# 跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1236 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“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”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：

二〇二〇年六月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券余额 | 发行期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 18 怡亚 01 | 5.00 亿元 | 3 年（2+1） | AAA | AAA | 2019 年 6 月 17 日 |
| 18 怡亚 02 | 5.00 亿元 | 3 年 | AAA | AAA | 2019 年 6 月 17 日 |
| 19 怡亚 01 | 2.00 亿元 | 3 年 | AAA | AAA | 2019 年 11 月 29 日 |

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 5 日

主要财务数据：

发行人—深圳市怡亚通供应链股份有限公司

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 472.62 | 433.92 | 419.01 | 433.19 |
| 所有者权益（亿元） | 86.52 | 86.35 | 84.25 | 84.87 |
| 长期债务（亿元） | 31.27 | 24.61 | 34.84 | 35.55 |
| 全部债务（亿元） | 342.76 | 305.40 | 298.28 | 313.51 |
| 营业收入（亿元） | 680.59 | 696.92 | 718.34 | 137.92 |
| 净利润（亿元） | 5.85 | 1.58 | 0.19 | 0.14 |
| EBITDA（亿元） | 23.50 | 21.05 | 20.13 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 0.41 | 16.37 | 26.14 | 1.30 |
| 营业利润率（%） | 6.79 | 6.72 | 5.52 | 4.93 |
| 净资产收益率（%） | 7.12 | 1.83 | 0.23 | 0.66 |
| 资产负债率（%） | 81.69 | 80.10 | 79.89 | 80.41 |
| 全部债务资本化比率（%） | 79.85 | 77.96 | 77.98 | 78.70 |
| 流动比率（倍） | 1.07 | 1.07 | 1.12 | 1.10 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.07 | 0.07 | 0.07 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.73 | 1.27 | 1.13 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.96 | 1.75 | 1.68 | -- |

担保方—深圳市高新投集团有限公司

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 78.99 | 134.70 | 205.27 |
| 所有者权益合计（亿元） | 65.59 | 111.96 | 117.87 |
| 营业总收入（亿元） | 11.01 | 15.05 | 20.85 |
| 净利润（亿元） | 7.09 | 8.35 | 11.33 |
| 平均净资产收益率（%） | 10.94 | 12.24 | 9.86 |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2020 年 1－3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 拆入资金、卖出回购金融资产款和其他流动负债及其他应付款中的相关项目均计入短期债务；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）整体经营情况比较稳定，营业收入保持增长，经营活动现金流状况明显改善。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，综合毛利率进一步下降以及期间费用对利润侵蚀较重等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供连带责任保证担保。高新投资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”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，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”的信用等级为 AAA。

优势

1. **公司仍具备一定行业影响力和资源整合能力。**公司已形成以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式，具备较强的资源整合能力。

2. **整体经营情况比较稳定。**公司营业收入保持增长，经营活动现金流状况明显改善。2019 年，公司实现营业收入 718.34 亿元，较上年增长 3.07%；公司经营活动产生的现金流量净额为 26.14 亿元，较上年增长 59.70%。

关注

1. **公司业务集中于 IT 和通信、快速消费**

**品两大种类，且存在一定管理压力。**跟踪期内，公司上下游客户行业集中度仍很高，容易受IT、通信行业和快速消费品行业波动的影响。公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。

2．**公司综合毛利率进一步下降。**2019年，公司综合毛利率为5.65%，较上年下降1.22个百分点。

3．**公司资产受限比例高，债务负担重，短期偿债压力较大。**截至2020年3月末，公司受限资产占总资产比重为31.66%；公司全部债务资本化比率为77.98%，短期债务占全部债务比例为88.32%。

4．**公司应收账款和存货规模大，对营运资金形成占用。**受供应链业务模式影响，截至2019年末，公司应收账款和存货分别为124.53亿元和72.71亿元，占流动资产的比重分别为37.49%和21.89%。公司在经营过程中涉及较多外币结算，存在一定汇率波动风险。

5．**公司大额期间费用对营业利润侵蚀较重，投资收益对营业利润贡献很大。**2019年，公司费用收入比为5.86%；投资收益为4.73亿元，较上年增加3.31亿元，是营业利润的28.13倍。

**分析师**

候珍珍　登记编号（R0040215120003）
李敬云　登记编号（R0040220010004）

**邮箱：**lh@unitedratings.com.cn
**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10层（100022）
**网址：**www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：侯春伟 李昔之

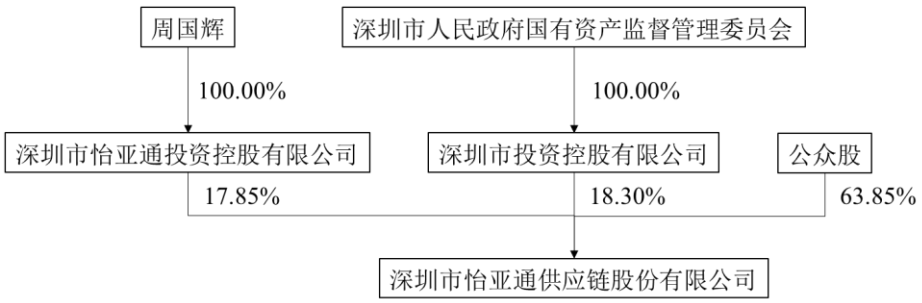
联合信用评级有限公司

## 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。怡亚通控股于 2018 年 12 月出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“承诺函”），根据承诺函，怡亚通控股持有的公司表决权比例将由 17.85%下降至 7.85%。公司于 2018 年 12 月收到深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》（以下简称“告知函”），深圳投控确认自怡亚通控股承诺函出具之日起取得公司的控制权，正式成为公司的控股股东，深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）为公司实际控制人。

截至 2020 年 3 月末，公司总股本为 21.23 亿元，控股股东深圳投控持有公司 18.30%的股权，所持公司股份无质押或冻结；公司实际控制人为深圳市国资委。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构图




资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围增加有色金属制品的购销、润滑油的购销和会议服务。公司组织架构重新划分，截至 2020 年 3 月末，公司本部设总裁办、证券投资部、公共事务发展中心、运营管理部、人力资源中心、财务管理中心、内控管理中心、信息管理中心、基地发展中心等职能部门（见附件 1）；公司纳入合并范围子公司 547 家，拥有在职员工 12,333 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 419.01 亿元，负债合计 334.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.31 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，净利润（含少数股东损益）0.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.42 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 433.19 亿元，负债合计 348.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.99 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，净利润（含少数股东损益）0.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.88 亿元。

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

## 二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 1 月 4 日，公司获得中国证监会核准公开发行面值不超过 15 亿元的公司债券。其中，第一期债券“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（第一期）”已于 2018 年 12 月 11 日完成发行，2018 年 12 月 24 日在深交所上市。第一期债券分为 2 个品种，品种一债券简称“18 怡亚 01”，债券代码“112817.SZ”，发行规模为 5 亿元，债券期限为 3 年，附第 2 年末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%；品种二债券简称“18 怡亚 02”，债券代码“112818.SZ”，发行规模为 5 亿元，为 3 年期固定利率债券，发行利率为 6.40%。“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”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。第二期债券“深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”已于 2019 年 12 月 23 日完成发行，2020 年 1 月 8 日在深交所上市，债券简称“19 怡亚 01”，债券代码“149014.SZ”，发行规模为 2 亿元，为 3 年期固定利率债券，发行利率为 5.40%，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。

