

信用等级公告

联合[2016]598 号

四川禾嘉股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对四川禾嘉股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公开发行公司债券进行综合分析和评估，确定：

四川禾嘉股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

四川禾嘉股份有限公司拟发行的 2016 年公开发行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：

二零一六年六月八日

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>

四川禾嘉股份有限公司

2016 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 5 亿元（含）

债券期限：不超过 3 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2016 年 6 月 8 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	7.05	7.71	98.03	119.38
所有者权益（亿元）	4.24	4.59	60.98	62.01
长期债务（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.05
全部债务（亿元）	0.55	0.55	29.61	37.62
营业收入（亿元）	3.88	4.05	52.71	27.49
净利润（亿元）	0.51	0.35	3.52	1.03
EBITDA（亿元）	0.96	0.73	5.08	--
经营性净现金流（亿元）	0.33	0.94	-23.98	1.95
营业利润率（%）	28.52	25.66	3.66	3.38
净资产收益率（%）	12.77	8.03	10.74	--
资产负债率（%）	39.88	40.48	37.80	48.06
全部债务资本化比率（%）	11.43	10.63	32.68	37.76
流动比率（倍）	1.43	0.77	2.55	2.02
EBITDA 全部债务比（倍）	1.75	1.35	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	12.23	19.41	26.60	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.15	1.02	--

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、本报告财务数据采用 2013~2014 年公司根据最新会计准则追溯重述后的资产负债表；公司 2016 年一季报未经审计，相关指标未年化；3、公司其他流动负债中的有息债务，已调整至短期债务，并涵盖至相应指标计算中。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对四川禾嘉股份有限公司（以下简称“公司”或“禾嘉股份”）的评级反映了公司作为国内领先的凸轮轴生产企业，在汽车凸轮轴配件领域具有技术先进、客户稳定等优势。2015 年 6 月，公司通过非公开发行股票方式成功募集资金净额 48.05 亿元，极大地充实了公司资本；伴随公司使用募集资金对原参股公司云南滇中供应链管理有限公司和深圳滇中商业保理有限公司增资并将其纳入合并范围，公司主营业务相应新增供应链管理和保理业务。在供应链管理业务领域，公司具有客户资源丰富、股东支持力度大及资本充足等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司供应链管理业务尚处于起步阶段、不确定性较大、公司业务区域和客户集中度高因素对公司经营发展和信用水平可能带来的不利影响。

未来，在稳步提升汽车零部件业务的基础上，公司将专注于供应链管理和保理业务，伴随供应链管理和保理业务的逐步成熟，公司盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 随着社会化分工体系的快速发展及整体市场需求的多样化，供应链管理及保理行业具有良好市场成长前景，未来需求空间广阔。

2. 公司控股股东云南九天投资控股集团有限公司（以下简称“九天集团”）系云南省规模处于前列的煤炭企业，具有比较成熟的煤炭供应链资源，可为公司业务发展提供较大的支持。此外，九天集团对公司提供利润承诺，

若无法达到承诺下限，将以现金形式补足，体现了其对公司的信心和支持。

3. 公司拥有全国最大的各型发动机凸轮轴生产基地，具有很强的技术实力和品牌知名度，凸轮轴配件业务是公司稳定的收入及利润来源。

4. 公司于 2015 年 6 月通过非公开发行股票成功募集资金净额约 48.05 亿元，资本实力得以增强，财务状况得以明显优化，目前公司仍有较大债务融资空间。

关注

1. 国内供应链管理尚处于初期阶段，企业对其认识不足，供应链管理业务拓展可能面临挑战。同时，国内保理行业目前界定不明，存在法律法规、整体配套政策不完善等问题。

2. 公司供应链管理业务尚处于起步阶段，风险控制、业务运营等流程均需一定时间的磨合，未来仍存在一定的不确定因素。

3. 公司保理业务规模较大，对公司风险控制能力提出挑战。同时，在煤炭行业等多行业不景气的背景下，业务经营过程中产生的信用风险需要持续关注。

4. 公司合作企业主要集中于西南地区的大型基础工业企业，业务的区域集中度和客户集中度均较高。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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（期）信用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信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



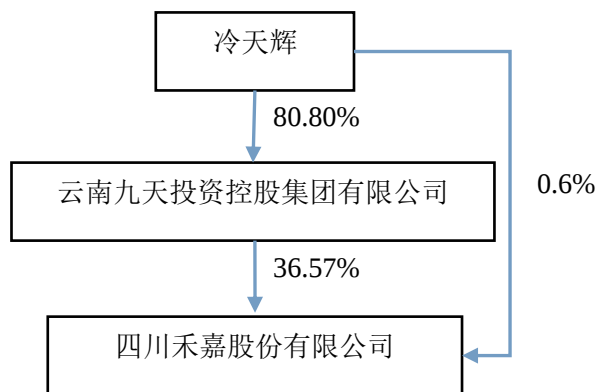
联合信用评级有限公司

一、主体概况

四川禾嘉股份有限公司（以下简称“公司”或“禾嘉股份”）系在对原四川实味食品有限公司进行整体改组的基础上，由原四川实味食品有限公司的五个股东共同发起，采取募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会批准，公司于 1997 年 6 月向社会公开发行人民币普通股 3,000 万股，并于 6 月 26 日在上海证券交易所上市（股票简称：禾嘉股份，股票代码：600093）。此后，历经多次增资和配股，截至 2015 年 5 月底，公司注册资本为 3.22 亿元。2015 年 6 月 26 日，公司非公开发行人民币普通股 8 亿股，募集资金净额 48.05 亿元。2015 年 8 月，公司完成工商变更登记，注册资本变更为 11.22 亿元。

