过防火墙、数据保密、访问控制、身份识别、权限管理、数据备份等多层次措施保障计算机信息系统及信息资源的安全。

### （5）汇率风险

公司对部分境外信用证贴现美元头寸进行了汇率对冲操作，规避了美元汇率波动的风险，但仍有部分美元贷款未做对冲。该等未对冲头寸主要由期限较短的美元贷款组成，一般期限不超过 3 个月，但仍存在美元汇率短期大幅波动对公司美元贷款价值产生重大负面影响的风险。

综合来看，公司在应对主要的经营风险方面均有较为充分的措施，并在不断提升自身应对风险的能力和水平，公司经营风险整体可控。

## 8. 未来发展

多年以来，公司一直坚持以现代供应链服务为主的经营策略，通过提供一站式的供应链管理服务，降低整体产业链的物流和供应链成本，提高行业经营效率。未来，公司将进一步巩固和强化现有经营模式、物流网络和研发技术方面的优势，建立覆盖面广、布局合理的全国性物流网络体系和供应链管理体系，做大经营规模，提升市场地位，实现规模效益的最大化，并进一步通过供应链信息和数据业务，成为国内领先的供应链管理和数据服务提供商。

广度业务方面，以现有的 IT、通讯、电子、医疗、机械等行业为基础，深入拓展市场和开发客户，提升业务规模；设立五大业务战区，以北上广深等中心城市为主要业务区域全力开发大客户；收购兼并为大企业提供服务的企业，并购目标为供应商、物流商、服务商和供应链公司；建立健全风控体系，强化全员风控意识，全程风控，加强应收款和对使用资金客户的管理，力争不良业务的零发生率。

深度业务方面，各分子公司将围绕主业，进行区域和行业整合，整合的目标为经营行业前三名的品牌且团队优秀、经营良好的企业；充分发挥整合企业资源优势，联合开发，以达到全国共享、合作双赢的目的；业务聚焦为日化、母婴、食品、酒饮四大行业前三名品牌，并确保四大行业均衡发展；聚焦线下生意的同时，逐步培养网上渠道生意的能力。

供应链金融服务方面，布局全国网上宇商小额贷款公司，建立风险控制、网点建立、业务发展、金融资源整合等管理体系及团队与组织建设；加快融资租赁业务发展，充分利用上海自贸区政策建立平台，联合广度供应链业务集群发展业务。

信息化建设方面，加强集团信息化建设，完善各集群全方位信息化管理；重点打造宇商网，将宇商网打造成电子商务平台+流通金融平台+网上小额贷款平台。

总体来看，公司的经营规划结合行业特点和自身优势，为其在客户资源、行业集中度、资源整合能力和供应链管理技术等方面提供了明确的发展方向，规划思路务实、发展战略清晰。未来随着经营计划的逐步落实，公司经营规模、行业影响力、资源整合能力和风险控制能力将进一步提升，整体竞争力有望进一步增强。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2011、2012 和 2013 年度财务报告均已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2014 年一季报未经审计。由于合并范围的变化未涉及公司主业变化，近三年公司未有重大会计政策调整和差错更正，但公司近三年合并范围变化较大，影响了公司财务数据的可比性。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 145.21 亿元，负债合计 115.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.66 亿元。2013 年公司实现营业收入 115.14 亿元，净利润（含少数股东损益）2.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.81 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 165.98 亿元，负债合计 134.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.11 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.13 亿元，净利润（含少数股东损益）0.79 元；经营活动产生的现金流量净额-6.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.23 亿元。

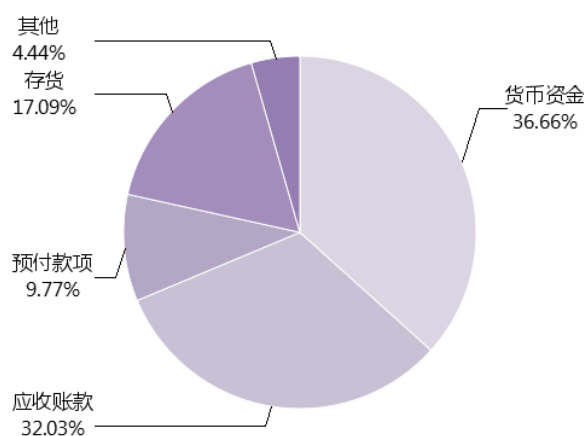
### 2. 资产质量

随着经营规模的不断扩大，公司资产规模波动增加，尤其公司于 2013 年非公开发行股票 1.52 亿股，募集资金净额 6.08 亿元，导致 2013 年资产规模明显上升。截至 2013 年底，公司资产总额为 145.21 亿元，其中流动资产合计占 79.42%，非流动资产合计占 20.58%，流动资产占比较高。未来随着公司物流基地的建设逐步完成，公司流动资产占比将会有所下降。公司流动资产占比较高的资产结构符合供应链服务业的一般特点，同时显示出公司资产具有较好的流动性和较强的变现能力。

#### 流动资产

近三年公司流动资产复合增长率为-0.05%，截至 2013 年底，公司流动资产合计 115.32 亿元，以货币资金、应收账款、存货和预付款项为主（见下图）。

图 7 公司 2013 年流动资产构成



数据来源：公司年报

公司近年来货币资金较为充足，近三年末货币资金规模分别为 74.68 亿元、48.20 亿元和 42.28 亿元，2012 年以来公司货币资金明显下降，主要是与组合外汇业务相关的保证金存款减少所致。公司货币资金余额较高，主要原因为除日常所需运营现金外，公司境外采购业务需要在香港进行美元贷款，同时需要境内提供相应人民币抵押和质押，导致公司用于质押的定期存款或通知存款金额较高。截至 2013 年底，由于保证金存款减少，导致公司货币资金余额较年初下降，公司货币资金中 28.10% 为银行存款，其余是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款。

近三年公司应收账款规模以年均复合增长率为 34.68% 的速度增长，高于营业收入 28.48% 的增长速度，增长的主要原因是公司 2013 年采用较为激进的信用政策以扩大业务规模所致。近三年公司应收账款余额占期末流动资产比重分别为 17.64%、22.50% 和 32.03%，占比逐年提升。截至 2013 年底，公司应收账款余额 36.93 亿元，账龄在 1 年以内的占比为 95.00%，公司对应收账款按账龄分析法计提坏账准备，已累计提取 2,937.64 万元坏账准备，考虑到公司客户质量较高，应收账款周转较快，无法收回风险较低，公司坏账准备计提较为充足。结合账龄结构及公司业务模式来看，公司应收账款发生坏账的风险较小。

