跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1061 号

深圳市怡亚通供应链股份有限公司：

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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司公开发行的“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十九日

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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：正面

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 怡亚债	4.92 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018.06.15
18 怡亚 01	5.00 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2018.11.05
18 怡亚 02	5.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.11.05

担保方[1]：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	423.82	472.62	433.92	417.68
所有者权益（亿元）	77.82	86.52	86.35	86.43
长期债务（亿元）	27.38	31.27	24.61	26.67
全部债务（亿元）	296.75	335.76	308.52	287.99
营业总收入（亿元）	582.91	685.15	700.72	158.07
净利润（亿元）	5.35	5.85	1.58	0.40
EBITDA（亿元）	16.94	23.50	21.05	---
经营性净现金流（亿元）	-41.47	0.41	16.37	7.39
营业利润率（%）	7.05	7.01	6.99	6.43
净资产收益率（%）	7.43	7.12	1.83	0.46
资产负债率（%）	81.64	81.69	80.10	79.31
全部债务资本化比率（%）	79.23	79.51	78.13	76.92
流动比率（倍）	1.07	1.07	1.07	1.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.92	1.73	1.28	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.14	1.58	1.41	--

担保方

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
资产总额（亿元）	82.02	78.99	134.70	196.15
所有者权益合计（亿元）	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	9.34	11.01	15.05	13.49
期末担保责任余额（亿元）	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保放大倍数（倍）	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.16	0.11	0.08	0.29

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、公司 2019 年一季度财务数据和担保方 2018 年 1~9 月数据未经审计；3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4、公司折入资金、其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的非金融结构借款均计入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

[1] 深圳市高新投集团有限公司为“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的担保方。

评级观点

跟踪期内，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”）营业收入略有增长，经营活动现金流状况明显改善，但受期间费用侵蚀严重影响，公司营业利润大幅下降且主要依赖投资收益的贡献，整体盈利能力大幅下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务行业集中度仍很高，大额应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定减值风险，整体债务负担重且短期偿债压力较大，资产受限比例高，流动性压力较大以及存在或有负债风险等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

随着深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）成为公司控股股东，以及公司实际控制人变更为深圳市国资委，预计未来公司外部融资环境得到改善，经营业绩有望止滑，重回增长。

“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的信用水平仍具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望由“正面”调整为“稳定”；同时维持“14 怡亚债”的债项信用等级为 AA、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的信用等级为 AAA。

优势

1．2018 年，公司在供应链管理服务行业处于领先稳固地位，仍具备较强的行业影响力和资源整合能力。

2．2018 年，公司收入规模保持增长，经营性现金流大幅改善，主营业务毛利率略有提升。

3. 2018 年，深圳投控成为公司第一大股东，深圳投控作为深圳市国资委实际控制的公司，为公司在融资、管理等方面提供了大力支持。

关注

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

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

3. 公司债务负担重且短期债务规模较大，资产受限比例高，对外担保存在或有负债风险。

4. 公司大额期间费用对营业利润侵蚀严重，投资收益对营业利润贡献很大，整体盈利能力大幅下降。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

李　彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

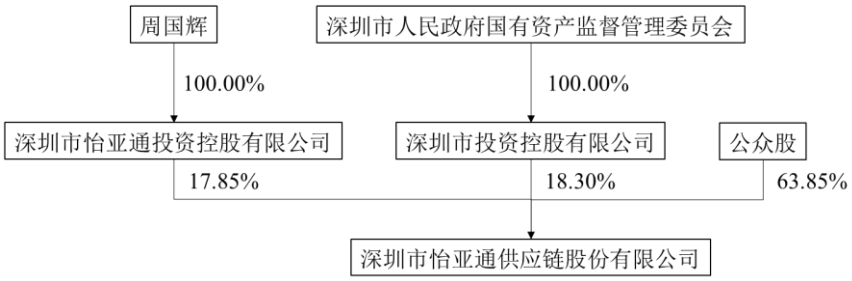
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”）是于 2004 年 2 月经广东省深圳市人民政府以深府股〔2004〕4 号文件批准，由深圳市联合数码控股有限公司（后更名为“深圳市怡亚通投资控股有限公司”，以下简称“怡亚通控股”）、深圳市联合精英科技有限公司（后更名为“西藏联合精英科技有限公司”）、周丽红、周爱娟和周伙寿共同发起设立的股份有限公司；2007 年 10 月，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股 3,100.00 万股，发行后公司注册资本为 12,357.43 万元；2007 年 11 月公司股票在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183.SZ）。怡亚通控股于 2018 年 8 月 22 日和 2018 年 10 月 18 日先后将所持 18.30%的公司股份转让给深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司 18.30%股份，为公司第一大股东；怡亚通控股持有公司 17.85%股份，为公司第二大股东。

截至 2018 年底，公司总股本为 21.23 亿元，截至 2019 年 5 月 6 日，控股股东深圳投控所持公司股份无质押或冻结。第二大股东怡亚通控股所持有公司股份累计被质押 205,295,109 股，占其所持公司股份的 54.17%，占公司总股本的 9.67%。公司实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。公司股权结构如下图所示。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围未发生变化，2019 年 1~3 月，公司组织架构及管理分工有部分变动，组织架构方面，公司“总部职能体系”重新划分为“总部专业职能体系”和“总部共享职能体系”，其中，“总部专业职能体系”包括投资部、证券事务部、公共事务发展中心、战略发展中心（新设）、市场营销中心（新设）和基地发展中心，原企宣中心合并到市场营销中心；“总部共享职能体系”包括总裁办、财务管理中心、人力资源中心、内控管理中心和信息管理中心。公司增设“经管中心”，公司原 12 大平台调整为“经管中心”下的“综合商业事业群”、“新流通事业群”和“星链平台、物流平台、科技平台和供应链金融创新服务平台”，其中广度平台和综合商业平台隶属于“综合商业事业群”；380 分销平台和创新业务平台隶属于“新流通事业群”。公司组织架构调整后，将实现总部后台一体化管理和资源整合共享；管理分工方面，公司增设“经营管理委员会”，负责公司经营发展和经营管理重大事项审议决策（详见“附件 1”）。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 572 家，较上年增加 37 家，减少 25 家，公司在职员工 16,486 人。截至 2019 年 3 月底，纳入公司合并范围的二级子公司 36 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 433.92 亿元，负债总额 347.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.12 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 700.72 亿元，净利润（含少数股东损益）1.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.00

亿元，经营活动产生的现金流量净额 16.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.70 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 417.68 亿元，负债总额 331.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.34 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 158.07 亿元，净利润（含少数股东损益）0.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.42 亿元，经营活动产生的现金流量净额 7.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区新安街道兴华路南侧荣超滨海大厦 A 座 1713；法人代表：周国辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

1．14怡亚债

“深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2014 年公司债券”于 2014 年 9 月 30 日完成发行，募集资金总额为人民币 11.50 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 7.00%。于 2014 年 11 月 21 日起在深交所上市，债券简称为“14 怡亚债”，债券代码为“112228.SZ”。

截至 2015 年 11 月 30 日，公司已按照募集用途将 11.50 亿元募集资金使用完毕，其中 8.94 亿元用于归还银行借款，2.56 亿元用于补充流动资金。2017 年 9 月 28 日，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司对“14 怡亚债”债券回售申报登记的统计，回售有效申报数量为 6,582,933 张，回售金额为 704,373,831.00 元（含利息），剩余托管数量为 4,917,067 张。2017 年 9 月 29 日起，“14 怡亚债”上调票面利率至 7.50%。公司已于 2018 年 10 月 8 日（因 2018 年 9 月 29 日为周六，且 2018 年 10 月 1 日至 2018 年 10 月 7 日为节假日，故顺延至 2018 年 10 月 8 日）支付“14 怡亚债”自 2017 年 9 月 29 日至 2018 年 9 月 28 日期间的利息。“14 怡亚债”将于 2019 年 9 月 29 日到期兑付，待偿本金合计 4.92 亿元。“14 怡亚债”无担保。

2．“18怡亚01”和“18怡亚02”