1997 年公司上市时控股股东为四川禾嘉实业集团有限公司。2012 年，四川禾嘉实业集团有限公司与云南九天工贸有限公司签署《股份转让协议》，云南九天工贸有限公司成为公司第一大股东。2015 年 8 月，云南九天工贸有限公司更名为云南九天投资控股集团有限公司（以下简称“九天集团”）。截至 2016 年 3 月底，公司总股本为 11.22 亿股，九天集团持有公司 36.57% 的股权，为公司控股股东。公司实际控制人为冷天辉。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：项目投资及管理（不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）。2011 年以来，公司主营业务包括汽车零部件的开发、生产及销售；阀门制造及销售；农作物种子销售；商场租赁及管理。截至 2014 年底，公司已将除汽车零部件的开发、生产及销售以外的其他业务全部出售。2015 年 7 月，公司以定向增发募集资金对参股公司云南滇中供应链管理有限公司（以下简称“滇中供应链公司”）增资 28 亿元，持有滇中供应链公司 89.39% 的股权；2015 年 8 月，公司对参股公司深圳滇中商业保理有限公司（以下简称“滇中保理公司”）增资 15 亿元，持有滇中保理公司 91.76% 的股权。公司的主营业务由此转变为供应链管理、保理业务和汽车零部件制造。

截至 2015 年底，公司本部下设财务部、资金管理部、行政部、法律事务部、人力资源部、运营管理部、总经理办公室 7 个职能部门；拥有中汽成都配件有限公司（以下简称“中汽成配”）、贵州禾嘉供应链管理有限公司（以下简称“贵州供应链公司”）2 家全资子公司以及滇中供应链公司、滇中保理公司 2 家控股子公司。截至 2015 年底，公司拥有在职员工 598 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 98.03 亿元，负债合计 37.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.98 亿元，归属于母公司的所有者权益 55.98 亿元。2015 年，公司实现营业收入 52.71

亿元，净利润（含少数股东损益）3.52 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.28 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 119.38 亿元，负债合计 57.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.01 亿元，归属于母公司的所有者权益 56.92 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.49 亿元，净利润（含少数股东损益）1.03 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.03 亿元。

公司注册地址：成都市高新技术产业开发区九兴大道 3 号；法定代表人：冷天辉。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“四川禾嘉股份有限公司 2016 年公开发行公司债券”，发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），债券期限不超过 3 年（含 3 年），附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券为固定利率债券，债券票面利息将根据网下询价簿记结果，由公司的主承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，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一起支付。本次债券面向合格投资者公开发行。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于补充公司营运资金。

三、行业分析

公司传统业务为汽车零部件制造业；2015 年三季度，公司主营业务新增供应链管理业务，其中以煤炭供应链业务为主。商业保理业务对公司利润也有重大影响。因此下文主要分析供应链管理行业，并简要介绍煤炭行业、商业保理行业以及汽车零部件业。

1. 供应链管理行业

（1）行业概况

从人类分工合作、商品出现开始，供应链就已经出现，它存在于人类生活的各个角落。进入现代后，供应链开始变得复杂，对企业运营的重要性也日益凸显，逐步发展成为一个独立的经济领域。

从横向流程上看，供应链就是指由客户（或消费者）需求开始，贯通从产品设计到原材料供应、生产、批发、零售等过程（中间或经过运输和仓储），最终把产品送到最终用户手上的各项业务活动。从纵向流程上看，传统供应链上任何环节的运转都是由商流、物流、信息流、资金流这“四流”所驱动。在供应链出现外包后，又出现了新的一条“ workflows”，即对供应链上相关参与者的工作程序进行协调，使各环节能够无缝对接，从而使“四流”更加高效合理地运行。

基于供应链运作规律产生的供应链管理实质上是一种管理模式和管理理念的更新，它强调供应链上的企业之间通过协同配合与流程优化，使供应链从采购到销售的全过程，商流、物流、信息流、资金流、工作流均能高效率运作，最终使最合适的产品以最合理的价格、最及时准确地送到消费者手中，以缩短供应链相应时间、降低供应链总体交易成本，提高用户满意度，达到整条

供应链价值最大化的目的。

表 1 供应链的“五流”与供应链管理的职能

类别	主要功能/内涵	供应链管理能够提供的服务项目
商流	货物在由供应者向需求者转移时，货物与其等价物的交换和货物所有权的转移	参与市场调研、作出需求预测、谈判撮合、作为交易的对手参与货物的买卖交易
资金流	随着商品实物及其所有权的转移而伴随发生的资金往来	商业信用放大、融通仓、货物赊销、代垫税费、代开信用证、外汇支付便利、集中收付款并提供资金流转服务
物流	货物从供应者到最终用户的全程实体形态的流动	运输、仓储、包装、装卸、分拣、供应商库存管理、通关保税、集货、其他增值服务
信息流	商流、资金流、物流的流动影像，分为信息采集、传递和加工处理	条码管理、在途查询、数据报送、供应链管理系统开发
工作流	协调相关参与各方的工作程序，使各环节能无缝对接	人员现场进驻、编制作业指导书、协调多方行动