近三年公司存货余额呈现波动增长趋势，三年复合增长率达到 37.14%，主要是随着深度业务规模的扩大，快速消费品等库存商品快速增长所致。截至 2013 年底，公司存货余额为 19.71 亿元，较上年增长了 107.17%。存货主要包括库存商品、原材料和在产品，三者存货中的占比分别为 94.39%、4.32% 和 1.26%。公司的存货主要为深度业务相关的库存商品，近年来公司存货周转率较高，库存过期风险较小，公司并对存货购买保险，以规避不可抗力造成的损失，因此公司存货总体发生跌价的风险较低。截至 2013 年末，公司共计提存货跌价准备 810.88 万元。

近三年公司预付款项呈现波动增长趋势，三年复合增长率为 45.59%，增速较高主要是 2013 年预付款项增加较快所致，2013 年末，公司预付款项余额 11.27 亿元，较年初增加 120.75%，主要为深度业务为满足春节期间销售需求，2013 年四季度加大对食品、酒饮、日化等快速消费品的采购力度，同时贵金属供应链业务 2013 年大幅增长，均需要公司预付货款所致。

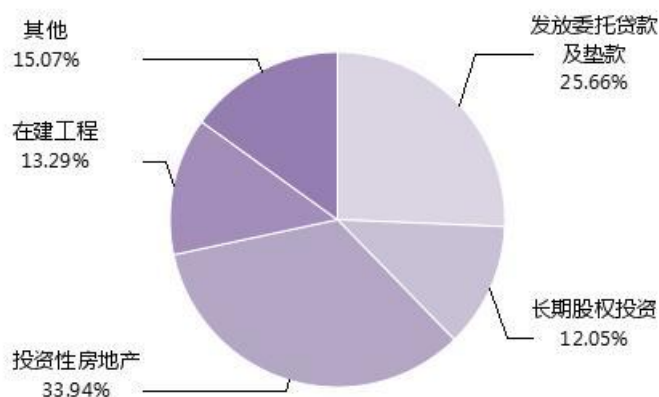
### 非流动资产

公司非流动资产近三年复合增长率为 50.64%，截至 2013 年底，公司非流动资产合计 29.89 亿元，较年初增加 67.38%，非流动资产以投资性房地产、发放委托贷款及垫款、在建工程和长期



股权投资为主（如下图所示）。

图 8 2013 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

截至 2013 年底，公司投资性房地产价值 10.14 亿元，全部为按公允价值计量的投资性房地产，其中房屋建筑物成本 5.59 亿元，公允价值变动 4.56 亿元。公司的投资性房地产主要系根据公司第四届董事会第九次会议审议通过的《关于公司部分自用房地产转为投资性房地产及采用公允价值模式计量的议案》，于 2013 年 12 月 1 日将上海怡亚通供应链基地项目、上海洋山保税港供应链基地一期、怡亚通中西部供应链整合基地项目和辽宁仓储配送中心等从公司固定资产和无形资产中转入。截至 2013 年末，上述投资性房地产中，上海洋山保税港供应链基地一期作为抵押向中国银行申请贷款 2.23 亿，已提款 7,000 万元；怡亚通中西部供应链整合基地项目作为抵押向广东南粤银行深圳分行申请贷款 7,100 万元，目前已提款 4,807 万元。

近三年公司发放委托贷款及垫款保持较快的增长，年均复合增长率达到 59.53%，主要由于 2013 年 6 月、7 月公司分别对宇商小贷公司增资 1 亿元、2 亿元人民币，目前宇商小贷公司注册资本金增至 5 亿元人民币，自有资金增加致使其可供发放的贷款规模增大，进而发放委托贷款及垫款余额增加。截至 2013 年底，公司发放委托贷款及垫款余额为 7.69 亿元，其中个人贷款和垫款 2.50 亿元，企业贷款和垫款 5.27 亿元，公司对该等贷款计提了 988.15 万元减值准备。

截至 2013 年底，公司在建工程余额 3.97 亿元，主要是华南物流配送中心项目仍处于建设中未转入固定资产。

截至 2013 年底，公司长期股权投资期末余额 3.60 亿元，主要为公司持有的伟仕控股（HK00856）股权按照权益法计价，占长期股权投资期末余额的 99.72%。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 165.98 亿元，较年初增长 14.31%。公司资产中流动资产和非流动资产的构成变化较小；流动资产中货币资金、应收账款和存货依然维持较高比例，其中货币资金较年初增加 30.88%，主要是用于组合外汇业务的质押存款增加，存货较年初增加 26.24%，主要是深度业务量增加较快所致。非流动资产中除了发放委托贷款及垫款、长期应收款和固定资产有所增长以外，其他各项资产构成较年初变化不大。

总体看，近年来公司随着经营规模的扩大，资产规模明显提升，流动资产中货币资金保持较大规模，货币资金中用作抵押的金额较大，流动性一般，应收账款占比较高，特别是 2013 年公司放宽信用政策导致应收账款大幅增加，未来回收情况须持续关注，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

和投资性房地产为主，整体资产质量良好。

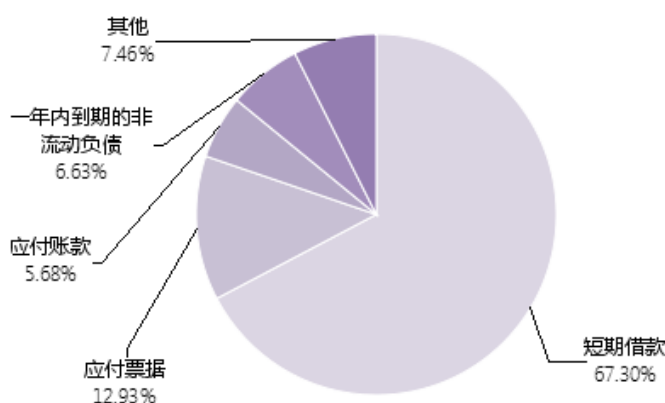
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2013 年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 79.57%、77.25%、23.11%，负债规模较高，但其中主要为经营产生短期债务，债务结构有待改善。截至 2013 年底，公司负债合计 115.54 亿元，以流动负债为主，流动负债占比 91.14%，流动负债占比过高。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 105.31 元，近三年年均复合增长率为-1.51%，流动负债主要以短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和应收账款为主（见下图）。