截至 2019 年末，“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”募集资金均已按募集说明书约定用途使用并全部使用完毕。2019 年 12 月 11 日，公司已支付“18 怡亚 01”和“18 怡亚 02”自 2018 年 12 月 11 日至 2019 年 12 月 10 日期间的利息。截至本报告出具日，“19 怡亚 01”尚未到第一个付息日。

“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供连带责任保证担保。

## 三、行业分析

**2019 年，国家发布了一系列文件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，行业未来市场空间巨大，发展前景良好。**

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

物流服务是供应链管理服务行业中的一项重要服务，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平稳增长，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，2019 年全国社会物流总额 298.00 万亿元，同比增长 5.90%，增速比上年下降 0.50 个百分点。从物流市场结构看，工业品、进口货物、农产品、再生资源及单位与居民物品物流总额保持增长。

快速消费品是供应链管理服务行业的重要服务领域，包括日化用品、食品饮料、母婴用品、烟酒等。快速消费品行业与民众生活关联度较密切，在国民经济中占有重要地位。2019 年，全国居民人均消费支出结构中，食品烟酒为最大支出项目，占据人均消费支出的 28.20%；将食品烟酒类和生

活用品及服务类计入快速消费品品类，2019 年快速消费品消费占居民消费的比重约为 34.10%，是居民消费金额最大的项目。

行业政策方面，2019 年 1 月，深圳市出台《关于促进深圳市供应链金融发展的意见》，成为全国首个市级供应链金融专项政策。该政策鼓励金融机构建立专门的供应链金融产品、风控、考核等制度支持体系，开发适合制造业供应链融资特征的信息系统；鼓励银行业金融机构发起设立供应链金融专营机构、事业部和特色分支机构；支持商业保理公司、融资租赁公司、小额贷款公司、融资担保公司等机构在供应链金融领域发挥差异化作用；支持以市场化方式组建商业保理行业互助担保基金，发起设立再保理公司。2019 年 7 月，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于推动供应链金融服务实体经济的指导意见》，要求银行保险机构应依托供应链核心企业，基于核心企业与上下游链条企业之间的真实交易，整合物流、信息流、资金流等各类信息，为供应链上下游链条企业提供融资、结算、现金管理等一揽子综合金融服务。2020 年 1 月，银保监会联合商务部和外汇局印发了《关于完善外贸金融服务的指导意见》，鼓励银行在有效把控供应链信息流、物流、资金流和完善交易结构的基础上，围绕核心企业开展面向上下游的境内外供应链金融服务。

## 四、管理分析

**公司高管及核心技术人员基本保持稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。**

跟踪期内，公司的经营管理制度无重大变化；公司董事会、监事会因任期届满进行了换届选举，其中 1 名独立董事、2 名监事、2 名副总经理因任期已满离任，1 名副总经理因个人原因离任。

## 五、经营分析

1. 经营概况

**2019 年，公司营业收入较上年略有增长，但净利润受期间费用和信用减值损失侵蚀影响较上年大幅下降；受电商合作业务开展初期毛利率水平较低影响，公司综合业务毛利率进一步下降。**

2019 年，公司主营业务未发生重大变化。公司以广度综合商业服务平台和 380 新流通服务平台为供应链服务载体，构建服务于各产业、各行业的全程供应链服务。其中全球采购业务并入了广度综合商业服务平台业务。

2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，较上年增长 2.79%；实现净利润 0.19 亿元，较上年下降 87.73%，主要系公司融资成本增加和宇商金控平台业务利润下滑导致的综合毛利率下降，且公司实行新金融工具准则导致的计提信用减值损失准备金额增长所致。

从收入构成上看，广度综合商业服务平台业务和 380 分销平台业务为公司主要收入来源，近两年占公司营业总收入比重均超过 95%，主营业务十分突出。2019 年，广度综合商业服务平台业务收入为 384.47 亿元，占营业总收入比重为 53.38%，较上年增长 35.50%，主要系公司广度供应链业务所覆盖的行业领域增加，同时推动“分销+营销”、政企采购等创新业务模式所致。380 新流通服务平台的发展主要依托于 380 分销平台业务。2019 年，380 分销业务收入为 327.12 亿元，占营业总收入比重为 45.42%，较上年下降 19.58%，主要系公司 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所致。2019 年，公司物流平台业务收入 8.06 亿元，较上年略有增长，占营业总收入比重为 1.12%；公司其他业务收入规模较小，对收入影响不大。

从毛利率情况看，2019 年，广度综合商业服务平台业务毛利率为 3.00%，较上年下降 0.90 个百

分点，主要系新增加的部分电商合作业务初期毛利率较低所致；380 分销平台业务毛利率为 8.08%，较上年上升 0.15 个百分点；2019 年，公司物流平台业务毛利率为 14.08%，较上年下降 3.61 个百分点，主要系物流平台新导入部分购销业务的毛利较低所致；2019 年，宇商金控平台业务毛利率为 49.22%，较上年下降 2.85 个百分点，主要系小额贷款业务利息成本增长所致。综上，2019 年，公司综合毛利率 5.65%，较上年下降 1.22 个百分点

表1 近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务分类 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 1－3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 380 分销平台 | 401.20 | 58.56 | 7.74 | 406.79 | 58.05 | 7.93 | 327.12 | 45.42 | 8.08 | 65.68 | 47.51 | 7.15 |
| 广度综合商业服务平台 | 273.59 | 39.93 | 3.76 | 283.74 | 40.49 | 3.90 | 384.47 | 53.38 | 3.00 | 72.01 | 52.09 | 4.06 |
| 物流平台 | 5.40 | 0.79 | 18.39 | 7.72 | 1.10 | 17.69 | 8.06 | 1.12 | 14.08 | 1.57 | 1.13 | 10.95 |
| 宇商金控平台 | 5.51 | 0.80 | 62.19 | 3.92 | 0.56 | 52.07 | 2.05 | 0.29 | 49.22 | 0.36 | 0.26 | 56.30 |
| 其他平台 | 7.05 | 1.03 | 22.63 | 4.26 | 0.61 | 32.72 | 3.56 | 0.49 | 15.65 | 0.53 | 0.38 | 1.71 |
| 平台间关联交易 | -7.61 | -1.11 | -- | -5.70 | -0.81 | -- | -5.01 | -0.70 | -- | -1.89 | -1.37 | -- |
| **合计** | **685.14** | **100.00** | **6.91** | **700.73** | **100.00** | **6.87** | **720.25** | **100.00** | **5.65** | **138.26** | **100.00** | **5.79** |

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，较上年同期下降 12.53%，主要系受新冠疫肺炎情影响所致。2020 年 1－3 月，公司实现净利润 0.14 亿元，较上年同期下降 64.95%，主要系受新冠疫情对营业收入影响以及汇兑损失增加所致。

2. 广度综合商业服务平台

**2019 年，公司推动“分销+营销”、政企采购等创新业务模式，广度业务收入持续增长，覆盖行业持续增加；但广度业务为客户垫付货款规模较大，对营运资金形成占用，客户行业集中度较高。**

广度综合商业服务平台专注于非核心业务外包，将供应链服务进行模块化输出，满足上下游客户定制化服务需求。广度综合商业服务平台包含从原材料采购到产品销售的整套供应链流程，具体服务如国际采购、进口报关、供应商库存管理、产品分销、渠道管理等。2019 年，随着市场需求变化，广度供应链业务所覆盖的行业增加拓展至化工原料、冻品、快消品、汽车、木材、建材、有色金属、生鲜、医药、安防等领域，并引入相关行业事业部，实现业绩增量，同时推动包括跨境快贷、“分销+营销”、政企采购等创新业务模式。广度综合商业服务平台经营模式在原有的采销平台（采购执行、分销执行）的基础上，加强政企采购平台服务，新增了综合商业平台。2019 年，公司将全球采购与产品整合板块并入了广度综合商业服务平台。