“深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券”于 2018 年 12 月 7 日完成分期发行，募集资金总额为人民币 10.00 亿元，均采用单利按年计息，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；于 2018 年 12 月 24 日在深交所上市。其中，“18 怡亚 01”（证券代码为“112817.SZ”）发行规模为 5 亿元，债券期限为 3 年，附第 2 年底公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行利率为 5.80%；“18 怡亚 02”（证券代码为“112818.SZ”）为 3 年期固定利率债券，发行利率为 6.40%。

截至 2018 年底，公司已按照募集用途将“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的 10.00 亿元募集资金使用完毕，全部用于补充流动资金。公司将于每年的 12 月 11 日支付“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”自 2018 年 12 月 11 日至 2021 年 12 月 10 日期间的利息，目前尚未到第一个付息日。

“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

供应链管理业务是公司收入的主要来源。因此下文行业分析将围绕供应链管理服务行业展开。

1. 行业概况

供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

中国经济持续高速发展，为现代物流及供应链管理外包服务行业的快速发展提供了良好的宏观环境。物流服务是供应链管理中的一项重要服务，物流服务收入是供应链管理企业的重要收入来源。近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2018 年中国社会物流总额 283.10 万亿元，同比增长 11.99%，增速比上年提高 5.29 个百分点；从构成看，工业品物流总额 256.80 万亿元，同比增长 9.51%，增速比上年提高 2.91 个百分点；进口货物物流总额 14.10 万亿元，同比增长 12.80%，增速比上年提高 4.10 个百分点；农产品物流总额 3.90 万亿元，同比增长 5.06%，增速比上年提高 1.16 个百分点；再生资源物流总额 1.30 万亿元，同比增长 21.27%；单位与居民物品物流总额 7.00 万亿元，同比增长 616.70%。

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实经济提质增效。对于供应链管理服务企业来说，积极探索商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。

2. 行业政策

2017 年 10 月，国务院办公厅印发了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（以下简称《指导意见》），国务院首次就供应链出台全面部署指导性文件，指明以提高发展质量和效益为中心，以供应链与互联网、物联网深度融合为路径，以信息化、标准化、信用体系建设和人才培养为支撑，创新发展供应链新理念、新技术、新模式，高效整合各类资源和要素，提升产业集成和协同水平，打造大数据支撑、网络化共享、智能化协作的智慧供应链体系，推进供给侧结构性改革，提升我国经济全球竞争力。《指导意见》明确提出了“到 2020 年将培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心”的发展目标。

2018 年 1 月，国民经济行业分类明确了供应链管理服务单列统计类别，商业服务业-7224-供应链管理服务，是对供应链服务行业最大的认可，解决了供应链服务行业属性不清、政府法规缺乏等痛点。供应链服务行业属于新经济、新业态，相对传统行业更注重轻资产运作，需具有相应独立的研究评价供应链服务行业的风险、资产质量等指标体系，供应链服务企业的银行授信和政策应用等会趋向于明朗化。

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

四、管理分析

2018 年，公司先后制定并完善了《内幕信息知情人登记制度》、《募集资金管理制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》、《资产减值准备计提及核销管理制度》等，并依法履行信息披露义务，确保信息披露真实、准确、及时和完整，确保所有投资者公平获取公司信息。

人事调整方面，2018 年，冯均鸿先生因个人工作原因辞去董事、董事会战略委员会委员和财务总监职务，仍继续担任公司副总经理职务。由姚飞先生担任董事，聘任莫京先生为公司财务总监；公司其他董事、监事和高级管理人员未发生重大变化，经营团队保持稳定。

总体看，2018 年，公司对部分管理制度进行了修订完善，个别高级管理人员发生变动，对公司相关管理架构及生产经营影响不大，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司主营业务未发生变化，仍分为五大集群架构，业务服务范围涵盖广度供应链业务、深度供应链业务、全球采购业务、物流平台业务、宇商金控平台业务和其他业务。

2018 年公司实现营业总收入 700.72 亿元，较上年增长 2.27%。2018 年公司实现主营业务收入 696.92 亿元，较上年增长 2.40%；实现净利润 1.58 亿元，较上年降低 73.00%，主要系公司融资成本上升，期间费用对利润侵蚀严重所致；归属于母公司所有者的净利润 2.00 亿元，较上年下降 66.38%。

从收入构成上看，广度业务、深度业务及全球采购平台业务为公司主要收入来源，近两年在营业收入中占比均超 95.00%，公司主营业务十分突出。受公司广度业务持续优化、“供应链运营+营销”服务不断升级的影响，2018 年公司广度业务收入 169.65 亿元，较上年增长 18.84%，占营业收入比重为 24.34%。随着公司深度业务的 380 分销平台在流通领域的合理规划并加强平台精细化管理，2018 年深度业务收入 406.79 亿元，较上年增长 1.39%，占营业收入比重为 58.37%。2018 年，公司全球采购业务收入 114.39 亿元，较上年下降 12.77%，主要系 IT、通讯行业收入和化工行业收入规模减少所致；全球采购业务收入占营业收入的 16.41%。2018 年，公司物流平台业务收入 7.72 亿元，较上年增长 42.96%，主要系平台推进精细化管理，帮助客户降低物流成本、提高物流配送效率，促进客户销量提升所致；其他业务收入规模较小，对收入影响不大。

从毛利率情况看，广度业务毛利率 4.20%，较上年下降 0.27 个百分点；380 分销平台毛利率 7.93%，较上年上升 0.19 个百分点；全球采购业务毛利率 3.43%，较上年上升 0.46 个百分点。综上，2018 年，公司主营业务毛利率 6.62%，较上年上升 0.11 个百分点，较为稳定。

表 1　近几年公司主营业务收入、构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务分类	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
广度平台	159.83	55.71	7.68	142.75	20.97	4.47	169.65	24.34	4.20
380分销平台	322.63	27.60	4.10	401.20	58.95	7.74	406.79	58.37	7.93
全球采购平台	97.97	16.92	5.14	131.14	19.27	2.97	114.39	16.41	3.43
物流平台	4.41	0.76	23.13	5.40	0.79	18.39	7.72	1.11	17.69
宇商金控平台	0.10	0.02	50.00	0.96	0.14	41.15	0.11	0.02	76.39
其他平台	1.45	0.25	44.83	7.05	1.04	22.63	4.26	0.61	32.72

平台间关联交易	-7.25	-1.26	--	-7.90	-1.16	--	-6.01	-0.86	--
合计	**579.14**	**100.00**	**6.58**	**680.60**	**100.00**	**6.51**	**696.92**	**100.00**	**6.62**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 158.07 亿元，较上年同期下降 14.31%，主要系公司为提高资金使用效率，关停部分资金使用效率低、盈利能力低的项目所致；实现营业利润 0.50 亿元，较上年同期下降 79.29%，主要系财务费用大幅增长，对利润侵蚀严重所致；受营业利润大幅下降影响，净利润（含少数股东损益）0.40 亿元，较上年同期下降 79.82%。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长，毛利率水平变化不大，但受期间费用对利润侵蚀的影响，净利润大幅下滑。

2. 业务运营

（1）广度供应链业务

广度供应链业务致力于为上下游企业搭建桥梁，专业承接企业供应链各环节非核心业务外包，如料件采购、生产加工、成品销售、物流仓储、市场营销服务等中间供应链环节，扮演企业间“高速公路”，提供优质的全程供应链服务，让合作企业专注于核心业务（产品技术研发、市场战略规划等），实现总成本领先，提升竞争力及经营效率。平台经营模式围绕核心客户提供供应链服务，主要为采购及采购执行，销售及销售执行。

2018 年，广度业务平台营业收入为 169.65 亿元，较上年增长 18.84%；业务毛利为 7.13 亿元，较去年同期增长 11.72%，主要系公司业务优化，推动服务模式升级和拓展战略合作关系所致。

收入分布方面，2018 年，受行业景气度及相关产品利润率影响，公司对各行业板块进行了战略调整。公司广度业务新增生鲜冷链、酒饮、母婴和食品类，仍以 IT、通信为主；受下游消费需求增强的影响，家电类稳定增长，占比由上年的 16.99%上升至 17.15%；新增母婴类占比 20.90%，占比仅次于 IT、通信类，具体如下表所示。