图 9 2013 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

截至 2013 年底，公司短期借款余额为 70.88 亿元，较 2012 年末增加 21.18%，主要原因为 2013 年公司经营规模扩大及小额贷款业务量增加，导致公司资金需求增大而向银行借款所致。短期借款中，抵押借款占比 58.37%，质押借款占比 40.39%，公司主要以货币资金、应收账款、固定资产、发放贷款及垫款质押、抵押取得该等短期借款。

截至 2013 年底，公司应付票据余额为 13.61 亿元，应付账款余额 5.98 亿元，较 2012 年末分别上升了 21.18%和 11.50%，主要原因是公司广度和深度业务规模增加导致公司采购额上升所致。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债余额为 6.98 亿元，较 2012 年末上升了 1,361.24%，主要公司 2011 年中发行的 5 亿元中期票据将于 2014 年中到期，因而转入一年内到期非流动负债所致。

公司非流动负债以长期借款、递延所得税负债为主，2013 年末分别占非流动负债的 87.12%和 11.69%。2013 年末，公司长期借款余额为 8.91 亿元，近三年的复合增长率为 152.42%，公司长期借款大部分于 2015 年 3 月到 10 月间到期，未来集中还款压力将逐渐显现。

2014 年 3 月底，公司负债合计 134.87 亿元，较年初增长 16.73%，流动负债和非流动负债占比变化较小。公司流动负债增加主要系短期借款较年初增加 31.69%所致。公司非流动负债变化较小。截至 2014 年 3 月底，公司长期债务占比较小，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.26%和 79.60%，与 2013 年底相比，总负债水平略有升，负债规模较大，债务负担较重。

总体看，公司近年来有息债务规模增长较快，债务水平较高，以短期债务为主，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

## 所有者权益

公司 2013 年 4 月非公开发行 1.52 亿股，使得公司股本快速增长。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 29.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益占比 90.14%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 36.88%，资本公积占 41.27%，盈余公积占 4.09%，未分配利润占 19.51%，公司所有者权益中资本公积与未分配利润占比较高，权益稳定性较好。

2014 年 3 月底，公司所有者权益为 31.11 亿元，较年初增加 4.88%，所有者权益构成变化不大。

## 4. 盈利能力

近三年，公司的营业收入分别为69.75亿元、74.84亿元以及115.14亿元，营业收入近三年保持持续快速增长。2011至2013年，公司实现利润总额分别为1.47亿元、1.58亿元和2.63亿元，实现净利润分别为1.15亿元、1.30亿元和2.08亿元，公司盈利规模持续增长。

公司采用购买NDF美元合约的方式对冲持有的美元贷款头寸，随着美元汇率的波动，公司持有的NDF合约价值也随之变化，同时公司持有的外币头寸也会产生相应的汇兑损益。为研究公司自身业务的盈利能力，需要剔除公司利润中与持有外汇头寸相关的损益金额，相关过程如下表所示。

表 28 公司近三年外汇组合和外汇衍生品收益情况 单位：万元

| 项目                 |                | 2011年度          | 2012年            | 2013年            |
|--------------------|----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 银行组合外汇利息收入         | A              | 23,989.62       | 15,501.34        | 10,984.14        |
| 银行组合外汇利息支出         | B              | 19,415.45       | 10,241.04        | 6,771.40         |
| 银行组合外汇净汇兑收益        | C              | 22,688.93       | -1,780.97        | -2,117.69        |
| 组合外汇业务收益           | D=A-B+C        | 27,263.10       | 3,479.33         | 2,095.05         |
| 外汇合约投资收益           | E              | -2,152.05       | -4,709.88        | 1,257.32         |
| 外汇合约公允价值变动收益       | F              | -15,697.76      | 2,807.29         | -2,539.05        |
| <b>组合外汇及衍生品净收益</b> | <b>G=D+E+F</b> | <b>9,413.29</b> | <b>1,576.74</b>  | <b>813.32</b>    |
| 利润总额               | H              | 14,741.24       | 15,845.98        | 26,276.00        |
| <b>调整后的利润总额</b>    | <b>I=H-G</b>   | <b>5,327.95</b> | <b>14,269.24</b> | <b>25,462.68</b> |
| 外汇合约收益占利润总额比例      | J=G/H          | 63.86%          | 9.95%            | 3.10%            |

资料来源：公司提供

如上表所示，2011年以来公司由于持有外汇头寸带来的相关税前收益分别为9,413.29万元、1,576.74万元和813.32万元，规模逐年快速下降，这一方面受人民币汇率单边升值的趋势有所改变影响，另一方面也与公司在汇率变化方向不确定的情况下大幅降低美元头寸和相应的衍生品头寸有关。从公司外汇相关收益占税前利润的比例来看，该比例从2011年的63.86%大幅下降至2013年的3.10%，因此公司2013年的利润情况较真实的反映了公司业务的实际盈利能力。从调整后的利润总额看，公司近三年利润总额年均增长率为115.32%，公司盈利能力显著增强。

从期间费用方面来看，近三年公司期间费用分别为3.54亿元、7.33亿元和7.80亿元，期间费用整体呈逐年上涨之势，主要是由于在公司经营规模扩大的背景下，销售费用中的市场业务费用上涨较快；管理费用由于资产和业务规模扩大导致管理人员工资福利和人工费用增加所致；财务费用增加由于融资规模扩大导致利息费用有所增加。近三年期间费用占营业收入的比重分别为5.08%、9.80%和6.78%，呈现波动变化，但2013年费用收入比下降较多，表明公司在保持经营规模快速扩张的同时对费用支出进行了较好控制。

从盈利指标看，由于2010年以来公司大力发展深度业务，收入和毛利率提升，同时公司广度业务行业地位提升、管理和运营水平提高导致收费水平提升，2011年以来总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率不断提高，2013年公司的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.09%、4.12%和9.25%，综合考虑汇兑损益对公司利润的影响，公司近三年剔除汇率及衍生品影响的净资产收益率增加较快，公司盈利能力明显提升。

从同行业比较情况看，公司盈利规模在物流行业上市公司中属于较好水平，主要盈利指标也处于平均水平（如下表所示）。

表 29 2013 年同行业上市公司盈利能力指标比较 单位：%

| 指 标  | 净资产收益率 | 总资产报酬率 | 销售毛利率 |
|------|--------|--------|-------|
| 怡亚通  | 9.64   | 2.83   | 8.64  |
| 飞马国际 | 17.19  | 0.25   | 0.66  |
| 华鹏飞  | 7.79   | 7.35   | 23.53 |
| 铁龙物流 | 10.02  | 10.82  | 15.58 |
| 中储股份 | 6.67   | 3.99   | 3.20  |