2019 年，广度综合商业服务平台业务收入为 384.47 亿元，较上年增长 35.50%，主要系公司广度供应链业务所覆盖的行业领域增加，同时推动“分销+营销”、政企采购等创新业务模式所致。；业务毛利率为 3.00%，较上年下降 0.90 个百分点，主要系新增加的部分电商合作业务初期毛利率较低所致。

收入分布方面，2019 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，公司广度综合商业服务平台业务拓展至化工原料、冻品、快消品、汽车、木材、建材、有色金属、生鲜、医药、安防等领域。广度综合商业服务平台业务收入来源仍以 IT、通信类为主，但占比由上年的 41.47%下降至 37.97%，主要系下游消费需求变化、手机行业景气度下降所致；受下游消费需求增强的影响，家电类收入较上年大幅增长，占比由上年的 10.26%上升至 17.97%；母婴类收入

大幅增长，占比由上年的 12.50%上升至 27.16%，仅次于 IT、通信类。

2019年，公司广度综合商业服务平台业务前五大供应商采购金额占总采购金额的32.67%，其中快消品类采购金额占采购总额的20.24%；前五大客户销售金额占销售总额的49.32%，销售产品主要为母婴类、IT、通信类和家电类，客户集中度较高。

表 2　近年来广度综合商业服务平台业务收入行业分布（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 1－3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| IT、通信 | 156.85 | 57.32 | 117.66 | 41.47 | 145.97 | 37.97 | 24.39 | 33.87 |
| 家电 | 24.26 | 8.87 | 29.10 | 10.26 | 69.09 | 17.97 | 17.75 | 24.66 |
| 医疗 | 6.02 | 2.20 | 6.52 | 2.30 | 3.58 | 0.93 | 0.91 | 1.26 |
| 化工 | 78.48 | 28.69 | 80.77 | 28.47 | 43.68 | 11.36 | 6.76 | 9.38 |
| 母婴 | 0.00 | 0.00 | 35.46 | 12.50 | 104.43 | 27.16 | 19.94 | 27.69 |
| 纺织品 | 4.45 | 1.63 | 3.97 | 1.40 | 3.87 | 1.01 | 0.85 | 1.18 |
| 其他 | 3.53 | 1.29 | 10.26 | 3.62 | 13.84 | 3.60 | 1.41 | 1.96 |
| **合计** | **273.59** | **100.00** | **283.74** | **100.00** | **384.47** | **100.00** | **72.01** | **100.00** |

资料来源：公司提供

3. 380 新流通服务平台（380 分销平台业务）

**2019 年，随着公司减少项目并购，加强平台精细化管理，380 分销平台营业收入较上年有所减少，毛利率较上年有所下降；公司 380 分销平台业务仍以快速消费品为主，行业集中度高。**

380 新流通服务平台是一种通过整合“供应链+金融+营销+物流+系统”等综合服务能力，为品牌方与合伙人打造服务模式的平台。380 新流通服务平台业务针对优质品牌进行品牌运营服务，为优质品牌进行培养、赋能和运营，同时基于公司供应链商品多样化优势和覆盖全国的渠道优势，利用电商、无人售货机、社群团购等渠道拓展消费者购物场景。380 新流通服务平台的发展主要依托于 380 分销平台业务。近年来，公司全面促进 380 分销平台业务的发展。380 分销服务平台公司已超过 400 家，并与超过 2,000 个快消及家电品牌商达成战略合作，业务覆盖全国 30 个省级行政区的 320 个城市，服务覆盖超过 150 万个终端零售门店。2019 年，公司对没有达到合作业绩目标或无法融入公司体系的 380 分销服务平台公司实行了退出机制，共退出 31 家，未来公司在继续推广 380 分销业务的同时，也会对已设立的平台公司进行优胜劣汰的考核，实现业务的良性发展。

2019 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；下游客户的结算方式由以前 30 天至 120 天账期改为提前支付货款或 90 天银行承兑汇票。

2019 年，公司 380 分销平台营业收入为 327.12 亿元，较上年下降 19.59%，业务毛利率为 8.08%，较上年上升 0.15 个百分点，主要系公司优化业务结构，缩减资金占用较高、盈利水平较低的项目所致。

行业分布方面，2019 年，公司 380 分销平台业务收入中仍然以酒饮类、母婴类、日化类和食品类等快速消费品行业为主，快速消费品占 76.35%，行业集中度高。

表 3　近年来 380 分销平台业务行业收入分布（单位：亿元、%）

| 行业 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 1－3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 家电 | 65.94 | 16.44 | 90.31 | 22.20 | 71.07 | 21.73 | 13.66 | 20.80 |
| 医疗 | 0.66 | 0.16 | 3.57 | 0.88 | 4.26 | 1.30 | 0.69 | 1.05 |
| 酒饮 | 98.76 | 24.62 | 97.16 | 23.88 | 76.83 | 23.49 | 13.24 | 20.16 |
| 母婴 | 65.88 | 16.42 | 63.71 | 15.66 | 52.18 | 15.95 | 12.86 | 19.58 |
| 日化 | 79.17 | 19.73 | 71.96 | 17.69 | 62.28 | 19.04 | 12.64 | 19.24 |
| 食品 | 88.09 | 21.96 | 77.33 | 19.01 | 58.48 | 17.88 | 12.29 | 18.71 |
| 其他 | 2.70 | 0.67 | 2.74 | 0.67 | 2.02 | 0.62 | 0.30 | 0.46 |
| **合计** | **401.20** | **100.00** | **406.79** | **100.00** | **327.12** | **100.00** | **65.68** | **100.00** |

资料来源：公司提供

4. 重大事项

（1）子公司宇商保理股权转让

2019 年 12 月 24 日，公司发布《深圳市怡亚通供应链股份有限公司关于挂牌转让控股子公司深圳前海宇商保理有限公司（以下简称“宇商保理”）部分股权的公告》。公司拟转让所持宇商保理 11%股权（合计 1,837 万股），完成股权转让评估后确认挂牌底价为 3,662 万元。

宇商保理注册资本 1.67 亿元，经营范围为：保付代理（非银行融资类），股权结构为：公司持股 59.88%，新余峻宇投资合伙企业（有限合伙）持股 20.06%，新余锦岸投资合伙企业（有限合伙）持股 20.06%。转让后，宇商保理将成为公司参股公司。截至 2019 年 9 月末，宇商保理资产总额 4.23 亿元，净资产 1.32 亿元；2019 年 1－9 月，宇商保理实现营业收入 0.44 亿元，净利润-0.15 亿元。截至 2019 年 12 月 23 日，公司不存在为宇商保理提供担保和委托宇商保理理财情况；宇商保理占用公司全资子公司深圳市宇商融资租赁有限责任公司（以下简称“宇商租赁”）资金 1.80 亿元。截至 2019 年末，公司被占用资金已结清。

2020 年 3 月 25 日，公司发布《深圳市怡亚通供应链股份有限公司关于挂牌转让控股子公司深圳前海宇商保理有限公司部分股权的进展公告》，公司最终以人民币 3,662 万元的价格完成本次挂牌转让宇商保理 11%的股权交易。