资料来源：联合评级整理

从盈利模式上看，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，服务费主要按照经手货值的一定比例收取。此外，供应链管理企业有很大一部分收入是通过买断并销售的方式实现，以价差形式体现的定额收益相对较低，导致供应链管理企业的综合毛利率指标总体较低。从人力资源上看，供应链管理业务属于专业化服务业务，其核心竞争力不仅体现在资产规模的大小和相关硬件设施的完善，更在于公司的专业化服务团队，包括熟悉物流、电子商务、供应链金融等各门类知识的专业人才。此外，供应链管理行业受到宏观经济及下游产业景气度的影响，呈现一定的周期性特征。以煤炭供应链管理为例，若经济不景气，虽然供应链管理的重要性和优势能够得到体现，但下游最终用户的需求减少仍将影响煤炭供应链管理公司的业务量及毛利率水平。从区域性特征上看，供应链管理行业本身不存在显著的区域性，但受到所服务行业的影响，特定的供应链管理行业存在区域性特征。

总体看，供应链管理行业是一个资金密集、人才密集型的行业，具有周期性和区域性的特征。根据前瞻产业研究院对我国供应链管理服务市场规模的预测，2020 年我国供应链管理服务市场规模将超过 15 万亿元。

（2）行业现状

目前，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司呈现“小、散、弱、乱”的格局，且大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小。从代表企业来看，国内从事供应链管理业务的公司主要有深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”）、瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”）、深圳市普路通供应链管理有限公司（以下简称“普路通”）、新疆天顺供应链股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、山煤国际能源集团股份有限公司和广东欧浦钢铁物流股份有限公司等。

怡亚通

怡亚通成立于 1997 年，是中国第一家上市供应链企业，以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购中心及产品整合供应链服务、供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，专业承接企业非核心业务外包，帮助企业有效管理及优化供应链结构，提高核心竞争

力。怡亚通 2015 年营业收入为 399.39 亿元，主要客户有惠普、飞利浦、联想、清华同方等。

瑞茂通

瑞茂通从 2000 年起开始从事煤炭供应链管理业务，并已在全国主要的煤炭生产区和消费区开展业务。2012 年瑞茂通在上海证券交易所重组上市，成为我国首家在主板上市的煤炭供应链管理企业。其供应链管理服务主要涉及上游煤炭资源的采购、中游煤炭物流组织及加工以及下游煤炭分销。瑞茂通 2015 年营业收入为 94.05 亿元。

普路通

普路通成立于 2005 年，其供应链管理服务主要集中于电子信息行业、医疗器械、食品、红酒等行业，是目前境内供应链管理的领先企业之一。普路通 2015 年营业收入为 37.11 亿元。

下表列出了目前在国内各个服务领域的主要代表性企业。

表 2 中国供应链管理各服务领域的代表性企业

服务领域	代表企业
电子信息	怡亚通、深圳市东方嘉盛供应链股份有限公司、普路通
医疗器械	通用美康医药有限公司、怡亚通、普路通
能源石化	飞马国际、瑞茂通、浙江前程石化股份有限公司
时装	联泰国际集团有限公司
快速消费品	宝供物流企业集团有限公司
汽车	安吉天地汽车物流有限公司、原尚物流（广州）有限公司

资料来源：联合评级整理

总体看，供应链管理公司大多规模较小，目前已形成部分有代表性的企业。

（3）行业竞争

行业壁垒

供应链管理行业存在着多重进入壁垒。其一，认证和资质壁垒。供应链管理企业需要取得包括海关、商检等管理部门的企业诚信认可，取得金融机构的资信认可，取得包括银行授信等全方位的金融服务支持。其二，合作认同度门槛较高。供应链管理企业在一定程度上需要接触到企业的生产计划或订单需求管理等商业秘密，与用户之间的合作具有高度紧密型和相互依赖性，对于客户之间的相互认同和相互信任的合作关系要求较高。其三，服务平台壁垒。供应链管理企业需要承担原本由管理咨询公司、第三方物流公司、外贸进出口公司、资金平台公司等分别履行的多种职能，需要建立起一个能够整合各种资源的一体化服务平台。其四，资金壁垒。供应链管理企业在服务过程中的货物赊销、税款缴纳等方面存在代为垫付或分期付款的情形，要求企业有较强的资金能力和融资能力。其五，人力资源壁垒。是否拥有对于供应链管理所服务行业有深刻理解、拥有供应链管理丰富经验、熟悉供应链各业务流程的复合型人才是进入本行业的重要壁垒。

市场竞争相对分散

目前供应链管理行业在我国尚处在导入期，大部分企业已经逐渐认识到供应链管理的价值，但真正付诸实施的却相对较少。供应链管理行业的发展取决于供应链上的各节点企业接受供应链管理理念的进程。中国企业整体供应链管理水平和比较落后。根据 IBM 商业价值研究员的调查，半数以上在中国运营的公司平均订单交付周期超过 20 天，是大多数发达国家公司的四倍以上。

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的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较

少。专业供应链管理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。

所服务行业相对分割

作为专业的供应链管理服务商，其供应链管理效率高低不仅取决于对供应链管理流程的熟练高效操作，还需要对所服务领域的整条供应链上的企业生态及行业发展有精准的理解，从而能够为行业内的企业提供切实的供应链管理解决方案并有效控制风险。不同行业的供应链特征差异导致目前大多数专业供应链管理服务商均是集中服务于一个或少数几个行业，鲜有供应链管理服务商同时服务众多领域。