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯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 资讯数据

2014年以来，由于公司深度业务大幅增长，2014年1~3月份，公司实现营业收入44.13亿元、净利润0.79亿元，分别较上年同期增长132.60%和54.76%，盈利水平上升的主要原因是公司继续大力推进深度380业务所致。

总体看，公司近三年盈利能力明显增强，随着深度业务的不断拓展，公司未来盈利能力有望继续增强。

## 5. 现金流

从经营活动看，随着公司经营规模的不断扩大，近三年，公司销售商品收到的现金逐年增加。此外，由于公司的业务特点，在日常经营活动中需要大量的垫支货款或收取定金，因此公司收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金金额较大。由于2013年深度业务发展较快，该业务在每年四季度进行集中采购和备货，因此当年购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅上升99.50%，导致经营活动的现金流均呈现净流出状态，2013年经营现金净流出-2.72亿元。从收入实现质量来看，2013年公司通过放宽信用条件达到扩大经营规模的同时，公司收现质量有所下降，2011~2013年现金收入比分别为103.37%、104.02%和94.45%。

从投资活动来看，公司近三年投资活动产生的现金净流出量逐步减小，2013年呈现净流入状态，三年投资活动产生的现金流量净额分别为-2.97亿元、-1.59亿元及0.46亿元。公司的投资活动现金流量主要受到公司构建物流基地等产生的资本投入，以及公司发放和收回委托贷款的影响。2013年公司构建固定资产和无形资产支付的现金较上年下降48.56%，主要是公司主要在建项目基本建设完毕所致。

公司近三年筹资活动的现金流量净额分别为2.94亿元、2.52亿元和2.86亿元，筹资活动现金呈现净流入状态，主要是公司为满足投资需求，不断增加银行贷款，以及2013年非公开发行股票收到现金所致。

2014年1~3月，公司经营规模继续扩大，经营活动的现金净流出6.17亿元，主要原因是存货增加较快所致；公司投资活动现金净流出为1.70亿元，主要是宇商小贷公司发放委托贷款业务所致；



筹资活动的现金净额为7.95亿元，主要是公司增加银行贷款所致。

总体看，公司整体现金流规模较大。经过前两年的快速扩张，投资需求逐渐得以缓解。值得关注的是公司为扩大市场占有率，大规模使用信用赊销使得经营现金流支出规模快速增长，近三年经营现金流波动较大，且近期呈现净流出态势，公司需持续通过外部筹资满足营运资金需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率分别从2012年的1.08和0.96变化为2013年的1.10和0.91，流动比率升高是因为应收账款增加较快导致流动资产增长快于流动负债增长，速动比例降低是因为深度业务增长较快导致存货快速增长所致。公司流动比率和速动比率较低的主要原因是2013年公司短期借款增加较快导致公司流动负债规模与流动资产规模相当。2014年1~3月，由于公司增加短期借款导致流动负债增加较快，公司流动比率和速动比率均较年初小幅下降，分别为1.08和0.88。虽然公司短期偿债能力指标不高，但考虑到公司应收账款及存货周转较快，变现能力较强，因此公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，公司2013年底的资产负债率为79.57%，偿债压力较大；EBITDA全部债务比为0.06倍，EBITDA对全部债务的保障能力一般；EBITDA利息倍数为2.09倍，公司对全部债务利息的保障能力尚可；考虑到公司供应链业务的特点，应收账款及存货的占比很大，但资产的周转速度较快，整体变现能力较强，公司长期偿债能力尚可。

截至2014年3月底，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。公司或有负债风险不大。

公司与工商银行、中国银行、建设银行、招商银行等各商业银行建立了良好的合作关系，截至2013年12月底，公司及控股子公司已获银行授信额度138.99亿元，尚有授信余额54.29亿元，公司间接融资能力较强。

总体看，公司整体偿债能力良好。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2014年3月末，公司债务总额为121.40亿元，本期拟发行公司债规模不超过11.5亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较小。本期债券发行后，虽然公司债务负担将有所加重，但尚处于可控水平。

以2014年一季度末财务数据为基础，假设募集资金净额为11.5亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为40.63%、81.03%和82.47%，债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

### 2. 本期公司债偿债能力分析

以2013年的财务数据为基础，公司2013年EBITDA为5.65亿元，为本期公司债券发行额度（11.5亿元）的0.49倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。公司2013年经营活动产生的现金流入359.97亿元，为本期公司债券发行额度（11.5亿元）的31.30倍，公司经营活动现金流对本期债券覆盖程度较高。

未来，随着公司广度业务和深度业务的发展，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

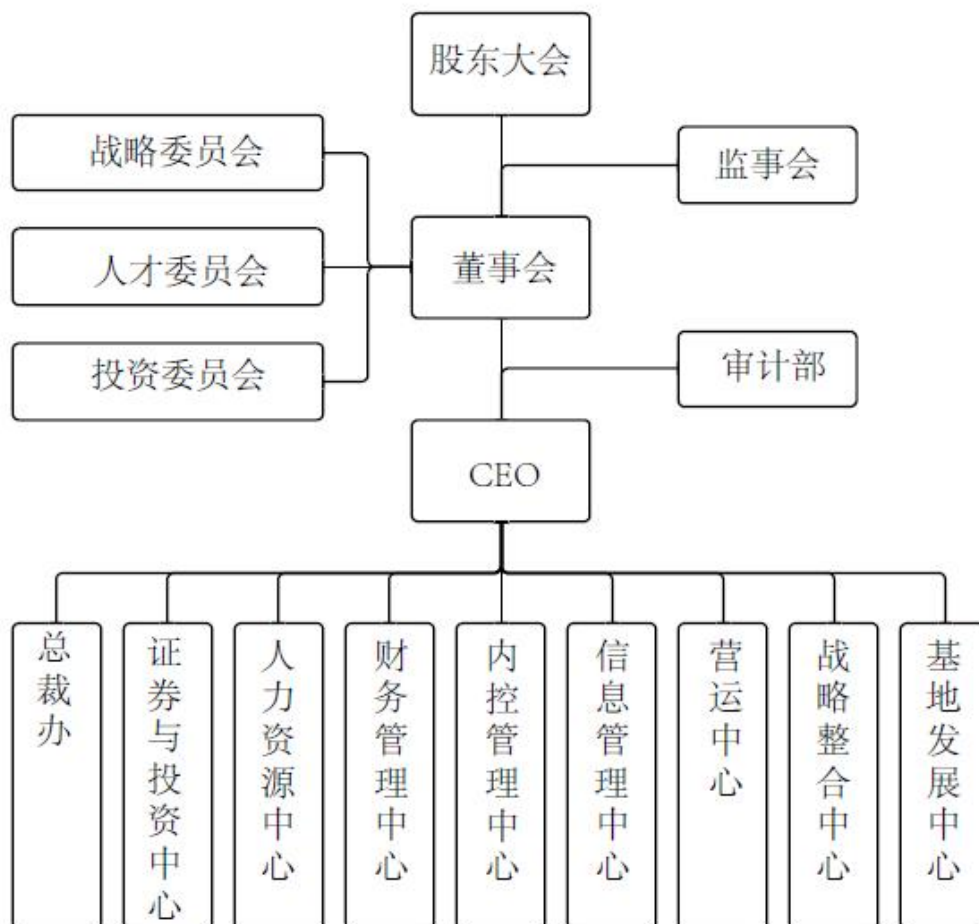
综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、整体服务竞争力、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力强。