（2）公司收到深交所年报问询函

2020 年 5 月 18 日，公司收到了深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2019 年年报的问询函》（中小板年报问询函〔2020〕第 77 号）（以下简称“《问询函》”），并要求公司在 2020 年 5 月 25 日前回复说明，公司延期至 2020 年 5 月 29 日进行了回复。

5. 经营关注

（1）管理压力和资金占用风险

随着公司经营规模增大，深度业务持续扩张，公司管理范围不断扩大，管理难度提升。公司经营过程中需要大量垫付和预收货款，应收账款和存货规模较大，若公司现金循环速度下降，或出现大额应收无法及时收回，可能打破公司现金循环的平衡，影响公司日常经营活动。

（2）业务集中风险

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

（3）汇率风险

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

（4）物流外包风险

公司所承担的物流环节主要通过外包来实现，如外包方履约不力或不可抗力而影响供应链效率，可能影响公司信誉，导致一定经营风险或损失。

6. 未来发展

**公司未来将继续拓展广度综合商业及 380 新流通网络建设，从资金驱动型转向能力驱动型，降低负债率并提升盈利能力；同时，通过数字化转型，进一步提升公司管理能力。**

公司对未来的发展战略主要体现在以下方面：

（1）广度平台转型整合型供应链综合运营服务商

公司推动广度平台转型，与全国各地政府、国企成立合资公司，共同发展。公司开放供应链平台，向各城市输出公司的商业模式、品牌、网络、运营体系、技术及标准等优势资源与能力；而当地政府、国企则导入地方产业资源，共同搭建当地最大的供应链综合商业平台，推动城市经济发展。公司已经和郑州、重庆、唐山、成都等 20 多个城市的政府、国企签订战略协议，2020 年目标是成立 30 家合资公司，未来 3~5 年内将达 100 家。

（2）380 分销转型“三维一体”新流通

380 分销要转型成为整合型的流通行业综合运营服务商，放弃传统分销模式，转向“平台服务+品牌运营+新零售”三维一体的新流通模式，为上下游客户提供更好的服务。公司将在产业的上下游搭建共享平台，从传统分销模式转向代销、代运营服务的平台服务模式，减少库存与资金垫付，推动 380 分销由“资金驱动”向“能力驱动”的转型。品牌运营是通过“分销+营销”闭环为不同成长阶段的品牌提供服务，深度支持品牌的定位、营销策划、分销、零售等全流程环节。目前公司已经导入钓鱼台、习酒、日本盛势达、西班牙赛妙等品牌。新零售是以“380 生活超市&便利店+智能零售+星链云”B2B2C 模式赋能零售商，覆盖超市、卖场、门店、电商、社区、社交平台等全零售渠道。公司新零售布局目前主要集中在梅州、河源、惠州等广东地区进行样板打造，2020 年有望覆盖国内 50 个城市。

（3）数字化转型助推新运营体系搭建

数字化转型能够帮助公司从新运营体系建设、财务管理、业务风险管控、数据网络安全等方面全面升级，匹配公司长期战略规划，支撑公司长远发展。2020 年全面系统架构调整，实现数字化运营是重中之重。公司将对广度综合与流通服务两大主营业务进行数字化变革，通过线上 B2B 服务平台，实现前中后台管理扁平化、各职能各业务中心共享化、业务销售去中心化，用智能化、数字化的力量提升供应链服务效率。

（4）引入战略投资，推动生态链公司快速发展

2019 年 9 月，公司旗下的深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司（以下简称“卓怡恒通”）获得了合肥市政府基金高达 2 亿元的战略投资，公司以持有卓怡恒通的股权与合肥市政府基金合资成立项目公司，携手打造信创计算机产业基地，目前项目处于投产阶段，预计年产量达 70 万台基于龙芯、申威等芯片的台式机、笔记本、平板、服务器等计算机产品。深圳市星链供应链云科技有限公司是公司内部孵化项目，旗下星链友店 APP 定位为基于“供应链+互联网+区块链”通证电商平台，2019 年 1 月开始独立运营，同年 3 月获中融国际信托 5,000 万元战略投资。目前星链友店月 GMV 已达数亿元，在售 SKU 数达 150 万。

## 六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年财务报表均已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见，公司2020年1－3月财务数据未经审计。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》及其他相关规定进行编制。

2019年，公司合并范围新增子公司18家，减少子公司43家；2020年1－3月，公司合并范围内新增子公司2家，减少子公司2家。截至2020年3月末，公司合并范围内子公司合计547家。公司主营业务范围未发生显著变化，但合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 419.01 亿元，负债合计 334.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.31 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，净利润（含少数股东损益）0.19 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.42 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 433.19 亿元，负债合计 348.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.99 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，净利润（含少数股东损益）0.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.88 亿元。

2. 资产质量

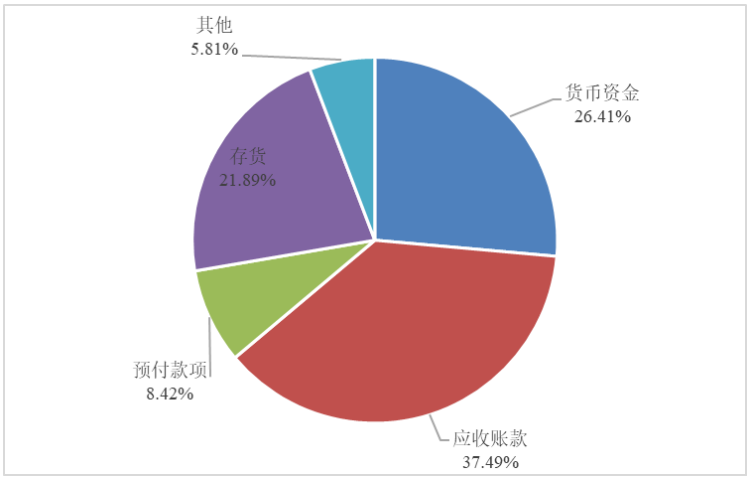
**截至 2019 年末，公司资产规模较上年末略有下降，仍以流动资产为主；应收账款及存货规模大，对营运资金存在占用；公司资产受限比例高，整体资产质量一般。**

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 419.01 亿元，较上年末下降 3.44%。其中，流动资产占 79.28%，非流动资产占 20.72%，仍以流动资产为主。资产结构较上年末变化不大，符合供应链管理行业特点。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 332.21 亿元，较上年末下降 3.02%，变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 26.41%）、应收账款（占 37.49%）、预付款项（占 8.42%）和存货（占 21.89%）构成。

图 2　截至 2019 年末公司流动资产构成




注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司货币资金为 87.72 亿元，较上年末增长 5.03%，主要系银行承兑汇票及信用证保证金增加所致。公司货币资金中有 68.98 亿元受限资金，受限比例为 78.64%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金。公司货币资金受限比例很高。

截至 2019 年末，公司应收账款为 124.53 亿元，较上年末下降 3.30%。应收账款以按组合计提预期信用损失的应收账款（占 98.80%）为主，其中，按账龄分析法组合的应收账款账面价值为 122.02 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 96.86%，1~2 年占 2.45%，2~3 年占 0.69%。公司应收账款累计计提坏账准备 5.33 亿元，计提比例 4.28%。从集中度来看，公司应收账款前五名合计 7.07 亿元，占应收账款总额的 5.68%，集中度低。公司应收账款规模较大，对营运资金形成占用。