境内外供应链管理企业尚未正面竞争

由于国外供应链管理巨头业务发展相对成熟，且供应商、生产厂商和客户大多为各领域内的国际领先企业和跨国公司，使其在运作模式、管理经验以及拥有的供应商和客户资源方面具有一定的优势，在国际市场上占据主导地位。代表性企业有英迈国际、香港利丰等。国内供应链管理行业发展较晚，但由于国外供应链管理巨头对中国内地市场需求及生产资源的掌握和了解较本土企业存在劣势，国际供应链管理领先企业在中国内地市场的竞争优势并不突出。相比而言，境内供应链管理企业由于更贴近境内企业和国内市场，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。总体上看，境内外供应链管理企业尚未正面展开竞争。

总体看，供应链管理行业存在一定的行业壁垒，但市场竞争相对分散，国内供应链管理业尚未得到大部分企业实践。

（4）行业政策

供应链管理行业作为在物流及第三方物流基础上发展起来的新兴服务业，目前尚没有专门针对该行业的政策法规。而作为供应链管理的重要组成部分和载体的物流行业，则受到多项国家产业政策扶持。

2014年8月，国务院发布《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》，强调优化物流企业供应链管理，提高物流企业配送的信息化、智能化、精准化水平，推广企业零库存管理等现代企业管理模式；引导企业剥离物流业务，发展专业化、社会化的大型物流企业。

2014年9月，商务部发布《关于促进商贸物流发展的实施意见》，提出引导生产和商贸流通企业剥离或外包物流功能，实行主辅业分离。支持商贸物流企业开展供应商管理库存（VMI）、准时配送（JIT）等高端智能化服务，提升第三方物流服务水平。有条件的企业可以向提供一体化解决方案和供应链集成服务的第四方物流发展。鼓励生产资料物流企业充分利用新技术和新的商业模式整合内外资源，延长产业链，跨行业、跨领域融合发展，增强信息、交易、加工、配送、融资、担保等一体化综合服务能力，由单纯的贸易商、物流商，向供应链集成服务商转型。

2014年9月，国务院发布《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》，提出到2020年物流业增加值年均增长8%左右，物流业增加值占国内生产总值的比重达到7.5%左右；鼓励物流企业与制造业企业深化战略合作，建立与新型工业化发展相适应的制造业物流服务体系，形成一批具有全球采购、全球配送能力的供应链服务商；鼓励传统运输、仓储企业向供应链上下游延伸服务，建设第三方供应链管理平台，为制造业企业提供供应链计划、采购物流、入厂物流、交付物流、回收物流、供应链金融以及信息追溯等集成服务，加快发展具有供应链设计、咨询管理能力的专业物流企业，着力提升面对制造业企业的供应链管理服务水平。

煤炭物流行业方面，2014年1月，国家发改委、国家能源局联合发布了《煤炭物流发展规划》。

该规划指出，随着我国经济结构转型的加快，大力推动服务业发展将成为产业结构优化升级的战略重点，要求加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系。同时，该规划也提出了煤炭物流发展的目标，即到 2020 年，煤炭物流整体运行效率明显提高，社会化、专业化和信息化水平显著提升，基本形成物流网络配套衔接、技术装备先进适用、物流服务绿色高效的现代煤炭物流体系；要加强铁路煤运通道建设，年运输能力达到 30 亿吨；结合国家煤炭应急储备建设布局，重点建设 11 个大型煤炭储配基地和 30 个年流通规模 2,000 万吨级物流园区；培育一批大型现代煤炭物流企业，其中年综合物流营业收入达到 500 亿元的企业 10 个；建设若干个煤炭交易市场。

总体看，国家在产业政策方面对制造业与供应链管理、资源型产品物流工程等方面给予了相当的重视。上述产业政策的实施，为供应链管理行业带来了较为有利和宽松的政策环境，有助于其进一步发展。

（5）行业关注

企业规模偏小，缺乏规模效应

目前，我国从事供应链管理的公司数量较少，规模也普遍较小，大部分企业还停留在买进卖出赚取差价和提供简单配套服务的初级阶段，难以提供一体化、全链条的增值服务。由于企业规模普遍较小，难以切入整个垂直产业链，不能通过实现规模效应有效降低服务成本，从而缺乏核心竞争力，也不符合未来行业发展的趋势。

实现跨区域业务拓展较为困难

供应链管理是跨行业、跨部门的综合性服务，不仅要求服务商具备对行业的理解和相关技术水平的支持，同时也需要协调上、中、下游企业并组织物流运输。对于我国传统行业来说，不同区域的经营环境不同，企业所掌握的产业资源可能难以推广到其他地区中。供应链管理公司要实现跨区域的业务拓展较为困难。

传统观念的束缚

供应链管理不仅是一种管理方式的创新，更是一种管理理念的更新。企业选择供应链管理意味着放弃对一些非核心业务的控制权，同时将原有内部信息与供应链上的其他参与者分享。供应链管理的推广需要企业的管理者有较强的开放及创新意识。对于制造业企业来说，自营物流依旧是主流。