表 2　近几年公司广度收入行业分布（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	1,297,306.76	81.17	1,067,701.53	74.80	771,528.48	45.48
家电	165,240.78	10.34	242,553.08	16.99	291,024.73	17.15
医疗	82,503.00	5.16	60,163.99	4.21	65,205.46	3.84
化工	--	--	--	--	95,659.33	5.64
生鲜冷链	--	--	--	--	37,175.94	2.19
酒饮	--	--	--	--	15,983.89	0.94
母婴	--	--	--	--	354,550.83	20.90
食品	--	--	--	--	4,658.78	0.27
纺织品	4,702.33	0.29	21,809.60	1.53	18,007.71	1.06
其他	48,508.30	3.04	35,248.28	2.47	42,665.29	2.51
合计	**1,598,261.17**	**100.00**	**1,427,476.48**	**100.00**	**1,696460.44**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司对广度业务进行战略调整并升级“供应链运营+营销”服务模式，业务量和收入规模有所增长，行业分布主要集中于产品价值较高的 IT、通信、家电类和新增的母婴

类。

（2）深度供应链服务

380 分销平台供应链服务是公司深度业务的重要组成部分，公司最近几年重点发展的战略业务，将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，战略定位为整合型平台，通过整合分销、营销、金融、物流 VMI（供应链库存管理）等多种服务对流通环节与服务模式进行升级改造，实现流通行业扁平化、共享化和社区化的服务新模式，为品牌商、终端带来新流通的转型升级。该平台聚焦于快速消费品，涵盖母婴、日化、酒饮、食品、家电、医药等行业，服务网络达到 320 个城市，目前在规模、服务网络、终端覆盖数、品牌合作数、团队人员数等多维度均处于全国领先水平。380 分销平台持续加强流通领域各区域经销商整合力度，壮大优质分销合伙人经营团队，扩充流通业不同分销渠道，深入覆盖终端。

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

2018 年，公司 380 分销平台营业收入为 406.79 亿元，较去年同期增长 1.39%；业务毛利为 32.25 亿元，较去年同期增长 3.82%，其中家电和母婴、日化、酒饮、食品等快速消费品在覆盖行业中利润贡献较大。同时平台全力推进精细化管理，主导“开源节流”工作，以提高人均产出、优化资源配置。

行业分布方面，2018 年，380 分销平台依然以快速消费品行业为主，快速消费品行业收入为 331.90 亿元，增长较快，核心地位稳定。快消产品中，依然以酒饮、食品、日化和母婴四个板块为主，板块分布较上年变化不大；快速消费品占比 76.25%，其行业集中度仍较高。

表 3　380 分销平台行业收入行业分布（单位：万元、%）

行业	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
家电	350,835.52	10.87	659,433.77	16.44	903,131.87	22.20
快速消费品	2,858,698.03	88.61	3,318,987.87	82.73	3,101,585.03	76.25
化工	--	--	3,091.41	0.08	7,441.86	0.18
医疗	--	--	6,580.51	0.16	35,693.03	0.88
其他	16,717.66	0.52	23,860.10	0.59	20,002.99	0.49
合计	**3,226,251.21**	**100.00**	**4,011,953.66**	**100.00**	**4,067,854.78**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司持续加大 380 分销平台推广进度，平台数量、业务量和营业收入均大幅增长，规模效应较为明显；公司 380 分销平台业务依然以快速消费品为主，板块分布较上年变化不大。

（3）全球采购平台业务

全球采购平台是深入行业整合上下游资源，形成一站式的采购与整合平台，实现原材料、半成品、成品等资源的“全球买，全球卖”。从上游提供全球不同供应商的原材料、半成品以及成品资源，到下游对全国或区域性渠道的整合，最终对接客户端，选择效率最高的供应链运作模式，加速资金的流转和提高毛利率。全球采购与产品整合服务是指依托全球服务网络及专业的供应链服务，对资源配置进行优势整合，帮助全球商家实现全球范围的采购与销售。

2018 年，公司全球采购业务收入 114.39 亿元，较上年下降 12.77%，主要系 IT、通讯行业收入和化工行业收入规模减少所致；全球采购业务收入占营业收入的 16.41%，其他业务收入规模较小，对收入影响不大。

总体看，公司全球采购业务主要采取孵化模式，目前在收入中占比不大，但未来有望成为公司新的利润增长点。

3. 重大事项

深圳投控成为公司第一大股东

2018 年 5 月 15 日，公司原控股股东怡亚通控股就转让部分公司股份事项与深圳投控签署了《股份转让协议书》（以下简称“协议书”），其主要条款如下：（1）怡亚通控股同意将其持有的怡亚通 2.82 亿股股份（占怡亚通股份总数的 13.30%）以及由此所衍生的所有股东权益转让给深圳投控；（2）本次标的股份转让价款为人民币 18.21 亿元，均以现金方式支付，每股受让价格约为人民币 6.45 元；（3）本次股份转让完成后，怡亚通控股持有怡亚通 4.85 亿股股份，深圳投控持有怡亚通 2.82 亿股股份，持股比例分别为 22.85%和 13.30%。2018 年 5 月 31 日，怡亚通控股与深圳投控就股份转让协议签署了《股份转让协议书之补充协议》（以下简称“补充协议”）；2018 年 9 月 9 日，怡亚通控股就转让部分公司股份事项与深圳投控签署了《股份转让协议书》，根据约定，怡亚通控股将其持有的公司 1.06 亿股无限售条件流通股股份（占公司总股本的 5.00%）转让给深圳投控，每股转让价格为人民币 5.50 元，股份转让总价款为人民币 5.84 亿元。2018 年 10 月 19 日，公司收到怡亚通控股的通知，上述协议约定的股份交割已经办理完毕。本次股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司总股本的 18.30%，为公司第一大股东；怡亚通控股持有公司总股本的 17.85%，为公司第二大股东。怡亚通控股拟将收到的部分转让款用于公司补充流通资金或偿还有息债务。总体看，深圳投控成为公司第一大股东后，公司股东实力大幅增强，有利于公司提升融资能力、拓展业务资源。

公司收到深圳证券交易所 2018 年年报问询函事宜

公司于 2019 年 4 月 26 日收到深圳证券交易所 2018 年年报问询函，深圳证券交易所针对公司 2018 年年报提出以下问题，并要求公司作出相关说明。首先，关于公司扣除非经常性损益的净利润相对营业收入大幅下降的原因。其次，针对公司筹资活动现金产生的现金流大幅下降对公司后续经营发展的影响以及公司已采取和拟采取的应对措施；再次，针对公司计提应收账款坏账准备情况与同行业其他上市公司对比，是否计提充分且符合审慎性原则，和公司拟采取的回款措施；最后，针对公司调整非公开发行股票募集资金投资“深度分销 380 整合平台扩建项目”项目的实施进度，公司对投资进度缓慢的原因、后续投资安排以及公司确保募投项目顺利实施并取得预期收益的具体措施。

4. 经营关注

资金占用风险

随着公司经营规模增大，公司的应收账款和存货规模较大，存在一定的运营资金占用风险。

业务集中风险

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

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。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，出现流动性风险。

汇率风险

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

5. 未来发展

公司对未来的发展战略主要体现在以下方面：

（1）全力推进综合商业（大广度）发展

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

（2）持续推动新流通战略的发展

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

（3）建立供应链金融场景服务，推动供应链金融发展

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

（4）以“供应链+”模式，加速推动供应链商业生态模式形成

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

（5）围绕战略的全方位组织变革

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

总体看，公司未来将继续建设分销服务平台，提升风险控制力。

六、财务分析

公司 2018 年财务数据已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的审计报告，2019 年一季度财务报表未经审计。2018 年，公司执行财政部 2018 年 6 月发布的《关于修

订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对企业财务报表格式进行相应调整，并对该项会计政策变更涉及的报表项目进行了追溯调整。2018 年，公司合并范围新增子公司 37 家，减少子公司 25 家，截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 572 家。公司主营业务范围未发生显著变化，合并报表数据可比性较强。