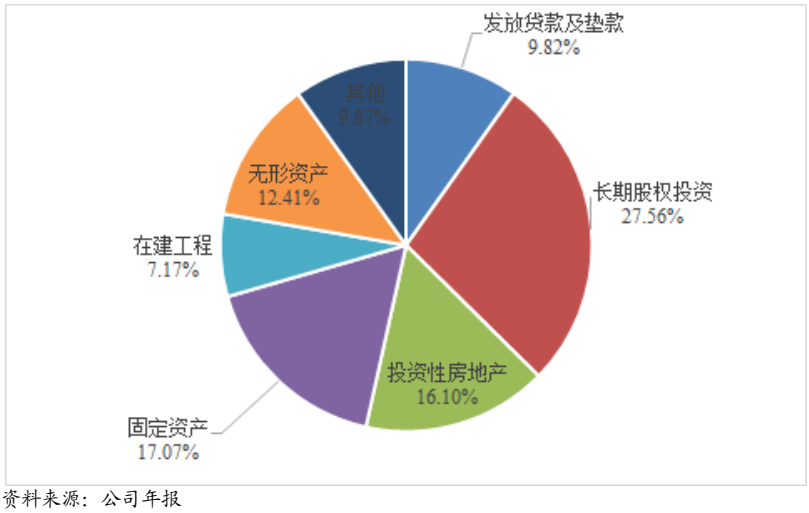
截至 2019 年末，公司预付款项为 27.96 亿元，较上年末下降 15.77%，主要系 380 分销业务减少所致。从账龄结构看，截至 2019 年末，1 年以内的占 97.90%，1~2 年的占 1.90%，2 年以上的占 0.20%。从集中度看，按预付对象归集的期末余额前五名的预付款合计 3.25 亿元，占期末预付款项总额的 11.62%，集中度低。

截至 2019 年末，公司存货为 72.71 亿元，较上年末下降 11.21%，主要系库存商品减少所致；其中库存商品占 99.89%。公司累计计提存货跌价准备 1.40 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备；考虑到公司业务集中于 IT、通信及快消品行业，其存在一定的存货跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 86.80 亿元，较上年末下降 5.01%，主要系公司持续主动收缩宇商金控平台业务所致；公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 9.82%）、长期股权投资（占 27.56%）、投资性房地产（占 16.10%）、固定资产（占 17.07%）、在建工程（占 7.17%）和无形资产（占 12.41%）构成。

图 3　截至 2019 年末公司非流动资产构成




资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司发放贷款及垫款为 8.53 亿元，较上年末下降 57.68%，主要系公司根据金融市场环境加强风险控制并减少发放贷款及垫款规模所致；从构成来看，以企业贷款（占 77.14%）为主；已计提贷款减值准备 0.75 亿元。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 23.92 亿元，较上年末增长 35.90%，主要系公司增加对安徽鸿杰威尔停车设备有限公司（公司持股 24.20%）的股权投资 0.60 亿元、对合肥市卓怡恒通信息安全有限公司（公司持股 42.00%）的股权投资 2.80 亿元以及按权益法确认对伟士佳杰控股有限公司（公

司持股 17.35%）1.24 亿元投资收益、对俊知集团有限公司（公司持股 16.35%）确认 0.59 亿元投资收益以及对浙江通诚格力电器有限公司（公司持股 25.00%）确认 0.74 亿元投资收益所致。

公司投资性房地产采用公允价值计量。截至 2019 年末，公司投资性房地产为 13.97 亿元，较上年末增长 0.99%。

截至 2019 年末，公司固定资产为 14.82 亿元，较上年末下降 4.68%，主要系计提折旧所致。从构成看，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 86.05%，运输工具占 2.81%，电子及其他设备占 11.14%。截至 2019 年末，公司固定资产成新率为 74.90%，固定资产累计计提折旧 5.42 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司在建工程为 6.22 亿元，较上年末增长 20.66%，主要系公司前海总部基地项目投入增加所致。

截至 2019 年末，公司无形资产为 10.78 亿元，较上年末变化不大。从构成看，无形资产账面价值中土地使用权为占 81.68%，计算机软件及其他占 18.32%；公司无形资产累计摊销 1.97 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 137.17 亿元，占总资产比重为 31.67%，资产受限比例高。

表 4　截至 2020 年 3 月末公司所有权或使用权受到限制的资产情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 受限账面价值 | 占总资产比重 | 受限原因 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 73.71 | 17.02 | 用于银行质押贷款 |
| 固定资产 | 11.52 | 2.66 | 用于银行保理借款 |
| 无形资产 | 8.37 | 1.93 | 用于银行抵押贷款 |
| 应收账款 | 1.50 | 0.35 | 用于银行质押、保理借款 |
| 发放贷款及垫款 | 3.96 | 0.91 | 用于银行抵押贷款 |
| 投资性房地产 | 7.78 | 1.80 | 用于银行抵押贷款 |
| 在建工程 | 6.15 | 1.42 | 用于银行抵押贷款 |
| 长期股权投资 | 7.88 | 1.82 | 用于银行抵押贷款 |
| 存货 | 16.30 | 3.76 | 用于银行质押贷款 |
| **合计** | **137.17** | **31.67** | -- |

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 433.19 亿元，较上年末增长 3.38%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占 79.05%，非流动资产占 20.95%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

**截至 2019 年末，公司负债规模较上年末略有下降，仍以流动负债为主；公司整体债务负担重，短期偿债压力大。**

截至 2019 年末，公司负债总额为 334.76 亿元，较上年末下降 3.69%，主要系流动负债减少所致；其中，流动负债占 88.90%，非流动负债占 11.10%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

①流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债为 297.60 亿元，较上年末下降 7.22%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 60.83%）和应付票据（占 23.75%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 181.04 亿元，较上年末下降 5.72%，主要系公司归还了部分到期的质押借款和票据/信用证贴现所致。从构成看，短期借款主要由质押借款（占 15.96%）、抵押及保证借款（占 72.60%）和未到期票据贴现（占 11.21%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据为 70.69 亿元，较上年末增长 15.64%，主要系公司应付的银行承兑汇票增长所致。从构成看，公司应付票据以银行承兑汇票（占 93.73%）为主。

②非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债为 37.16 亿元，较上年末增长 38.55%，主要系应付债券和长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 41.35%）、应付债券（占 52.40%）和递延所得税负债（占 5.78%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 15.37 亿元，全部以固定资产、投资性房地产和无形资产抵押取得，长期借款较上年末增长 32.41%；长期借款以抵押和保证借款为主。从期限分布看，截至 2019 年末，1~2 年内到期的占 14.03%，2~3 年内到期的占 80.85%，3 年以上的占 4.78%，集中偿付压力较大。

截至 2019 年末，公司应付债券为 19.47 亿元，较上年末增长 49.79%，主要系公司发行公司债券所致。截至本报告出具日，公司共有 6 只存续期内债券，合计 24.00 亿元。公司集中偿付压力一般。