## 九、综合评价

深圳市怡亚通供应链股份有限公司作为国内最早上市的大型供应链管理公司，在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力、供应链管理技术、风险控制能力和客户资源等方面具有一定的竞争优势，近年来盈利能力显著提升。同时，联合评级也关注到较高的应收账款余额以及较高的资产负债率给公司经营带来风险和压力，公司现金周转速度有逐步下降的风险。未来，随着公司物流基地投入使用和深度 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。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期拟发行的不超过 11.5 亿元公司债券到期不能偿还的风险很低。

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 2-1 深圳市怡亚通供应链股份有限公司  
2011 年~2014 年 3 月合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

| 资产             | 2011年               | 2012年               | 2013年               | 变动率(%)       | 2014年3月             |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------|---------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                     |                     |                     |              |                     |
| 货币资金           | 746,846.59          | 482,006.00          | 422,809.62          | -24.76       | 553,367.26          |
| 交易性金融资产        | 606.92              | 2,373.54            | 2,711.97            | 111.39       | 4,255.77            |
| 应收票据           | 18,289.15           | 9,098.25            | 16,956.06           | -3.71        | 15,565.32           |
| 应收账款           | 203,627.92          | 195,260.72          | 369,327.82          | 34.68        | 364,924.09          |
| 应收佣金及手续费       | 0.00                | 43.02               | 50.29               | 16.90        | 52.00               |
| 预付款项           | 53,170.54           | 51,056.05           | 112,705.52          | 45.59        | 112,933.38          |
| 应收利息           | 12,812.58           | 7,676.67            | 4,605.29            | -40.05       | 6,673.70            |
| 应收股利           |                     |                     |                     |              |                     |
| 其他应收款          | 14,085.29           | 12,595.97           | 14,262.93           | 0.63         | 15,186.24           |
| 存货             | 104,811.01          | 95,149.74           | 197,118.85          | 37.14        | 248,848.65          |
| 待摊费用           |                     |                     |                     |              |                     |
| 一年内到期的非流动资产    |                     |                     |                     |              |                     |
| 其他流动资产         | 0.00                | 12,652.09           | 12,627.18           | -0.20        | 16,041.43           |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>1,154,249.99</b> | <b>867,912.05</b>   | <b>1,153,175.54</b> | <b>-0.05</b> | <b>1,337,847.85</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                     |                     |                     |              |                     |
| 发放委托贷款及垫款      | 30,133.80           | 40,496.51           | 76,694.61           | 59.53        | 91,420.45           |
| 可供出售金融资产       | 12,516.01           | 21,346.17           | 0.00                | -100.00      | 0.00                |
| 持有至到期投资        |                     |                     |                     |              |                     |
| 长期应收款          | 0.00                | 1,179.23            | 15,624.41           | 1,224.97     | 18,251.37           |
| 长期股权投资         | 33.97               | 24.70               | 36,002.87           | 3,155.60     | 37,575.32           |
| 投资性房地产         | 0.00                | 0.00                | 101,441.01          |              | 101,441.01          |
| 固定资产           | 24,036.57           | 47,030.04           | 12,236.11           | -28.65       | 13,648.58           |
| 生产性生物资产        |                     |                     |                     |              |                     |
| 油气资产           |                     |                     |                     |              |                     |
| 在建工程           | 36,542.32           | 41,904.57           | 39,707.36           | 4.24         | 42,305.14           |
| 工程物资           |                     |                     |                     |              |                     |
| 固定资产清理         |                     |                     |                     |              |                     |
| 无形资产           | 14,685.71           | 15,066.78           | 5,801.77            | -37.15       | 5,759.47            |
| 开发支出           |                     |                     |                     |              |                     |
| 商誉             | 0.94                | 0.94                | 272.40              | 1,603.23     | 272.40              |
| 长期待摊费用         | 10,582.92           | 9,156.43            | 8,654.09            | -9.57        | 8,411.15            |
| 递延所得税资产        | 3,168.48            | 2,361.18            | 2,442.98            | -12.19       | 2,882.77            |
| 其他非流动资产        |                     |                     |                     |              |                     |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>131,700.71</b>   | <b>178,566.56</b>   | <b>298,877.61</b>   | <b>50.64</b> | <b>321,967.66</b>   |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,285,950.70</b> | <b>1,046,478.61</b> | <b>1,452,053.15</b> | <b>6.26</b>  | <b>1,659,815.51</b> |