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

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 417.68 亿元，负债总额 331.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）86.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.34 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 158.07 亿元，净利润（含少数股东损益）0.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.42 亿元，经营活动产生的现金流量净额 7.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 433.92 亿元，较年初下降 8.19%，主要系流动资产减少所致，其中，流动资产占 78.94%，非流动资产占 21.06%，较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 342.54 亿元，较年初下降 9.13%，主要系存货和货币资金减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 24.38%）、应收票据及应收账款（占比 38.04%）、预付款项（占比 9.69%）和存货（占比 23.91%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 83.52 亿元，较年初下降 13.78%，主要系偿还短期借款所致；其中，库存现金 0.11 亿元，银行存款 17.85 亿元，其他货币资金 65.56 亿元，其他货币资金为存入银行作为银行为公司提供短期借款、长期借款、远期外汇交易合约、提供等值且有追索权利的融资额度及开具银行承兑汇票的质押，受限货币资金占比为 78.50%，占比很高。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 130.30 亿元，较年初变动不大，其中，应收票据和应收账款账面价值分别为 1.52 亿元和 128.78 亿元。公司应收票据主要由银行承兑票据（占比 53.35%）和商业承兑票据（占比 46.65%）构成。公司应收账款账面余额为 132.40 亿元，从账龄结构看，1 年以内的占 95.07%；公司依据信用风险特征组合认定法计提坏账准备的应收账款和单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占比分别为 98.22%和 1.78%，坏账准备计提比例分别为 2.06%和 39.90%，计提坏账准备合计 3.62 亿元，计提较充分。从集中度来看，应收账款前五名合计 7.72 亿元，占应收账款总额的 5.82%，集中度低。

截至 2018 年底，公司预付款项余额为 33.20 亿元，较年初增长 5.19%，主要系业务滚动结算预付货款增加所致；一年以内的占比 97.93%，预付账款前五名占预付账款总额的 9.62%，集中度低。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 81.89 亿元，较年初下降 18.52%，主要系公司加强存货管控，提高存货周转率所致，存货跌价准备为 1.17 亿元，计提比例为 1.41%，主要为对快速消费品计提的跌价准备，考虑到公司业务集中于 IT 及快消品行业，其存货存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 91.38 亿元，较年初变动不大；公司非流动资产主要由发放委托贷款及垫款（占比 22.05%）、长期股权投资（占比 19.26%）、固定资产（占比 17.01%）、

投资性房地产（占比 15.14%）、在建工程（占比 5.64%）和无形资产（占比 12.19%）构成。

截至 2018 年底，公司发放委托贷款及垫款 20.15 亿元，较年初下降 28.05%，主要系企业贷款减少所致；公司长期股权投资账面价值 17.60 亿元，较年初增长 13.49%，主要系公司对俊知集团有限公司和伟仕佳杰控股有限公司权益法确认的投资收益增加所致；公司固定资产账面价值 15.54 亿元，较年初下降 16.58%，主要系部分固定资产转为投资性房地产以及计提固定资产折旧所致；公司投资性房地产账面价值 13.84 亿元，较年初增长 26.29%，主要系部分存货、固定资产及在建工程的部分房屋建筑物转入投资性房地产所致；公司在建工程 5.16 亿元，较年初增长 22.37 倍，主要系公司前海总部基地部分土地使用权转在建工程所致；公司无形资产 11.14 亿元，较年初下降 25.79%，主要系前海总部基地部分土地使用权转在建工程所致。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产 139.25 亿元，占资产总额的 32.09%，受限资产占比较高。

表 4　截至 2018 年底公司所有权或使用权受到限制资产情况（单位：万元）

科　目	期末账面价值	受限原因
货币资金	655,649.05	用于银行抵押贷款
存货	34,460.83	用于银行抵押贷款
固定资产	70,523.68	用于银行抵押贷款
无形资产	81,701.27	用于银行抵押贷款
应收账款及应收票据	247,744.03	用于银行保理借款
长期股权投资	135,414.95	用于银行质押贷款
发放贷款及垫款	79,593.98	用于银行质押、保理借款
投资性房地产	39,854.39	用于银行抵押贷款
在建工程	47,590.82	--
合计	**1,392,533.01**	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 417.68 亿元，较年初下降 3.74%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产总额有所减少，仍以流动资产为主；流动资产中，应收账款、预付款项及存货规模较大，对公司营运资金形成严重占用；公司资产抵质押比率较高，货币资金受限规模大，整体资产质量一般。

2．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 347.57 亿元，较年初下降 9.98%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债与非流动负债分别占 92.28%和 7.72%，流动负债占比进一步提升。

流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债为 320.75 亿元，较年初下降 9.08%，主要系短期借款和应付票据减少所致；流动负债以短期借款（占 59.86%）、应付票据及应付账款（占 23.14%）和其他应付款（合计）（占比 6.03%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 192.01 亿元，较年初下降 11.49%，主要系偿还部分短期借款所致。短期借款主要由质押借款（占 27.92%）、信用借款（占 0.52%）、抵押及保证借款（占 56.34%）和未到期票据/信用证贴现（占 15.74%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 74.24 亿元，较年初下降 11.42%，主要为公司业务滚动结算正常幅度内波动；其中应付票据 61.13 亿元（占比 82.34%）和应付账款 13.11 亿元（占比 17.66%）。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）19.33 亿元，较年初增长 64.66%，主要系非金融机构借款增加所致；公司其他应付款（合计）主要由应付利息（占比 5.83%）、应付股利（占比 0.19%）和其他应付款（占比 93.99%）构成。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债为 26.82 亿元，较年初下降 19.54%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 43.27%）、应付债券（占比 48.46%）和递延所得税负债（占比 7.57%）构成。

截至 2018 年底，长期借款余额 11.61 亿元，较年初增长 12.15%，主要是新增抵押和保证借款所致；长期借款于 2020 年到期的金额 4.91 亿元，2021 年到期的金额为 0.33 亿元，2022 年以后到期金额为 6.37 亿元，公司可能面临一定集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券为 13.00 亿元，较年初下降 37.85%，主要系部分债券到期兑付和部分债券重分类至一年内到期的长期非流动负债所致。

截至 2018 年底，递延所得税负债 2.03 亿元，较年初增加 5.18%，主要系投资性房地产公允价值变动所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 308.52 亿元，较年初下降 8.11%，主要系公司偿还部分短期债务所致；其中，短期债务为 283.91 亿元，长期债务为 24.61 亿元，仍以短期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.10%、78.13%和 22.18%，较年初分别下降 1.59 个百分点、1.38 个百分点和 4.37 个百分点，债务负担仍很重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 331.26 亿元，较年初下降 4.69%，其中流动负债占比 91.27%，非流动负债占比 8.73%。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.31%、76.92%和 23.58%，债务负担较年初略有减轻。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 86.35 亿元，较年初变动不大，其中归属于母公司所有者权益占比 68.46%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 35.91%，资本公积占比 21.75%、盈余公积占比 4.06%、未分配利润占比 29.07%，其它综合收益占比 9.22%，权益的稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，所有者权益为 86.43 亿元，较年初增长 0.09%；所有者权益结构较年初变化很小。

总体看，截至 2018 年底，公司负债规模略有下降，流动负债占比仍很高，整体债务负担仍然很重，且短期偿债压力很大；公司国有资产权益规模保持稳定，权益结构的稳定性尚可。

3．盈利能力

2018 年，公司营业总收入稳定增长，全年实现营业总收入 700.72 亿元，较上年增长 2.27%；公司实现营业利润 2.00 亿元，较上年下降 73.25%，主要系公司融资成本上升，期间费用对利润侵蚀严重所致；受营业利润下滑影响，公司净利润下降 73.00%至 1.58 亿元。

费用方面，2018 年，公司期间费用 46.60 亿元，较上年增长 21.63%，销售费用、管理费、财务费用和研发费用均有增加；其中销售费用占比 13.56%、管理费用占比 48.32%、财务费用占比

37.55%、研发费用占比 0.58%。2018 年，公司销售费用为 6.32 亿元，同比增长 15.59%，主要系产品营销投入增加所致；管理费用为 22.51 亿元，同比增长 4.75%，主要系员工人数增加导致人工费用增加所致；财务费用为 17.50 亿元，同比增长 56.17%，主要系公司融资成本上升及汇兑损益变动所致；研发费用 0.27 亿元，同比增长 80.10%，主要系公司研发项目费用增加所致。2018 年，公司费用收入比为 6.65%，较上年上升 1.06 个百分点，公司费用控制能力较弱。