表 5　截至本报告出具日公司存续期内应付债券情况（单位：亿元）

| 债券简称 | 起息日 | 到期日 | 期限 | 债券类型 | 债券余额 |
|---|---|---|---|---|---|
| 19 怡亚 01 | 2019-12-23 | 2022-12-23 | 3 年 | 一般公司债 | 2.00 |
| 19 怡亚 MTN002 | 2019-08-20 | 2022-08-20 | 3 年（2+1） | 一般中期票据 | 5.00 |
| 19 怡亚 MTN001 | 2019-04-25 | 2022-04-25 | 3 年 | 一般中期票据 | 5.00 |
| 18 怡亚 02 | 2018-12-11 | 2021-12-11 | 3 年 | 一般公司债 | 5.00 |
| 18 怡亚 01 | 2018-12-11 | 2021-12-11 | 3 年（2+1） | 一般公司债 | 5.00 |
| 18 怡亚通 MTN001 | 2018-08-21 | 2021-08-21 | 3 年（2+1） | 一般中期票据 | 2.00 |
| **合计** | | | | | **24.00** |

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司全部债务为 298.28 亿元，较上年末变化不大；其中，短期债务占 88.32%，长期债务占 11.68%，以短期债务为主。短期债务为 263.44 亿元，较上年末下降 6.18%，主要系公司非金融机构借款减少所致。从偿债指标来看，截至 2019 年末，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 79.89%、77.98%和 29.25%，较上年末分别下降 0.21 个百分点、上升 0.02 个百分点、上升 7.07 个百分点。公司整体债务负担重。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 348.33 亿元，较上年末增长 4.05%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 89.14%，非流动负债占 10.86%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 313.51 亿元，较上年末增长 5.10%；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 80.41%、78.70%和 29.52%，较上年末分别上升 0.52 个百分点、0.72 个百分点和 0.27 个百分点。公司整体债务负担较上年末变化不大。

（2）所有者权益

**截至 2019 年末，公司所有者权益较上年末变化不大，少数股东权益和未分配利润合计占比较高，**

**权益结构稳定性一般。**

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 84.25 亿元，较上年末变化不大，其中归属于母公司所有者权益占比为 70.40%。归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益和未分配利润分别占 35.79%、21.81%、4.15%、9.79%和 28.47%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 84.87 亿元，较上年末略有增长，其中归属于母公司所有者权益占比为 70.69%，所有者权益结构较上年末变化不大。

4. 盈利能力

**2019 年，公司营业收入保持增长，但费用控制能力较弱，期间费用对利润侵蚀较重；公司业务涉及较多的外币结算，存在一定汇兑损益风险；公司营业利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力有所下降。**

2019 年，公司实现营业收入 718.34 亿元，较上年增长 3.07%；公司营业成本为 678.60 亿元，较上年增长 4.28%；公司利润总额为 0.22 亿元，较上年下降 89.13%，主要系期间费用对利润造成较大侵蚀所致；公司实现净利润 0.19 亿元，较上年下降 87.73%。

从期间费用来看，2019 年，公司期间费用总额为 42.18 亿元，较上年下降 9.48%，主要系公司优化业务结构，实施精细化运营所致。从构成看，2019 年，公司期间费用主要由销售费用（占 12.36%）、管理费用（占 46.24%）和财务费用（占 40.98%）构成。其中，销售费用为 5.21 亿元，较上年下降 17.51%，主要系销售费用较高的 380 分销业务减少所致；管理费用为 19.50 亿元，较上年下降 13.37%，主要系公司进行数字化变革、实现前中后台管理扁平化、各职能各业务中心共享化、业务销售去中心化所致；财务费用为 17.28 亿元，较上年变化不大。2019 年，公司费用收入比为 5.86%，较上年下降 0.79 个百分点，公司费用控制能力较弱。

2019 年，公司资产减值损失为 0.83 亿元，较上年增加 0.61 亿元，主要系公司计提存货跌价准备 0.81 亿元所致。2019 年，公司信用减值损失为 2.09 亿元，较上年增加 1.34 亿元，主要为应收账款和其他应收款计提的坏账准备金额。资产减值损失和信用减值损失对对营业利润造成较大侵蚀。

2019 年，公司公允价值变动收益为 0.52 亿元，公司投资收益为 4.73 亿元，受到汇率下行影响，公允价值变动收益和投资收益中涉及到的汇兑损失金额为 0.10 亿元。2019 年，公司投资收益较上年增加 3.31 亿元，主要系公司对伟仕佳杰和俊知集团权益法确认的投资收益增加及处置子公司取得的投资收益增加所致。2019 年，公司投资收益是营业利润是 28.13 倍，对公司营业利润贡献很大。

从各项盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 5.52%，较上年下降 1.20 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 4.57%、4.16%和 0.23%，较上年分别上升 0.19 个百分点、上升 0.09 个百分点和下降 1.60 个百分点。公司整体盈利能力有所下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，较上年同期下降 12.53%，主要系受新冠肺炎疫情影响所致；实现营业利润 0.18 亿元，较上年同期下降 63.31%，主要系公司计提存货跌价准备所致。受以上因素影响，2020 年 1－3 月，公司实现净利润 0.14 亿元，较上年同期下降 64.95%。

5. 现金流

**2019年，公司经营活动现金流状况持续改善，收入实现质量良好；投资活动现金由净流入转为净流出，同时，公司加大债务偿还力度，筹资活动现金流持续呈净流出状态。考虑到公司短期债务规模大，供应链业务渠道拓展资金需求持续存在，外部筹资需求较大。**

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为933.05亿元，较上年下降1.21%，与营业

收入增速差异不大；经营活动现金流出量为906.91亿元，较上年下降2.28%。综上，2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为26.14亿元，较上年增长59.70%。2019年，公司现金收入比为115.91%，较上年下降2.41个百分点，公司收入实现质量良好。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为2.40亿元，较上年下降56.08%，主要系2018年公司赎回理财投资所收到的现金较大所致；投资活动现金流出量为6.40亿元，较上年增长38.87%，主要系公司支付其他与投资活动有关的现金增长所致。综上，2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.99亿元，较上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为586.47亿元，较上年增长11.67%，主要系公司减少保证金存款额所致；筹资活动现金流出量为608.14亿元，较上年增长9.54%，主要系公司保证金存款额增加所致。综上，2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-21.67亿元，净流出规模有所收窄。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.30 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.41 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 11.96 亿元，现金及现金等价物净增加额为 11.88 亿元。

6. *偿债能力*

**公司长期、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在股东背景和经营规模等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 1.07 倍和 0.81 倍分别提高至 1.12 倍和 0.87 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.30 倍提高至 0.34 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力有待提升。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 20.13 亿元，较上年下降 4.35%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 5.60%）、摊销（占 6.30%）和计入财务费用的利息支出（占 87.00%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.27 倍下降至 1.13 倍，EBITDA 对利息保障能力一般；公司 EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，较上年无变化，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司涉及未决诉讼金额合计为 7.44 亿元，主要系合同纠纷所致。

截至 2020 年 3 月末，公司实际对外担保余额为 1.91 亿元，占当期净资产的 2.25%；被担保对象主要为流通领域行业小微客户以及长期股权投资对象，公司存在或有负债风险。

截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内共获得银行授信额度 296.96 亿元，尚未使用额度 121.53 亿元，间接融资渠道畅通。公司作为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440300279398406U），截至 2020 年 4 月 28 日，公司本部不存在未结清不良信贷信息记录。公司已结清信贷记录中包括 2 笔合计 1.80 亿元人民币的关注类流动资金贷款，根据国家开发银行深圳市分行于 2017 年 6 月 19 日出具的《关于怡亚通贷款质量分类说明》，人行银行企业征信系统显示怡亚通的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；1 笔 1,582.28 万港元关注类流动资金贷款和 4 笔（包括 850.93 万美元和 1,582.28 万港元）关注类贸易融资贷款，根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能