传统第三方物流的竞争

供应链管理是在超越传统第三方物流基础上发展起来的新兴服务业，较第三方物流更具备一体化、个性化的服务优势，无论是服务范围还是服务能力都优于第三方物流。但第三方物流向供应链管理的演进过程是渐进的，不少企业由于缺乏供应链效率改进的紧迫性，对供应链的管理还仅停留在第三方物流阶段，导致专业供应链管理企业仍需要在某些领域与第三方物流企业竞争。

（6）行业发展

部分基础工业的供应链正面临着“中间环节成本高、固定费用高、融资成本高”的三高问题，周转速度的减慢导致了企业应收账款的大幅攀升、报表情况恶化、财务费用高昂。对供应链的有效管理能够解决在行业不景气时所面临的上述难题，在解决中间环节成本问题的同时还能主动发现需求、匹配需求，加速企业资金周转，减少财务费用。在经济增速放缓、产业结构调整深化的背景下，目前较低迷的煤炭、钢铁等行业对供应链管理存在较为迫切的需求。

此外，由于 IT、通讯和电子消费等电子信息产业技术的飞快更新，用户需求和偏好转移的不确定性很大；同时，由于该类行业产品升级和技术进步所带来的工艺复杂性增强，导致生产供给

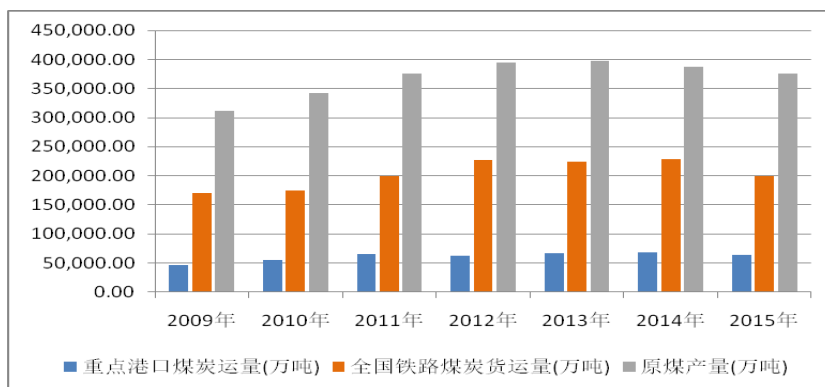
流程的复杂程度也日益增加。传统的供应链管理已经不能满足该类行业对供应链快速响应、高效、低成本的要求，使其成为目前国内供应链管理服务行业市场需求最大、发展最快的行业。

总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，存在较大的发展空间。

(7) 煤炭供应链

煤炭是中国重要的一次能源，在我国能源消费结构占比中长期保持在 65%以上。近年来，随着我国经济结构调整逐步深化，经济总体增速放缓，煤炭生产和运输行业景气度有所下滑。2015 年，全国原煤产量 37.5 亿吨，同比减少 3.3%；铁路调运量 20 亿吨，同比下降 12.6%，降幅进一步放大；主要港口煤炭发运量 6.43 亿吨，同比下降 5.44%。

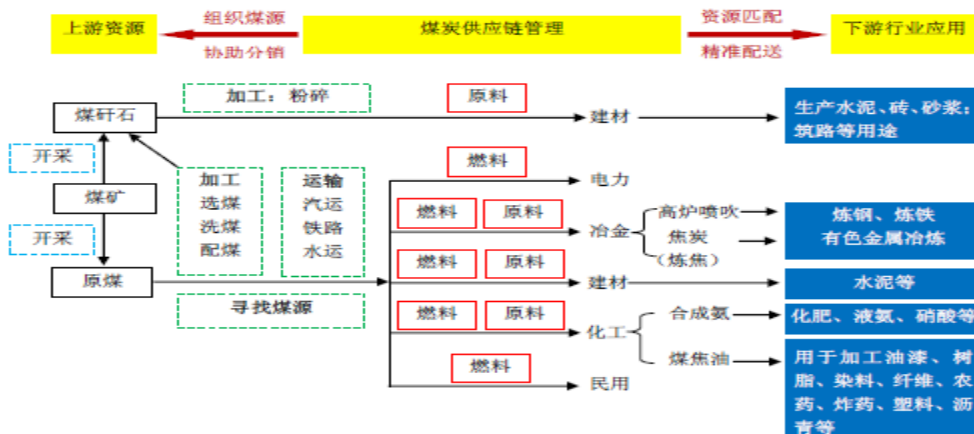
图 2 国内煤炭产量、消费量和铁路发运量（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，联合评级收集。

在煤炭物流行业增速放缓的背景下，一批煤炭物流企业通过引入现代物流理念，整合物流资源，再造业务流程，开始从单一煤炭购销向流通增值服务转变，开发出煤炭供应链管理模式，通过连接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，将煤源采购、原煤加工、煤炭仓储、煤炭配送、煤炭分销等服务功能加以整合，为各类煤炭需求方在规定的时间内、地点，提供满足其指定要求的煤炭资源，最大限度地降低终端用户的用煤成本和煤炭管理成本，提高用煤效率。

图 3 煤炭供应链管理行业产业链情况



资料来源：联合评级收集

从供给端看，煤炭供应链行业的上游资源是煤炭和运力。在获取煤炭资源方面，行业内企业采用自建煤矿、参股煤矿或与煤矿签订长期供销合同的方式锁定煤炭供应量；在获取运力方面，往往通过提高贸易和运输量的方式获得铁路运力供应和港口配给。在目前煤炭供大于求的市场环境下，经营规模较大的煤炭供应链企业对中小型煤矿具有一定的议价能力。由于铁路运力和公路运力具有行政垄断的色彩，煤炭供应链企业在运力获取和运价谈判方面均处于弱势地位。