2018 年，公司公允价值变动收益为 0.54 亿元，较上年增加 2.08 亿元，主要为以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债。2018 年，公司投资收益为 1.42 亿元，较上年下降 9.83%，主要为权益法下核算的长期股权投资收益；公司投资收益占营业利润的比例为 70.81%，对营业利润贡献很大。

盈利指标方面，2018 年，公司收入规模有所增长，公司主营业务毛利率 6.62%，较上年提高 0.11 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.41%、4.07%和 1.83%，较上年分别下降 0.47 个百分点、0.66 个百分点和 5.29 个百分点，公司盈利能力大幅下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 158.07 亿元，较上年同期下降 14.31%，主要系公司为提高资金使用效率，关停部分资金使用效率低、盈利能力低的项目所致；实现营业利润 0.50 亿元，较上年同期下降 79.29%，主要系财务费用大幅增长，对利润侵蚀严重所致；受营业利润大幅下降影响，净利润（含少数股东损益）0.40 亿元，较上年同期下降 79.82%。

总体看，2018 年，公司收入规模略有增长，但因期间费用大幅增长，公司营业利润大幅下降，且主要依赖于投资收益，整体盈利能力大幅下降。

4．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 944.48 亿元，较上年增长 7.52%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加所致；经营活动现金流出为 928.11 亿元，较上年增长 5.70%，主要系购买商品接受劳务支出现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，经营活动现金流量净额为 16.37 亿元，较上年增长 39.27 倍，主要系公司加强存货管控，销售回款增加、存货占用减少所致。2018 年，公司现金收入比为 118.33%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 5.48 亿元，较上年下降 43.74%，主要系公司 2017 年收购百诚集团公司使得投资活动流入现金基数较大所致；投资活动现金流出 4.61 亿元，较年初下降 50.30%，主要系购置固定资产、无形资产和其他长期资产和对外投资支出现金减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流净额为 0.87 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 525.17 亿元，较上年增长 24.80%，主要系公司新增借款、发行债券及减少保证金存款所致；2018 年，公司筹资活动现金流出 555.18 亿元，较上年增长 31.43%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流净额为-30.01 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 7.39 亿元，持续为净流入；投资活动产生的现金流量净额-0.62 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-1.94 亿元，持续为净流出；现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流状况明显改善，收入实现质量良好，投资活动规模较小，筹资活动现金大幅净流出。

5．偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率为 1.07 倍，较年初保持不变；速动比率

由年初的 0.78 倍上升至 0.81 倍，主要系公司存货占比下降所致；现金短期债务比由年初的 0.34 倍下降至 0.30 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。整体看，公司短期偿债能力有待提升。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 21.05 亿元，较上年下降 10.45%，主要系利润总额减少所致；其中，利润总额占比 9.68%，计入财务费用利息支出占比 78.03%，折旧占比 5.88%，摊销占比 6.41%，EBITDA 构成中利息支出占比较大。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.07%，较上年未发生变化；EBITDA 利息倍数由上年的 1.73 倍下降至 1.28 倍，公司 EBITDA 对债务本金、利息的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司未决诉讼涉及金额 0.06 亿元，占净资产的 0.07%；公司已审批的对外担保额度为 87.00 亿元，占净资产的 100.75%，实际对外担保余额为 4.14 亿元，占净资产的 4.79%；占比较低，但被担保对象主要为对流通领域行业小微客户，且担保额度可能进一步提高，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司（不包含子公司）获得银行授信额度为 224.24 亿元，已使用额度合计 129.33 亿元，尚未使用额度为 94.91 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码 G1044030400408650I），截至 2019 年 4 月 28 日，公司无未结清不良贷款，公司已结清信贷记录中包括 2 笔合计 1.80 亿元人民币的关注类流动资金贷款，1 笔 1,582.28 万港元的关注类流动资金贷款和 4 笔（包括 850 万美元和 1,582.28 万港元）关注类贸易融资贷款，根据国家开发银行深圳市分行于 2017 年 6 月 19 日出具的《关于怡亚通贷款质量分类说明》，人行银行企业征信系统显示公司的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2 笔共 107.89 万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

总体看，跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现有所弱化，但考虑到深圳投控入股，以及公司经营规模和未使用授信额度较大，过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 76.07 亿元，约为“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”待偿本金合计（14.92 亿元）的 5.10 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；公司净资产达 86.43 亿元，约为“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”待偿本金合计（14.92 亿元）的 5.79 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 21.05 亿元，约为“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”待偿本金合计（14.92 亿元）的 1.41 倍，公司 EBITDA 对“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 944.48 亿元，约为“14 怡亚债”、

“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”待偿本金合计（14.92 亿元）的 63.30 倍，公司经营活动现金流入量对“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内领先的供应链服务提供商，在规模、品牌、物流和网络等方面具有综合竞争优势，公司对“14 怡亚债”、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的偿还能力仍属很强。

八、债权保护条款分析

“18怡亚01”和“18怡亚02”由高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，高新投的经营状况对“18怡亚01”和“18怡亚02”的到期偿付具有较大的影响。

1. 担保人信用分析

（1）高新投概况

高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新投术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2018 年 9 月末股本增至 72.77 亿元；深圳投控持有高新投 41.80%股权，为高新投控股股东，深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11%的股权，为高新投实际控制人。

高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，所有者权益 111.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 111.96 亿元；2017 年，高新投实现营业总收入 15.05 亿元，其中担保业务收入 7.23 亿元，实现净利润 8.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.35 亿元；现金及现金等价物净增加 19.75 亿元，期末现金及现金等价物余额 30.14 亿元。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，所有者权益合计 115.34 亿元，其中归属母公司所有者权益为 115.23 亿元；2018 年 1~9 月，高新投实现营业总收入 13.49 亿元，其中担保业务收入 5.10 亿元，净利润 8.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净流润 8.61 亿元；现金及现金等价物净增加额-5.26 亿元，期末现金及现金等价物余额 24.87 亿元。

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

（2）经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过多家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

担保业务

担保业务概况

高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担

保主要包括保本基金担保和债券担保业务。

2015~2017 年，高新投担保业务规模波动较大，2016 年，债券市场发行情况较好，高新投积极推进债券担保、保本基金担保业务，受此影响，高新投担保业务发生额大幅增长，金额为 982.39 亿元，2017 年受保本基金担保业务政策调整以及债券发行市场不景气等综合影响，高新投担保业务发生额大幅下降，金额为 489.10 亿元，受上述因素影响，高新投期末担保责任余额亦有所波动，2015~2017 年末，高新投期末担保责任余额分别为 519.45 亿元、1,167.05 亿元和 974.22 亿元，年均复合增长率为 36.95%；2015~2017 年末，高新投在保户数分别为 2,610 户、2,573 户和 2,751 户。高新投担保业务存量业务以金融产品担保和保证担保业务为主，截至 2017 年末，保证担保期末担保余额和金融产品担保期末担保责任余额分别 352.90 亿元和 565.52 亿元，占比分别为 36.22%和 58.05%。融资性担保放大倍数方面，2015~2017 年末，高新投融资性担保放大倍数分别为 2.32 倍、11.92 倍和 5.55 倍，2017 年受所担保的保本基金规模大幅下降影响以及股东增资的综合影响，高新投融资性担保放大倍数有所下降。

2018 年 1~9 月，高新投担保发生额 391.82 亿元，同比增长 9.76%，仍以保证担保业务及金融产品担保业务为主，发生额分别为 212.91 亿元和 147.87 亿元，同比分别增长 1.40%和增长 78.09%；截至 2018 年 9 月末，高新投担保责任余额为 931.89 亿元，较上年末小幅下降，其中银行融资性担保、金融产品担保和保证担保期末担保责任余额占比分别为 5.98%、41.20%和 52.81%；融资性担保放大倍数为 4.75 倍。