附件 2-2 深圳市怡亚通供应链股份有限公司  
2011~2014 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）  
（单位：人民币万元）

| 负债和所有者权益             | 2011年               | 2012年               | 2013年               | 变动率(%)       | 2014年3月             |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------|---------------------|
| <b>流动负债：</b>         |                     |                     |                     |              |                     |
| 短期借款                 | 888,777.42          | 584,913.30          | 708,769.84          | -10.70       | 933,355.00          |
| 交易性金融负债              | 3,722.30            | 3,684.53            | 3,368.41            | -4.87        | 1,358.64            |
| 应付票据                 | 123,237.58          | 111,933.77          | 136,132.50          | 5.10         | 113,607.45          |
| 应付账款                 | 32,433.86           | 53,649.42           | 59,819.87           | 35.81        | 55,780.48           |
| 预收款项                 | 20,365.02           | 23,511.93           | 22,106.26           | 4.19         | 23,122.53           |
| 应付职工薪酬               | 2,060.96            | 2,680.20            | 3,461.55            | 29.60        | 3,241.74            |
| 应付福利费                |                     |                     |                     |              |                     |
| 应交税费                 | -1,864.13           | 6,173.36            | 8,122.64            |              | 6,410.10            |
| 应付利息                 | 9,334.53            | 3,114.57            | 4,046.15            | -34.16       | 5,475.99            |
| 应付股利                 | 420.68              | 0.00                | 0.00                | -100.00      | 0.00                |
| 其他应付款                | 6,943.97            | 9,118.34            | 37,479.71           | 132.32       | 27,457.47           |
| 预提费用                 |                     |                     |                     |              |                     |
| 一年内到期的非流动负债          | 194.57              | 4,777.53            | 69,811.23           | 1,794.20     | 67,736.37           |
| 其他流动负债               |                     |                     |                     |              |                     |
| <b>流动负债合计</b>        | <b>1,085,626.76</b> | <b>803,556.95</b>   | <b>1,053,118.16</b> | <b>-1.51</b> | <b>1,237,545.76</b> |
| <b>非流动负债：</b>        |                     |                     |                     |              |                     |
| 长期借款                 | 13,990.27           | 38,549.87           | 89,139.03           | 152.42       | 97,898.87           |
| 应付债券                 | 50,000.00           | 50,000.00           | 0.00                | -100.00      | 0.00                |
| 长期应付款                |                     |                     |                     |              |                     |
| 专项应付款                |                     |                     |                     |              |                     |
| 预计负债                 |                     |                     |                     |              |                     |
| 递延所得税负债              | 81.75               | 428.90              | 11,964.48           | 1,109.77     | 12,062.95           |
| 其他非流动负债              | 690.00              | 1,190.00            | 1,216.79            | 32.80        | 1,212.85            |
| <b>非流动负债合计</b>       | <b>64,762.02</b>    | <b>90,168.77</b>    | <b>102,320.31</b>   | <b>25.70</b> | <b>111,174.66</b>   |
| <b>负债合计</b>          | <b>1,150,388.77</b> | <b>893,725.72</b>   | <b>1,155,438.47</b> | <b>0.22</b>  | <b>1,348,720.43</b> |
| <b>所有者权益：</b>        |                     |                     |                     |              |                     |
| 股本                   | 83,412.62           | 83,412.62           | 98,612.62           | 8.73         | 98,612.62           |
| 资本公积                 | 11,905.92           | 19,984.99           | 110,331.33          | 204.42       | 109,934.88          |
| 减：库存股                |                     |                     |                     |              |                     |
| 专项储备                 |                     |                     |                     |              |                     |
| 盈余公积                 | 8,988.37            | 9,416.56            | 10,947.58           | 10.36        | 10,947.58           |
| 未分配利润                | 33,138.02           | 38,585.02           | 52,151.88           | 25.45        | 59,660.50           |
| 外币报表折算差额             | -2,910.01           | -3,114.28           | -4,678.22           | 26.79        | -3,269.52           |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b> | <b>134,534.93</b>   | <b>148,284.90</b>   | <b>267,365.20</b>   | <b>40.97</b> | <b>275,886.07</b>   |
| 少数股东权益               | 1,027.00            | 4,467.99            | 29,249.49           | 433.67       | 35,209.02           |
| <b>所有者权益合计</b>       | <b>135,561.92</b>   | <b>152,752.89</b>   | <b>296,614.68</b>   | <b>47.92</b> | <b>311,095.09</b>   |
| <b>负债和所有者权益总计</b>    | <b>1,285,950.70</b> | <b>1,046,478.61</b> | <b>1,452,053.15</b> | <b>6.26</b>  | <b>1,659,815.51</b> |

### 附件 3 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

#### 2011 年~2014 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

| 项 目                        | 2011年            | 2012年            | 2013年            | 变动率(%)       | 2014年3月         |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|-----------------|
| <b>一、营业收入</b>              | 697,478.16       | 748,379.62       | 1,151,420.03     | 28.48        | 441,255.26      |
| <b>利息收入</b>                | 5,022.80         | 7,090.45         | 10,874.10        | 47.14        | 3,938.77        |
| 减: 营业成本                    | 631,072.70       | 665,156.93       | 1,051,990.88     | 29.11        | 409,342.33      |
| 利息支出                       | 511.46           | 942.93           | 1,881.67         | 91.81        | 632.22          |
| 营业税金及附加                    | 2,293.21         | 2,417.74         | 3,239.61         | 18.86        | 963.27          |
| 加: 其他业务利润                  |                  |                  |                  |              |                 |
| 销售费用                       | 6,303.47         | 7,205.49         | 7,361.61         | 8.07         | 2,081.02        |
| 管理费用                       | 48,432.48        | 53,106.38        | 59,840.72        | 11.16        | 18,909.34       |
| 财务费用                       | -19,338.07       | 13,032.09        | 10,820.92        | -            | 12,230.09       |
| 资产减值损失                     | 1,297.67         | 1,582.12         | 1,967.38         | 23.13        | 118.29          |
| 加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)     | -2,152.05        | 2,807.29         | -2,539.06        | 8.62         | 5,744.90        |
| 投资收益(损失以“-”号填列)            | -16,213.61       | 31.64            | 4,154.99         |              | 2,397.03        |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益        | -0.82            | -9.27            | 514.90           | -            | 1,572.45        |
| 汇兑收益(损失以“-”号添列)            |                  |                  |                  |              |                 |
| <b>二、营业利润(亏损以“-”号填列)</b>   | <b>13,562.37</b> | <b>14,865.33</b> | <b>26,807.27</b> | <b>40.59</b> | <b>9,059.41</b> |
| 加: 营业外收入                   | 1,253.43         | 1,278.59         | 1,384.38         | 5.09         | 29.30           |
| 减: 营业外支出                   | 74.56            | 297.94           | 1,915.65         | 406.89       | 21.35           |
| 其中: 非流动资产处置损失              | 19.88            | 74.01            | 277.25           | 273.47       | 14.60           |
| <b>三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)</b> | <b>14,741.24</b> | <b>15,845.98</b> | <b>26,276.00</b> | <b>33.51</b> | <b>9,067.36</b> |
| 减: 所得税费用                   | 3,247.67         | 2,847.61         | 5,495.90         | 30.09        | 1,205.80        |
| <b>四、净利润(净亏损以“-”号填列)</b>   | <b>11,493.57</b> | <b>12,998.37</b> | <b>20,780.10</b> | <b>34.46</b> | <b>7,861.56</b> |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润          | 13,501.45        | 12,548.20        | 20,028.52        | 21.80        | 7,508.63        |
| 少数股东损益                     | -2,007.88        | 450.17           | 751.58           |              | 352.93          |
| <b>五、每股收益:</b>             |                  |                  |                  |              |                 |
| (一) 基本每股收益                 | 0.16             | 0.15             | 0.21             | 14.56        | 0.08            |
| (二) 稀释每股收益                 | 0.16             | 0.15             | 0.21             | 14.56        | 0.08            |
| <b>六、其他综合收益</b>            | -18,183.91       | 7,802.00         | 42,886.76        | -            | 1,370.04        |
| <b>七、综合收益总额</b>            | -6,690.34        | 20,800.37        | 63,666.86        | -            | 9,231.60        |
| 归属于母公司所有者的综合收益总额           | -4,687.28        | 20,312.00        | 63,065.07        | -            | 8,520.87        |
| 归属于少数股东的综合收益总额             | -2,003.05        | 488.37           | 601.79           | -            | 710.72          |