从消费端看，行业下游客户较为集中，电力行业、建材、化工、冶金行业内的大客户是行业内企业争夺的对象。下游客户往往通过外包煤炭供给服务的方式获得稳定、合格的煤炭供应，这要求煤炭供应链企业在供货质量、供货能力和供货速度等方面相互竞争，要求煤炭供应链企业必须在煤炭采购、加工掺配、储存运输和成本控制方面具有整体优势。煤炭供应链企业对下游客户的议价能力较弱。

从盈利模式来看，大量小规模煤炭流通企业迅速出现，盈利模式单一，业务重心仅集中在煤炭贸易层面，主要通过传统的煤炭贸易价差来获取利润；业务经营和管理粗放，多处于作坊式的经营状态，缺乏大规模、长距离、多用户的综合服务能力，造成整个流通环节信息滞后、煤炭流通效率较低，客户导向的增值服务意识严重匮乏。

表 3 主要煤炭供应链企业经营概况

项目	企业性质	业务特点	煤炭来源	运输方式	2015 年总收入
山煤国际	国有企业 600546.SH	综合煤炭企业	自产为主	铁路、海运，船舶自有	395.95 亿元
永晖控股	民营企业 1733.HK	以进口焦煤，有加工业务	外蒙进口	铁路、海运	57.36 亿港元
中国秦发	民营企业 0866.HK	以贸易为主，加工业务较少，有煤矿	山西、陕西、内蒙采购和国外进口	汽运、海运	13.81 亿元
瑞茂通	民营企业 600180.SH	铁路、海运、公路	“三西”、河南及进口	多种运输方式	94.05 亿元

资料来源：联合评级收集

从经营模式来看，行业内的经营模式包括以山煤国际等大型国有企业为代表的重资产模式和以瑞茂通等民营企业为代表的轻资产模式。采用重资产模式经营的企业往往拥有包括煤矿、铁路专用线、公路重载货车、海运船队在内的众多经营资产。此类企业往往因历史原因在煤炭资源、运力获取和融资等方面具备先天优势；企业利用这些优势可以更好地控制产业链的运营及成本，做大资产规模，取得较好的整体运营效果，但囿于国有体制，在经营灵活性和效率方面还有较大提升空间。采用轻资产模式经营的企业往往采用长期供货协议的方式获取煤炭资源，使用租赁方式获得运力和煤炭加工能力。此类企业通常将核心竞争力建立在对供应链的管理能力和成本把控能力之上，以较低的投入获得较大的贸易量，从而增加自己在产业链上的话语权，但由于资产规模较小，在融资方面受到限制，同时容易受到经济波动的影响。

总体看，煤炭供应链管理行业竞争焦点在于为客户提供价格合理、充足稳定的煤炭，以及高效的供应链服务；行业经营模式多样化；未来市场份额将逐步向集约化、大型化、专业化的企业集中。

2. 商业保理行业

(1) 行业概况

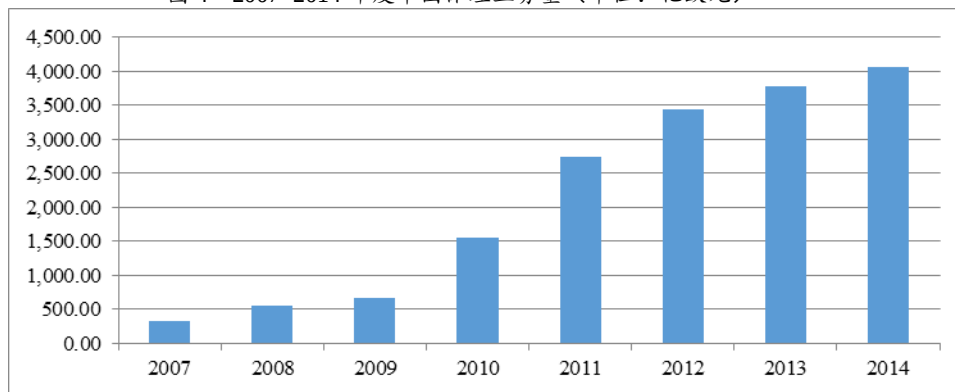
保理全称保付代理，它是随着国际贸易竞争的日益激烈，在国际买方市场逐渐形成并在欧美

发达国家兴起的一项集贸易融资、商业资信调查、应收账款管理及信用风险担保于一体的综合性商业服务业务。《国际保理公约》对保理的定义为：应收账款管理服务机构以保理商的身份与以赊销方式提供商品或服务的供应商之间的一项持续性安排，根据这一安排，供应商将其现在或将来的基于其与买方（债务人）订立的货物销售/服务合同所产生的应收账款转让给保理商，由保理商为其提供下列服务中的至少两项：1、贸易融资；2、销售分户账管理；3、应收账款催收；4、信用风险控制与坏账担保。

根据保理主体的不同，保理可分为由银行提供服务的银行保理和由商业保理机构提供的商业保理。此外，根据卖方的销售经营行为是否跨境、交易对手是否为境外，可分为国际保理与国内保理；根据当买方违约时保理商对供应商是否有追索权，可分为有追索权保理与无追索权保理；根据账款是由供应商还是买方支付给保理商，可分为明保理和暗保理。