总体看，近年来受保本基金政策调整及债券发行市场行情变动影响，高新投担保业务规模有所波动，但高新投担保业务仍以保证担保及金融产品担保为主。

银行融资性担保业务

近年来，随着宏观经济下行压力持续，银行融资性担保风险逐渐累积加大，高新投不断调整担保业务结构，2016 年控制存在较大风险的银行融资担保业务规模，导致银行融资性担保业务规模有所下降，2017 年高新投与鹏金所合作，导致银行融资性担保业务短期内发生额大幅增加。2015~2017 年末，高新投银行融资性担保责任余额分别为 48.95 亿元、54.53 亿元和 55.80 亿元，年均复合增长 6.77%，同期，占期末担保责任余额比重分别为 9.42%、4.67%和 5.98%，占比有所波动。

从业务渠道来看，高新投银行融资性担保客户主要来源于合作银行，在合作条件方面，高新投无需向所有合作银行缴纳保证金，截至 2018 年 9 月末，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家银行建立合作关系，累计获得银行授信额度 700 亿元。高新投针对银行融资性担保视企业经营情况，要求其提供反担保措施，目前主要的反担保措施包括房产抵押、保证金、个人及法人保证等。

截至 2018 年 9 月末，高新投银行融资性担保业务前十大客户在保责任余额合计 4.46 亿元，占高新投银行融资性担保业务在保余额的 8.00%，从单一客户集中度来看，单一客户担保责任余额占净资产的比重均在 2%~4%之间，高新投银行融资性担保业务单一客户集中度不高。

从担保期限组合期限来看，2015~2018 年 9 月末，高新投银行融资性担保业务担保余额期限 1 年以内的占比分别为 86.84%、89.88%、90.11%和 94.33%，占比逐年提升。

从区域来看，高新投银行融资性担保业务全部集中在深圳市，区域集中度很高，存在较高区域集中度风险。

截至 2018 年 9 月末，高新投累计发生银行融资性担保违约 50 笔，累计代偿 2.34 亿元，累计代偿率为 0.20%，累计收回金额 1.36 亿元，累计代偿回收率 58.12%，高新投银行融资性担保累计

代偿率较低，代偿回收率尚可。

总体看，2016 年高新投融资性担保业务规模大幅上升，随后业务规模保持小幅下降趋势；高新投银行融资性担保区域、期限分布较为集中，存在一定的集中度风险，整体代偿水平较低。

保证担保业务

保证担保业务主要包括工程担保和诉讼保全担保。高新投保证担保业务由子公司高新投保证担保负责运营。高新投是国内较早开展工程担保业务的担保公司，目前高新投保证担保已在北京、西安、杭州等城市建立了 6 家分公司，并在重庆、昆明等地设立了 31 个办事处，基本完成全国性战略布局，有一定的客户积累。高新投主要通过由深圳地区合作银行代高新投出具保函（高新投对银行保函提供反担保）的方式开展保证担保业务，在上述模式下，高新投业务规模受银行给予的保函授信额度影响较大，同时银行手续费也降低了高新投的盈利空间。高新投保证担保客户以施工类企业为主，一般具有总承包或专业承包二级以上资质。项目主要通过工程招标网、遍布全国的销售网络、建筑行业协会和实地造访等渠道获得，高新投采取遍布全国的销售网络、加大品牌及售后服务的推广，多年的业务开展积累了稳定的客户群，目前，高新投保证担保项目来源渠道较为稳定。针对保证担保，高新投需工程项目合作方企业或个人提供信用反担保；对于民营企业，如果保函超过 3,000 万元，则需企业实际控制人提供个人反担保。

高新投适当控制保证担保业务规模以防范风险，收缩保证担保业务规模，2015~2018 年 1~9 月年，高新投保证担保业务发生额分别为 302.69 亿元、264.89 亿元、267.00 亿元和 212.91 亿元，2016 年高新投保证担保业务有所收缩，2017 年有小幅上升，但较 2015 年亦有所下降。2015~2018 年 9 月末，高新投保证担保责任担保余额分别 370.88 亿元、385.44 亿元、352.90 亿元和 383.97 亿元。截至 2018 年 9 月末，累计代偿率 0.03%，累计代偿回收率为 19.12%。

截至 2018 年 9 月末，高新投保证担保业务前十大客户在保责任余额为 31.27 亿元，占期末保证担保责任余额的比例为 8.14%，客户集中度较低。

从担保期期限来看，1 年以内的保证担保责任余额占比为 32.20%，1~2 年的保证担保责任余额占比为 37.60%，2~3 年的保证担保责任余额占比为 20.30%。

从区域分布来看，2018 年 1~9 月，高新投新增保证担保业务主要集中在华东地区和华南地区，占比分别为 33.00%和 32.00%。

总体看，近年来，高新投主动收缩保证担保业务规模，业务规模整体呈收缩趋势；同时，联合评级也关注到其保证担保已出现代偿，高新投存在一定规模的保证担保业务，随着经济形势下行，需持续关注其保证担保代偿风险。

委托贷款业务

高新投委托贷款业务包含自有资金委托贷款业务和政府专项资金委托贷款业务。截至 2018 年 9 月末，高新投委托贷款余额 107.60 亿元，其中高新投使用自有资金开展委托贷款业务余额占比为 93.23%，使用政府委托资金开展委托贷款业务余额占比 6.77%。

自有资金委托贷款

高新投自有资金委托贷款客户主要选择高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户、保证担保业务的施工类企业客户等，基于历史合作记录，高新投对贷款对象情况有较为充分的了解。为了更好的实现信息对称，高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的融资性担保业务客户提供委托贷款。为了更好的控制高新投委托贷款业务风险，高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。高新投委托贷款业务金额通常介于 500.00 万元至 30,000 万元之间，期限一般在 1 年以内。

2015~2018 年 9 月末，高新投委托贷款余额分别为 36.66 亿元、50.30 亿元、83.99 亿元和 100.32 亿元，业务规模持续增长。2015 年~2018 年 1~9 月，高新投自有资金委托贷款业务实现利息净收入分别为 3.81 亿元、4.09 亿元、6.13 亿元和 5.63 亿元，同期，高新投自有资金委托贷款不良率分别为 0.17%、0.19%、0.99%和 9.87%，2018 年以来高新投自有资金委托贷款不良率大幅上升，主要是自有资金发放给上市公司股东或实际控制人，受股市震荡影响，抵质押的股票变现能力变弱，借款人出现流动性问题，导致不良率大幅上升。

截至 2018 年 9 月末，高新投前十大委托贷款客户合计金额 10.00 亿元，占委托贷款余额的 9.97%，客户集中度较低，其中单一最大委托贷款余额为 1.00 亿元；高新投前十大委托贷款对象包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由自然人所持上市公司股票质押或由企业股东提供无限连带责任保证担保等反担保措施降低信用风险。

政府专项资金委托贷款

高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予高新投 2.00%的风险补偿，高新投承担剩余风险。

2015~2018 年 9 月末，高新投政府专项委托资金余额分别为 11.10 亿元、7.00 亿元、9.60 亿元和 7.28 亿元，2015~2017 年分别实现管理费收入分别为 448 万元、876 万元和 537 万元。

2018 年股市震动，深圳市民营上市公司股票质押率偏高，受股市震荡影响，上市公司出现流动性风险，深圳市政府推出百亿专项资金驰援上市公司，目前高新投已获得专项资金 50 亿元，由深圳市政府建立援助企业名单，高新投进行在名单企业中进行筛选，最终确定援助企业，部分上市公司已获得资金援助，此外深圳市政府还将成立纾困基金援助上市公司解决流动性风险。

总体看，高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平大幅上升；同时，联合评级也关注到高新投自有资金委托贷款不良率较高，随着经济形势下行压力加大，需持续关注其委托贷款违约风险。

（3）财务分析

高新投提供了 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，2015 年和 2016 年会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告，2017 年会计师事务所出具了无保留意见的审计报告，高新投提供的 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。2016 年，高新投无新纳入合并范围的子公司，2017 年高新投新纳入合并范围的子公司 1 家，考虑到纳入合并范围的子公司规模较小，高新投近三年数据可比性较强，截至 2017 年末，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

资本结构

高新投日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金以及日常利润留存。为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投通过资本公积转增注册资本及股东增资等方式补充资本。2015~2017 年末，高新投所有者权益年均复合增长 32.30%，截至 2017 年末，高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年末增长 70.69%，主要是股东对高新投增资 40 亿元所致，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.95%，在归属于母公司的所有者权益中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，