## 附件 4 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

### 2011 年~2014 年 3 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

| 项 目                       | 2011年               | 2012年               | 2013年               | 变动率(%)        | 2014年3月             |
|---------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------|---------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量:</b>     |                     |                     |                     |               |                     |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 720,964.32          | 778,467.49          | 1,087,520.44        | 22.82         | 440,857.00          |
| 收取利息、手续费及佣金的现金            | 0.00                | 0.00                | 0.00                | 0.00          | 3,937.06            |
| 收到的税费返还                   |                     |                     |                     |               |                     |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 2,663,284.58        | 2,655,443.37        | 2,512,211.60        | -2.88         | 692,620.82          |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>3,384,248.90</b> | <b>3,433,910.85</b> | <b>3,599,732.04</b> | <b>3.13</b>   | <b>1,137,414.87</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 696,104.62          | 642,935.67          | 1,282,638.42        | 35.74         | 466,302.65          |
| 客户贷款及垫款净增加额               | 14,360.99           | 10,362.71           | 36,699.78           | 59.86         | 14,725.84           |
| 支付利息、手续费及佣金的现金            | 0.00                | 0.00                | 0.00                | 0.00          | 632.22              |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 27,503.54           | 34,259.47           | 36,002.62           | 14.41         | 10,681.20           |
| 支付的各项税费                   | 346,572.05          | 356,768.52          | 353,841.57          | 1.04          | 100,143.86          |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 2,317,495.00        | 2,362,782.71        | 2,162,425.18        | -3.40         | 605,102.02          |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>3,402,036.20</b> | <b>3,407,109.08</b> | <b>3,871,607.56</b> | <b>6.68</b>   | <b>1,197,587.78</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-17,787.30</b>   | <b>26,801.78</b>    | <b>-271,875.52</b>  | <b>-</b>      | <b>-60,172.91</b>   |
| <b>二、投资活动产生的现金流量:</b>     |                     |                     |                     |               |                     |
| 收回投资收到的现金                 | 47.82               | 0.00                | 4,182.41            | 835.22        | 0.00                |
| 取得投资收益收到的现金               | 0.00                | 1,027.41            | 2,263.47            | 120.31        | 0.00                |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 2.86                | 20.12               | 243.83              | 824.11        | 2.93                |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       | 260.82              | 97.39               | 0.00                | -100.00       | 50.00               |
| 收到其他与投资活动有关的现金            | 20,220.45           | 21,550.27           | 101,859.95          | 124.44        | 3,918.44            |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>20,531.95</b>    | <b>22,695.19</b>    | <b>108,549.65</b>   | <b>129.93</b> | <b>3,971.37</b>     |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 34,496.14           | 28,756.24           | 14,793.50           | -34.51        | 4,572.84            |
| 投资支付的现金                   | 0.00                | 0.00                | 9,657.55            | -             | 0.00                |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       | 30.00               | 90.00               | 490.81              | 304.48        | 0.00                |
| 购买子公司少数股东权益支付的现金          |                     |                     |                     |               |                     |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 15,754.14           | 9,734.57            | 79,051.78           | 124.01        | 16,429.06           |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>50,280.28</b>    | <b>38,580.81</b>    | <b>103,993.64</b>   | <b>43.82</b>  | <b>21,001.89</b>    |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-29,748.33</b>   | <b>-15,885.62</b>   | <b>4,556.01</b>     | <b>-</b>      | <b>-17,030.52</b>   |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>     |                     |                     |                     |               |                     |
| 吸收投资收到的现金                 | 711.52              | 1,729.85            | 83,218.58           | 981.48        | 4,886.00            |
| 发行债券所收到的现金                | 50,000.00           | 0.00                | 0.00                | -100.00       | 0.00                |
| 取得借款收到的现金                 | 1,715,931.69        | 1,435,795.15        | 1,680,071.50        | -1.05         | 512,032.69          |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            | 882,174.32          | 0.00                | 157.44              | -98.66        | 58,498.56           |
| 保证金存款减少额                  | 0.00                | 809,739.01          | 444,762.46          | -             | 0.00                |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>2,648,817.53</b> | <b>2,247,264.02</b> | <b>2,208,209.99</b> | <b>-8.70</b>  | <b>575,417.25</b>   |
| 偿还债务支付的现金                 | 1,709,096.10        | 1,666,805.59        | 1,518,128.97        | -5.75         | 299,608.25          |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 38,641.60           | 45,536.57           | 36,145.55           | -3.28         | 9,549.97            |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            | 851,637.20          | 0.00                | 376.28              | -97.90        | 186,772.89          |
| 保证金存款增加额                  | 0.00                | 509,713.43          | 367,775.79          | 0.00          | 0.00                |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>2,599,374.91</b> | <b>2,222,055.58</b> | <b>1,922,426.58</b> | <b>-14.00</b> | <b>495,931.10</b>   |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>49,442.62</b>    | <b>25,208.43</b>    | <b>285,783.41</b>   | <b>140.42</b> | <b>79,486.15</b>    |
| <b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b> | <b>-980.83</b>      | <b>-939.60</b>      | <b>-373.60</b>      | <b>-38.28</b> | <b>0.60</b>         |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>926.16</b>       | <b>35,185.00</b>    | <b>18,090.30</b>    | <b>341.96</b> | <b>2,283.32</b>     |
| 加: 期初现金及现金等价物余额           | 65,163.41           | 66,089.57           | 101,274.57          | 24.67         | 119,364.87          |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>     | <b>66,089.57</b>    | <b>101,274.57</b>   | <b>119,364.87</b>   | <b>34.39</b>  | <b>121,648.18</b>   |