及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2 笔共 107.89 万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

7. 公司本部财务概况

**公司本部作为融资主体，经营性业务规模较大。截至 2019 年末，公司本部资产以应收账款和其他应收款为主；债务负担很重，主要为短期借款和应付票据；公司权益结构稳定性较高。2019 年公司本部收入规模大，投资收益为公司本部利润的主要来源；经营活动现金流呈净流入状态。**

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 283.52 亿元，较上年末增长 6.60%。其中，流动资产为 197.35 亿元，主要为货币资金（占 17.14%）、应收账款（占 32.12%）、其他应收款（占 40.43%）和存货（占 5.43%）；非流动资产为 86.17 亿元，主要为长期股权投资（占 66.02%）、投资性房地产（占 8.82%）、固定资产（占 6.12%）、在建工程（占 6.70%）和无形资产（占 10.54%）。

截至 2019 年末，公司本部负债合计 239.04 亿元，较上年末增长 8.13%。其中，流动负债为 211.75 亿元，非流动负债为 27.29 亿元；流动负债以短期借款（占 59.92%）、应付票据（占 20.26%）、应付账款（占 6.90%）和其他应付款（占 7.96%）为主；非流动负债以长期借款（占 26.54%）和应付债券（占 71.36%）为主。公司本部 2019 年资产负债率为 84.31%，债务负担很重。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益合计 44.48 亿元，较上年末下降 0.97%。其中，实收资本为 21.23 亿元（占 47.72%），资本公积为 10.56 亿元（占 23.74%），其他综合收益为 1.90 亿元（占 4.28%），盈余公积为 2.44 亿元（占 5.48%），未分配利润为 8.35 亿元（占 18.77%），权益结构稳定性较高。

2019 年，公司本部营业收入为 283.44 亿元，营业成本为 269.72 亿元，财务费用为 11.47 亿元，投资收益为 2.11 亿元，实现利润总额 0.30 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 345.90 亿元和 343.90 亿元，经营活动现金流量净额为 2.00 亿元，由上年的-5.61 亿元转为净流入；公司投资活动现金流量净额-27.72 亿元，由上年的 6.18 亿元转为净流出；公司筹资活动现金流量净额为 15.72 亿元。

## 七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，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）为 105.30 亿元，约为“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”合计待偿本金（12.00 亿元）的 8.78 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 84.87 亿元，约为以上债券合计待偿本金（12.00 亿元）的 7.07 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 20.13 亿元，约为以上债券合计待偿本金（12.00 亿元）的 1.68 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 933.05 亿元，约为以上债券合计待偿本金（12.00 亿元）的 77.75 倍，公司经营活动现金流入量对债券待偿本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在品牌、核心技术、行业地位、销售渠道等方面的优势，公司对“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”待偿本金的偿还能力仍属很强。

## 八、债权保护条款分析

“18怡亚01”“18怡亚02”和“19怡亚01”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”“18怡亚02”和“19怡亚01”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

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

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

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

（2）高新投公司治理与内部控制

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

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

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

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

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

及董事会授权开展日常经营管理，落实股东会和董事会的议定事项，履行董事会赋予的职责。

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、发展研究部、企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、法律事务部、信息技术部、审计部、评审会（决策会）秘书处、政府专项资金管理部等职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金的经营管理工作。

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

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

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

（3）高新投经营分析

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

①担保业务

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

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

表 6　高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

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

资料来源：高新投提供，联合评级整理

**间接融资担保业务**

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 27 家银行建立合作关系，获得授信额度超过 800 亿元。

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

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

**直接融资担保业务**

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

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

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

**非融资性担保业务**

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

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2018 年末，高新投非融资担保责任余额 376.74 亿元，占总担保责任余额的 34.02%；其中工程保证担保责任余额 363.51 亿元，诉讼保全担保责任余额 13.23 元。

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

②创投业务

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

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

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

③其他业务

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

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

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

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

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

（4）高新投风险管理分析

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

①业务风险管理

**项目受理及项目调查**

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

**项目评审及审批**

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投董事会讨论，并由第一大股东深圳投控做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20.00%以上时该项目方可通过。

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

**项目后期监管、代偿及追偿处置**

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10.00%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2.00%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如

下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律事务部。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

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

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

**反担保管理**

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投的反担保措施对担保本金的覆盖率保持在 50.00%以上。

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

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

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

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

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

②担保业务组合风险分析

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

**客户集中度**

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

126.13%；单一最大担保客户担保责任余额为 18.00 亿元，与净资产的比率为 15.27%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的可续期公司债券；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 22.00%，较之前年度大幅下降。

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

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

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

**行业及区域集中度**

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

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构（表 9），重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70.00%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至 2018 年末，高新投融资担保业务责任余额为 730.65 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 75.38%。总体看，高新投融资担保业务行业集中度仍较高。

表 7　融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

| 2016 年末 | | 2017 年末 | | 2018 年末 | |
|---|---|---|---|---|---|
| 行业 | 占比 | 行业 | 占比 | 行业 | 占比 |
| 制造业（其他制造业） | 19.12 | 信息技术业 | 19.40 | 信息技术业 | 20.35 |
| 信息技术业 | 14.88 | 制造业（其他制造业） | 16.49 | 制造业（其他制造业） | 16.20 |
| 制造业（电子） | 12.29 | 制造业（电子） | 15.20 | 制造业（电子） | 16.10 |
| 制造业（机械、设备、仪表) | 8.51 | 制造业（机械、设备、仪表） | 11.27 | 制造业（机械、设备、仪表） | 15.47 |
| 建筑业 | 6.55 | 批发和零售贸易 | 5.06 | 批发和零售贸易 | 7.26 |
| **合计** | **61.35** | **合计** | **67.41** | **合计** | **75.38** |

数据来源：高新投提供，联合评级整理

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

**担保期限组合**

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

表 8　高新投担保项目合同期限分布（单位：%）

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

资料来源：高新投提供，联合评级整理

**担保代偿情况及代偿风险**

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

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

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

（5）高新投财务分析

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

表 9　高新投主要子公司情况（单位：亿元、%）

| 名称 | 注册资本 | 持股比例 |
|---|---|---|
| 深圳市华茂典当行有限公司 | 2.00 | 100.00 |
| 深圳市高新投创业投资有限公司 | 5.00 | 100.00 |
| 深圳市高新投保证担保有限公司 | 30.00 | 100.00 |
| 深圳市高新投融资担保有限公司 | 12.00 | 100.00 |
| 深圳市高新投小额贷款有限公司 | 5.00 | 100.00 |

| | | |
|---|---|---|
| 深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司 | 0.10 | 51.00 |
| 深圳市高新投正选股权投资基金管理有限公司 | 0.10 | 60.00 |
| 高新投（香港）有限公司 | 1 万港元 | 100.00 |

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

①资本结构

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

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

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

②资产质量

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

表 10　高新投资产结构（单位：亿元、%）

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

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年末投资资产中包含了其他流动资产项下的理财产品投资
资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

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

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

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

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

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

③盈利能力

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

表 11　高新投收益指标（单位：亿元、%）

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

注：2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项
资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

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。2018 年，高新投营业总成本 6.23 亿元；其中营业

成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 0.43 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。