其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势，2015~2017 年末，高新投负债总额年均复合增长 12.19%。截至 2017 年末，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年末增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备金余额 3.01 亿元，短期责任准备金余额 0.51 亿元，两者合计占负债总额的 15.47%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。2015~2017 年末，高新投实际资产负债率分别为 18.87%、13.11%和 14.24%，呈波动下降趋势，高新投实际的债务负担较轻。

截至 2018 年 9 月末，高新投所有者权益合计 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.91%，归属于母公司的所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。截至 2018 年 9 月末，高新投负债总额 80.81 亿元，较 2017 年末增加 58.08 亿元，主要是高新投新增长期借款 50.03 亿元，系向深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳市安居集团”）的借款，利率为 2.75%，期限为 3 年，深圳市安居集团为深圳市政府全资子公司，该资金主要是深圳市政府为缓解上市公司流动风险提供的纾困资金。截至 2018 年 9 月末，高新投实际资产负债率为 39.24%，受借款规模增加影响，高新投负债率水平大幅提升。

总体看，近年来，受股东增资影响，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，2018 年受新增长期借款影响，高新投负债率水平大幅提升。

资产质量

2015~2017 年末，高新投资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 28.15%。截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，较上年末增长 70.53%，主要是随着股东资本金的逐步到位，高新投发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资产主要由货币资金（占比 23.37%）以及发放委托贷款和垫款（占比 67.36%）构成。

2015~2017 年末，高新投发放委托贷款及垫款呈持续增长趋势，年均复合增长 34.71%，截至 2017 年末，高新投发放委托贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年末增长 58.83%，主要是 2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元，高新投委托贷款已计提减值准备 0.60 亿元，计提充分，截至 2017 年末高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年末，高新投自有资金委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。2015~2017 年末，高新投货币资金呈波动上升趋势，年均复合增长 20.55%，2016 年受归还财政资金及发放贷款影响，高新投货币资金大幅下降 49.93%至 10.38 亿元，截至 2017 年末，高新投货币资金 30.14 亿元，较上年末增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，较上年末增长 45.62%，主要系发放的贷款及委托贷款的增加以及新增买入返售金融资产所致；高新投资产主要由货币资金（占比 12.68%）、发放的委托贷款及垫款（占比 58.61%）、买入返售金融资产（占比 21.41%）构成。截至 2018 年 9 月末，高新投货币资金 24.87 亿元，较上年末减少 17.46%，主要是委托贷款业务资金发放规模增加所致；发放的委托贷款及垫款 114.97 亿元，较上年末增长 26.71%，主要是高新投增资后扩大委托贷款发放规模所致，高新投已计提减值准备 0.61 亿元，与上年基本持平，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注；高新投新增 42.00 亿元买入返售金融资产，主要是股东增资后，

高新投利用资金所购买的银行理财产品。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；高新投委托贷款规模较大，委托贷款业务不良率大幅上升，面临一定的信用风险和市场风险。

盈利能力

近年来，高新投受担保业务规模扩大的影响，营业总收入规模呈稳定增长态势，2015~2017年，高新投营业总收入年均复合增长26.95%。2017年实现营业总收入15.05亿元，同比增长36.75%，高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入，2015~2017 年，高新投担保业务收入贡献度分别为52.89%、48.15%和48.03%。2015~2017年，高新投投资收益呈波动下降趋势，年均复合下降26.80%，2017年实现投资收益0.87亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益，同比减少49.52%，主要是出售股票收益大幅下降所致。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势，2015~2017 年，高新投营业总成本年均复合增长31.07%。2017年，高新投营业总成本4.82亿元，同比增长50.04%；其中营业成本3.29亿元，以担保业务支出为主，担保业务支出主要是薪酬、房租水电、广告宣传、业务拓展等费用。2015~2017年，营业利润率分别为87.38%、86.51%和73.77%，亦呈下降趋势，主要是高新投保证担保业务支出规模的增加所致。

2015~2017年，高新投净利润呈持续上升趋势，年均复合增长17.31%。2017年，高新投实现净利润8.35亿元，同比增长17.79%。2015~2017年，高新投平均净资产收益率分别为12.31%、10.94%和12.24%，平均总资产收益率分别为7.46%、7.54%和6.63%。近年来受股东增资影响，高新投净资产收益率呈下降趋势，高新投盈利能力指标表现仍处于较好水平。赔付情况方面，2015~2017年，高新投担保赔付率分别为18.42%、16.23%和0.55%，2017年当期代偿规模大幅下降，导致赔付率水平大幅下降。

表5　高新投盈利能力相关指标（单位：亿元，%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
营业总收入	9.34	11.01	15.05	13.49
营业总成本	2.80	3.21	4.82	2.76
投资收益	1.62	1.72	0.87	0.50
营业利润	8.16	9.52	11.10	11.23
利润总额	8.17	9.52	11.09	11.23
净利润	6.07	7.09	8.35	8.62
营业利润率	87.38	86.51	73.77	83.25
平均净资产收益率	12.31	10.94	12.24	7.59
平均总资产收益率	7.46	7.54	6.63	5.03
担保收入对收入的贡献率	52.89	48.15	48.03	37.80
担保赔付率	18.42	16.23	0.55	3.33

资料来源：高新投审计报告以及2018年1~9月合并财务报表，联合评级整理。

2018年1~9月，高新投实现营业总收入13.49亿元，净利润8.62亿元，同比增长15.00%和16.80%，主要是委托贷款业务规模扩大，带动收入增长所致，其中担保业务收入贡献度为37.80%，营业利润率为83.25%，平均净资产收益率为7.59%，平均总资产收益率为5.03%，担保赔付率3.33%，赔付率有所上升。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，高新投盈利水

平较高。

现金流分析

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，2015~2017 年，高新投经营活动现金流量净额分别为-15.39 亿元、-6.16 亿元和-21.72 亿元，2016 年和 2017 年高新投收到其它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大幅增加，主要是收回的委托贷款及垫款以及赎回短期理财产品增加的资金和发放的委托贷款及垫款以及购买短期理财产品增加的资金，2017 年支出其它与经营活动有关的现金增加，导致经营活动现金净流出规模增加。

2015~2017 年，高新投投资活动现金流量净额分别为 1.42 亿元、0.57 亿元和-0.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致。

筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资以及借款所收到的资金。2015~2017 年，高新投筹资活动现金流量净额分别为 23.41 亿元、-4.77 亿元和 41.75 亿元，2017 高新投取得招商银行和深圳投控借款的现金，导致筹资活动现金流入规模大幅增加。

表 6　高新投现金流量表情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
经营活动现金流量金额	-15.39	-6.16	-21.72	-61.87
投资活动现金流量净额	1.42	0.57	-0.26	0.04
筹资活动现金流量净额	23.41	-4.77	41.75	56.57
现金及现金等价物净增加额	9.44	-10.34	19.75	-5.26
期末现金及现金等价物余额	20.74	10.38	30.14	24.87

资料来源：高新投审计报告及 2018 年 1~9 月财务报表，联合评级整理。

2018 年 1~9 月，高新投经营活动现金流量净额-61.87 亿元，高新投收到其他与经营活动与支付其他与经活动有关的现金主要是资金业务产生的现金流，受资金业务流出资金规模扩大及购买银行理财产品等因素影响，经营活动现金流量净额流出规模大幅增加；投资活动现金流量净额 0.04 亿元；受长短期借款等借入资金大幅增加影响，高新投筹资活动现金流量净额大幅增加，筹资活动现金流量净额为 56.57 亿元，高新投经营活动现金流出现大规模净流出，高新投筹资活动融入现金流规模较大，资金需求较大。

总体看，高新投经营活动现金流随着业务规模的变化波动较大；投资活动现金流规模较小；受股东增资和借款增长影响，高新投筹资活动现金流入规模较大，随着经营活动流出现金的增加，存在融资需求。

资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

受 2017 年股东增资影响，高新投净资产规模持续增长，近三年高新投净资产规模年均复合增长 32.30%，截至 2017 年末，高新投净资产规模 115.34 亿元，较上年末增长 70.69%，资本较为充足。此外，高新投还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2015~2017 年末，高新投代偿准备金率分别为 27.72%、23.00%和 0.94%，2017 年高新投当期代偿规模大幅下降，导致代偿准备金率大幅下降。