**附件 5 深圳市怡亚通供应链股份有限公司**  
**2011 年~2014 年 3 月合并现金流量表补充资料**  
(单位: 人民币万元)

| 补充资料                             | 2011年             | 2012年            | 2013年              | 变动率(%)        |
|----------------------------------|-------------------|------------------|--------------------|---------------|
| <b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>        |                   |                  |                    |               |
| <b>净利润</b>                       | <b>11,493.57</b>  | <b>12,998.37</b> | <b>20,780.10</b>   | 34.46         |
| 加: 资产减值准备                        | 1,297.67          | 1,582.12         | 1,967.38           | 23.13         |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧          | 2,731.66          | 1,788.62         | 2,276.17           | -8.72         |
| 无形资产摊销                           | 450.58            | 542.61           | 497.91             | 5.12          |
| 长期待摊费用摊销                         | 782.12            | 2,218.80         | 2,266.75           | 70.24         |
| 待摊费用减少(减: 增加)                    |                   |                  |                    |               |
| 预提费用增加(减: 减少)                    |                   |                  |                    |               |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列) | 19.88             | 69.25            | 262.88             | 263.66        |
| 固定资产报废损失(收益以“-”号填列)              |                   |                  |                    |               |
| 公允价值变动损失(收益以“-”号填列)              | 2,152.05          | -2,807.29        | 2,539.06           | 8.62          |
| 财务费用(收益以“-”号填列)                  | -22,777.00        | 11,511.45        | 11,940.55          | -             |
| 投资损失(收益以“-”号填列)                  | 16,213.61         | -31.64           | -4,154.99          | -             |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)             | -1,206.26         | -179.92          | -486.66            | -             |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)             | -167.45           | 94.43            | 69.51              |               |
| 存货的减少(增加以“-”号填列)                 | -40,392.05        | -3,577.27        | -88,637.65         | -             |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)            | 35,280.40         | -52,407.13       | -256,681.71        | -             |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)            | -23,799.18        | 54,892.76        | 35,321.61          | -             |
| 其他                               | 133.12            | 106.62           | 163.59             | 10.86         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>             | <b>-17,787.30</b> | <b>26,801.78</b> | <b>-271,875.52</b> | <b>290.96</b> |



## 附件 6 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

### 主要财务指标

| 项目                   | 2011年  | 2012年  | 2013年  | 2014年3月 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>经营效率</b>          |        |        |        |         |
| 应收账款周转次数(次)          | 3.00   | 3.71   | 4.04   | 1.20    |
| 存货周转次数(次)            | 7.37   | 6.60   | 7.17   | 1.83    |
| 总资产周转次数(次)           | 0.54   | 0.64   | 0.92   | 0.28    |
| 现金收入比率(%)            | 103.37 | 104.02 | 94.45  | 99.91   |
| <b>盈利能力</b>          |        |        |        |         |
| 总资本收益率(%)            | 3.81   | 3.74   | 4.09   | 0.56    |
| 总资产报酬率(%)            | 3.80   | 3.71   | 4.12   | 0.58    |
| 净资产收益率(%)            | 8.09   | 9.02   | 9.25   | 2.59    |
| 主营业务毛利率(%)           | 9.52   | 11.12  | 8.64   | 7.23    |
| 营业利润率(%)             | 9.19   | 10.80  | 8.35   | 7.01    |
| 费用收入比(%)             | 5.08   | 9.80   | 6.78   | 7.53    |
| <b>财务构成</b>          |        |        |        |         |
| 资产负债率(%)             | 89.46  | 85.40  | 79.57  | 81.26   |
| 全部债务资本化比率(%)         | 88.85  | 83.86  | 77.25  | 79.60   |
| 长期债务资本化比率(%)         | 32.07  | 36.70  | 23.11  | 23.94   |
| <b>偿债能力</b>          |        |        |        |         |
| EBITDA 利息倍数(倍)       | 1.52   | 1.61   | 2.09   | -       |
| EBITDA 全部债务比(倍)      | 0.05   | 0.06   | 0.06   | -       |
| 经营现金债务保护倍数(倍)        | -0.02  | 0.03   | -0.27  | -       |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍) | -0.04  | 0.01   | -0.27  | -0.06   |
| 流动比率(倍)              | 1.06   | 1.08   | 1.10   | 1.08    |
| 速动比率(倍)              | 0.97   | 0.96   | 0.91   | 0.88    |
| 现金短期债务比(倍)           | 0.75   | 0.70   | 0.48   | 0.51    |
| 经营现金流动负债比率(%)        | -1.64  | 3.34   | -25.82 | -4.86   |
| 经营现金利息偿还能力(倍)        | -0.51  | 0.90   | -10.07 | -       |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍) | -1.37  | 0.37   | -9.91  | -       |
| <b>本期公司债券偿债能力</b>    |        |        |        |         |
| EBITDA/本期发债额度(倍)     | 0.46   | 0.42   | 0.49   | -       |

注：2014 年一季度财务报告未经审计，相关指标未年化

## 附件 7 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>       |                                                                                             |
| 资产总额年复合增长率        | (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% |
| 净资产年复合增长率         |                                                                                             |
| 营业收入年复合增长率        |                                                                                             |
| 利润总额年复合增长率        |                                                                                             |
| <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/平均存货净额                                                                                 |
| 总资产周转次数           | 营业收入/平均资产总额                                                                                 |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                             |
| 总资本收益率            | (净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%                                                        |
| 净资产收益率            | 净利润/所有者权益×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%                                                            |
| <b>债务结构指标</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/利息支出                                                                                 |
| 全部债务/ EBITDA      | 全部债务/ EBITDA                                                                                |
| 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×100%                                                                          |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%                                                                   |
| 经营现金流动负债比         | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                                                      |
| 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/利息支出                                                                            |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 8 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 公司债券的跟踪评级安排

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一个月进行一次定期跟踪评级，并在本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经营管理状况及相关信息，如发现深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本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。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站、证券交易所网站和巨潮资讯网予以公布，并同时报送深圳市怡亚通供应链股份有限公司、监管部门、交易机构等。