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

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

④资本充足率及代偿能力

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

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

表 12　高新投现金流情况（单位：亿元）

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

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

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

表 13　高新投资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

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

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合评级整理

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

2．担保效果评价

以截至 2018 年末财务数据测算，高新投资产总额 205.27 亿元；净资产达 117.87 亿元，分别为“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”待偿本金合计（12.00 亿元）的 17.11 倍和 9.82 倍，对其保障程度很高。

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”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”的到期还本付息仍具有显著的提升作用。

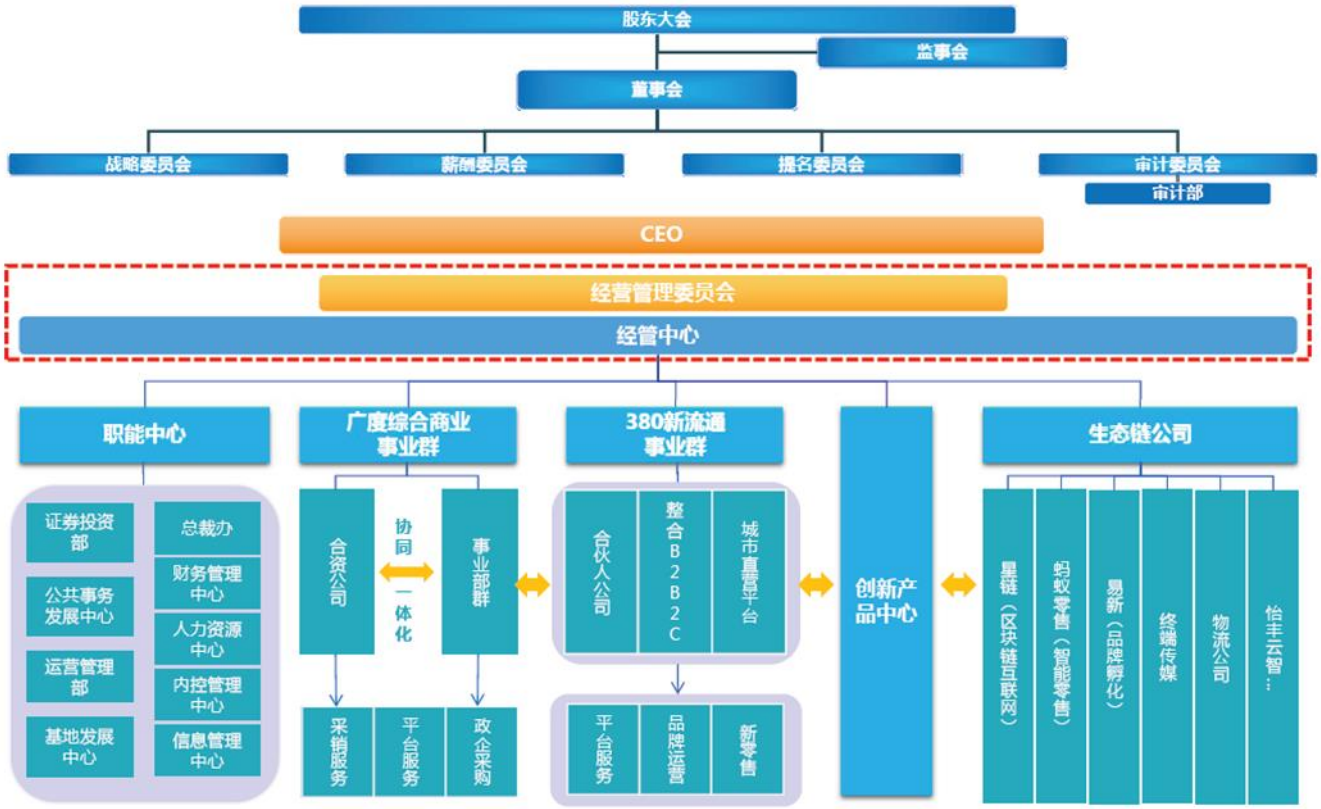
## 九、综合评价

2019 年，公司营业收入有所增长，经营活动现金流状况明显改善。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，毛利率有所下降、期间费用对利润侵蚀较重以及净利润波动较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”由高新投提供连带责任保证担保。高新投资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”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，评级展望为“稳定”；同时维持“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”的信用等级为 AAA。

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



# 附件 2　深圳市怡亚通供应链股份有限公司
# 主要财务指标

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 472.62 | 433.92 | 419.01 | 433.19 |
| 所有者权益（亿元） | 86.52 | 86.35 | 84.25 | 84.87 |
| 短期债务（亿元） | 311.50 | 280.79 | 263.44 | 277.96 |
| 长期债务（亿元） | 31.27 | 24.61 | 34.84 | 35.55 |
| 全部债务（亿元） | 342.76 | 305.40 | 298.28 | 313.51 |
| 营业收入（亿元） | 680.59 | 696.92 | 718.34 | 137.92 |
| 净利润（亿元） | 5.85 | 1.58 | 0.19 | 0.14 |
| EBITDA（亿元） | 23.50 | 21.05 | 20.13 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 0.41 | 16.37 | 26.14 | 1.30 |
| 应收账款周转次数（次） | 5.42 | 5.31 | 5.49 | -- |
| 存货周转次数（次） | 7.06 | 7.05 | 8.65 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 1.53 | 1.55 | 1.69 | 0.32 |
| 现金收入比率（%） | 111.30 | 118.33 | 115.91 | 115.04 |
| 总资本收益率（%） | 4.91 | 4.39 | 4.57 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 4.74 | 4.07 | 4.16 | -- |
| 净资产收益率（%） | 7.12 | 1.83 | 0.23 | 0.66 |
| 营业利润率（%） | 6.79 | 6.72 | 5.52 | 4.93 |
| 费用收入比（%） | 5.59 | 6.65 | 5.86 | 6.39 |
| 资产负债率（%） | 81.69 | 80.10 | 79.89 | 80.41 |
| 全部债务资本化比率（%） | 79.85 | 77.96 | 77.98 | 78.70 |
| 长期债务资本化比率（%） | 26.55 | 22.18 | 29.25 | 29.52 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.73 | 1.27 | 1.13 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.07 | 0.07 | 0.07 | -- |
| 流动比率（倍） | 1.07 | 1.07 | 1.12 | 1.10 |
| 速动比率（倍） | 0.78 | 0.81 | 0.87 | 0.87 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.33 | 0.30 | 0.34 | 0.38 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 0.12 | 5.10 | 8.78 | 0.42 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.96 | 1.75 | 1.68 | -- |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2020 年 1－3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 拆入资金、卖出回购金融资产款和其他流动负债及其他应付款中的相关项目均计入短期债务；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
# 主要计算指标及计算公式

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 78.99 | 134.70 | 205.27 |
| 所有者权益（亿元） | 65.59 | 111.96 | 117.87 |
| 担保责任余额（亿元） | 1,167.05 | 974.22 | 1,107.39 |
| 净资产担保倍数（倍） | 17.79 | 8.70 | 9.40 |
| 当期担保代偿率（%） | 0.28 | 65.55 | 57.37 |
| 当期代偿回收率（%） | 41.55 | 0.01 | 0.09 |
| 营业总收入（亿元） | 11.01 | 15.05 | 20.85 |
| 净利润（亿元） | 7.09 | 8.35 | 11.33 |
| 平均资产收益率（%） | 8.80 | 7.81 | 6.67 |
| 平均净资产收益率（%） | 10.94 | 9.40 | 9.86 |

| 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　有关财务指标的计算公式

| 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%<br>（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-税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100% |
| **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。