表 7　高新投资本充足性及代偿能力（亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
净资产	63.96	65.59	111.96	115.34
代偿准备金率	27.72	23.00	0.94	3.77

资料来源：高新投提供，联合评级整理。

截至 2018 年 9 月末，高新投净资产规模 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，代偿准备金率 3.77%，受当期代偿规模上升影响，高新投代偿准备金率有所上升。

总体看，高新投存续的债券担保业务规模较大，随着债券到期兑付规模的增加，且高新投所担保客户主要为民企，2018 年以来民企违约数量大幅增加，高新投存在一定的代偿压力，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，担保业务整体风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

总体看，近年来信用风险事件频发，高新投所从事的债券担保业务发展较快，所担保债券存在一定的信用风险，将加大其代偿风险，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，债券担保项目风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

2．担保效果评价

以截至 2018 年 9 月底财务数据测算，高新投资产总额 196.15 亿元；净资产达 115.34 亿元，为“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”（10.00 亿元）的 19.62 倍和 11.53 倍，对其保障程度高。

总体看，高新投作为国内最早设立的担保机构之一，近年来其净资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高。本次债券发行规模占其资产比重低，其担保对于“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的到期还本付息仍具有显著的提升作用。

九、综合分析

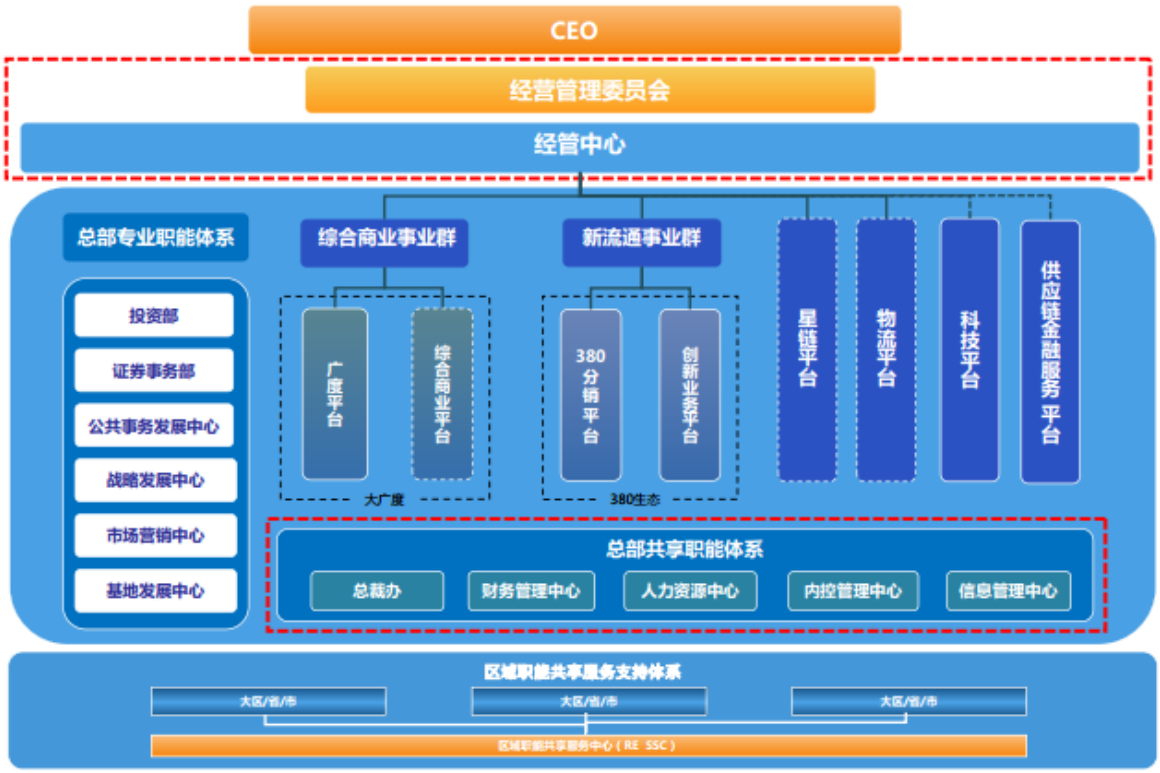
2018 年，公司营业收入略有增长，经营活动现金流状况明显改善，但受期间费用侵蚀严重影响，公司营业利润大幅下降且主要依赖投资收益的贡献，整体盈利能力大幅下降。同时，联合评级也关注到公司业务行业集中度仍很高，大额应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定减值风险，整体债务负担重且短期偿债压力较大，资产受限比例高，流动性压力较大以及存在或有负债风险等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

深圳投控成为公司控股股东，以及公司实际控制人变更为深圳市国资委，预计未来公司外部融资环境得到改善，经营业绩有望止滑，重回增长。

“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”由高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的信用水平仍具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望由“正面”调整为“稳定”；同时维持“14 怡亚债”的债项信用等级为 AA、“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”的信用等级为 AAA。

附件 1　深圳市怡亚通供应链股份有限公司组织架构图



附件 2　深圳市怡亚通供应链股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	423.82	472.62	433.92	417.68
所有者权益（亿元）	77.82	86.52	86.35	86.43
短期债务（亿元）	269.38	304.49	283.91	261.32
长期债务（亿元）	27.38	31.27	24.61	26.67
全部债务（亿元）	296.75	335.76	308.52	287.99
营业收入（亿元）	582.91	685.15	700.72	158.07
净利润（亿元）	5.35	5.85	1.58	0.40
EBITDA（亿元）	16.94	23.50	21.05	---
经营性净现金流（亿元）	-41.47	0.41	16.37	7.39
应收账款周转率(次)	5.70	5.42	5.31	--
存货周转率（次）	7.97	7.05	7.03	--
总资产周转率（次）	1.55	1.53	1.55	0.37
现金收入比率（%）	107.51	111.30	118.33	115.43
总资本收益率（%）	4.22	4.88	4.41	--
总资产报酬率（%）	4.11	4.74	4.07	--
净资产收益率（%）	7.43	7.12	1.83	0.46
营业利润率（%）	7.05	7.01	6.99	6.43
费用收入比（%）	5.99	5.59	6.65	6.21
资产负债率（%）	81.64	81.69	80.10	79.31
全部债务资本化比率（%）	79.23	79.51	78.13	76.92
长期债务资本化比率（%）	26.02	26.55	22.18	23.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.92	1.73	1.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.07	--
流动比率（倍）	1.07	1.07	1.07	1.10
速动比率（倍）	0.83	0.78	0.81	0.83
现金短期债务比（倍）	0.33	0.34	0.30	0.29
经营现金流动负债比率（%）	-13.10	0.12	5.10	2.45
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.14	1.58	1.41	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2019 年一季度财务数据未经审计；3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4、公司折入资金、其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的非金融结构借款均计入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　深圳市高新投集团有限公司
主要计算指标及公式

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	82.02	78.99	134.70	196.15
负债总额（亿元）	18.06	13.39	22.73	80.81
实际资产负债率（%）	18.87	13.11	14.24	39.24
所有者权益（亿元）	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	9.34	11.01	15.05	13.49
担保业务收入（亿元）	4.94	5.30	7.23	5.10
投资收益（亿元）	1.62	1.72	0.87	0.50
净利润（亿元）	6.07	7.09	8.35	8.62
担保业务收入贡献度（%）	52.89	48.15	48.03	37.80
营业利润率（%）	87.38	86.51	73.77	83.25
营业费用率（%）	2.27	1.85	7.36	3.36
平均总资产收益率（%）	7.46	7.54	6.63	5.03
平均净资产收益率（%）	12.31	10.94	9.40	7.59
期末担保责任余额（亿元）	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保责任余额（亿元）	148.54	781.62	621.32	547.92
融资性担保放大倍数（倍）	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.16	0.11	0.08	0.29
担保赔付率（%）	18.42	16.23	0.55	3.33
代偿准备金率（%）	27.72	23.00	0.94	3.77

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

附件 4　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　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。