与传统的汇款托收信用证等结算方式相比，保理更有利于购销双方增加营业额、保障风险、节约成本和简化手续。近年来，中国保理业务量迅速增长，2014 年全球保理业务量合计达 23,729.89 亿欧元，中国的保理业务量占全球保理业务总量的 17.11%。

图 4 2007~2014 年度中国保理业务量（单位：亿欧元）



资料来源：Wind 资讯

然而，我国银行保理和商业保理的发展并不平衡。2012 年以前，我国商业保理行业发展缓慢，市场信用环境不佳，行业模式和体制仍处于探索阶段。2012 年 6 月，商务部发布了《关于商业保理试点有关工作的通知》，2012 年 11 月和 12 月，商业保理试点工作分别在天津滨海新区和上海浦东新区正式启动；2012 年 11 月，首个全国性商业保理行业自律组织——中国服务贸易协会商业保理专业委员会成立。2012 年以来，市场需求不断增加，政策环境不断改善，试点范围不断扩大，行业自律逐步形成，我国商业保理行业得以迅猛发展。

根据商业保理专委会统计，2013~2015 年我国新增保理公司数量、保理业务量和融资余额等主要指标连续三年快速增长。截至 2015 年底，全国共有注册的商业保理企业 2,514 家。其中，2015 年新成立商业保理公司 1,294 家，新增企业数量较上年增长 44%。2015 年，我国商业保理融资业务量超过 2,000 亿元，较上年增长 150%。若按照总体开业比例 20% 计算，500 余家已开业的商业保理公司，2015 年约服务 31,500 家中小企业，平均每家企业获得保理融资额 635 万元左右。商业保理正在成为中小企业融资的重要渠道。

此外，商业保理在融资模式创新上取得了重大突破，新三板挂牌、保理资产证券化、大型互联网金融平台及各地金融资产交易所等保理资产转让交易方式不断拓宽了融资渠道。行业自律日益加强，商业保理专委会继续发挥全国性行业自律组织作用，同时北京、天津、重庆、广东、深圳、上海浦东等也于 2015 年陆续成立了地方商业保理协会。

总体看，伴随相关政策的出台，商业保理行业在近年来发展迅猛。

（2）行业政策

2012 年 6 月，商务部同意在天津滨海新区、上海浦东新区开展商业保理试点；同年 12 月，同意港澳投资者在广州市、深圳市试点设立商业保理企业。试点地区商务主管部门为商业保理行业主管部门。

2012 年 10 月，在《商务部关于商业保理试点实施方案的复函》中，提出了商业保理公司的设立条件，将商业保理行业分类暂定为“租赁及商业服务业”项下的“其他商务服务”，并规定商业保理公司在开展业务时风险资产不得超过公司净资产的 10 倍。2015 年 10 月，商务部取消商业保理公司的注册资本不低于 5,000 万元人民币的规定。

2013~2014 年，上海市、天津市各自发布和修改了商业保理试点的试行管理办法，对商业保理企业设立、业务范围、经营与风险管理、监督管理等方面进行了更加详细的规定，并提出了多项政府支持补助和财政奖励政策。

2014 年 8 月，国务院发布了《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》，提出要“研究制定利用知识产权质押、仓单质押、信用保险保单质押、股权质押、商业保理等多种融资方式的可行措施”，明确提出支持商业保理的发展。

2014 年 12 月，商务部、银监会印发了《关于完善融资环境加强小微商贸流通企业融资服务的指导意见》，提出要发挥商业保理等其他融资机构作用，加强商业保理行业管理，推动建立健全行业管理机制，发挥商业保理的风险转移和融资功能。

随着相关行业政策和部门规章的出台，保理业务的市场认知度得以提高，促进了商业保理在各地的试点工作，而各试点地区在管理方式和措施上走向分化，注册条件也出现较大差别。与其他试点不同，深圳前海未对设立内资商业保理公司设置任何前置条件，企业注册门槛大大降低，在 2013 年开展商事登记制度改革后，深圳商业保理公司数量爆发式增长。广州市 2014 年 2 月出台的试点办法规定广州市作为 CEPA 项下的商业保理试点城市，重点对香港、澳门服务提供者开放，可以以合资、合作、独资等形式设立商业保理企业；其他国家和地区投资者由该市外经贸局初审后报商务部审批。这一举措有利于提升广州市中小企业融资能力和风险防控能力，也有利于提升中小企业贸易效率和行业利润率。

总体看，商业保理作为直接服务于中小企业的新型贸易融资渠道，得到了政府部门的高度重视，行业监管政策的不断完善，试点地区逐步健全行业管理办法，都为我国商业保理行业的发展创造了良好的外部环境。

（3）行业竞争

2012 年商业保理获得国家层面认可之前，国内仅有商业保理企业 36 家。短短几年间，商业保理企业数量实现了井喷式增长。其中，深圳是国内商业保理企业数量最多的地区。

然而，目前商业保理公司数量虽多，却有很大一部分尚未实际开展保理业务。在现有的市场条件下，商业保理行业属于新兴行业，市场规模较小，竞争并不充分，但增长迅速。以广东省为例，根据《广东省商业保理行业发展报告（2014）》，2014 年广东保理业务总量约 350 亿元，业务余额约 100 亿元，业务规模较上年增长超过四倍。根据《中国商业保理行业发展报告 2015》预测，到“十三五”末，我国商业保理业务规模将达到万亿级，约占到中国整个保理市场的三分之一。届时商业保理将成为我国贸易融资和风险管理领域不可或缺的重要产业。

根据商务部 2012 年的政策，设立商业保理公司要求 5,000 万元注册资本。2015 年 10 月底，

商务部删除此项规定，但各试点地区政策尚未进行调整。较高的注册资本要求，较高的信用风险，较少的融资渠道，对商业保理行业形成了一定的准入门槛，普遍只有由大集团担保的商业保理公司才能获得银行授信。

在这种背景下，2014年起，数十家上市公司纷纷试水，进军商业保理行业，包括瑞茂通、爱建集团、苏宁云商、盛屯矿业、赛象科技、摩恩电气等在内的A股上市公司均投资设立了保理子公司。2015年，德威新材、新亚制程、春兴精工、达实智能等上市公司也纷纷宣布设立商业保理子公司。在这些公司中，制造业企业占多数，优势在于丰富的客户资源。上市公司设立商业保理公司的原因主要有两个：一方面，从产业链的角度考虑，商业保理可利用供应链金融来服务自己的主业，为其上下游客户提供服务；另一方面，则是为了寻找新的利润增长点。作为第一个拿到商业保理业务单的上市公司的盛屯矿业，2015年保理收入为382.49万元。

总体看，商业保理企业数量迅速增加，未来竞争态势将有所加强。

（4）行业关注

企业自身定位偏差、内控缺失

在2012年商务部将商业保理公司界定为信用服务企业之前，政府有关部门对商业保理的行业属性界定不清，行业监管缺失，有的部门将其界定为金融行业，有的部门将其界定为类金融行业或金融创新行业。由于定位错乱、监管缺失，造成一些商业保理公司业务模式出现偏差，以“融资”作为主营业务甚至唯一业务，与行业内外的竞争对手进行恶性竞争，常常又因为资金来源匮乏而捉襟见肘，因为利润微薄而面临生存和发展危机。此外，国内商业保理公司的股东背景复杂，员工来源多元，一些公司缺乏风险控制和业务方向的明确规划，公司治理结构先天不足，内部控制薄弱，业务随意性大，决策人员与经办人员没有分离制约，管理力度层层递减。

法律法规、整体配套政策不完善

由于商务部对于商业保理的试行管理办法仍在筹划中，各试点地区尚没有统一的管理制度，准入门槛不一。商业保理在财务和税务方面存在的问题，尚没有在国家层面上进行解决。财务方面，财政部门始终没有出台保理业的会计准则，保理业的会计核算不规范。税务方面，存在保理申请人的增值税发票无法抵扣、退税手续无法办理的风险；重复征收营业税；所得税前扣除部分不明确；印花税税目使用混乱。一些试点地区已经针对上述部分问题做出规定，但针对商业保理行业的完全规范，尚有很长的路要走。

此外，关于支持商业保理发展的整体配套政策，还存在不少问题：缺少支持保理业发展的股权投资母基金，难以分散投资风险，无法形成产业聚集效应；没有建立境外人民币资金回流渠道，无法进行境外保理项目人民币融资；在资本金结汇、投资等方面缺少相关政策；无法在境外发行人民币债券用于拓展国内保理业务；无法通过金融资产交易所发行资产收益权凭证及发行应收账款资产。

外部融资渠道不畅

从2012年国家开放商业保理至今，登记注册的商业保理公司数量已上千，但实际运作起来的比例不高。由于银行对商业保理公司的授信较少，保理公司发展需要自筹资金，不少公司因缺少资金而运作困难。地方政策规定，商业保理公司可获10倍经营杠杆，但银行对商业保理公司的外部融资逐步紧缩。由于我国的信用体系尚不完善，保理行业风险较大，商业银行在对商业保理公司授信时，常常要求商业保理公司增加抵（质）押物或第三方保证。信托公司、证券公司、基金公司、保险公司等资金提供方对于商业保理公司也持较谨慎的态度。此外，作为化解保理风险最

有效的信用保险业务，发展尚不成熟，信用保险承保方式较单一、保险费较高、保险额较低，无法有效化解保理风险。

（5）行业发展

随着我国经济持续快速增长，国内外市场规模不断扩大，中国逐渐从短缺经济走向过剩经济，买方市场普遍形成，促使赊销逐渐成为主流交易方式。我国对外贸易结算中，信用证结算比例已经下降到 20% 以下，赊销比例上升到 70% 以上，国内贸易更是大量采用赊销方式。而 2012 年至今，受世界经济复苏明显放缓和国内经济下行压力加大的影响，国内外市场需求总体不足，我国各产业产能过剩问题较为突出。在此背景下，企业应收账款规模持续上升，回收周期不断延长，应收账款拖欠和坏账风险明显加大，企业周转资金紧张状况进一步加剧。截至 2015 年底全国规模以上工业企业应收账款合计 114,546.9 亿元，较上年末增长 7.9%，增幅与上年基本持平。企业应收账款总量的上升、回收风险的加大，对保理服务的需求也将上升。

此外，现代保理业务的发展越来越离不开信息技术的应用。传统的保理业务模式必须与互联网和数据库技术相结合，以实现买卖双方交易付款准确数据的及时全面收集和过程监控，从而实现对信用风险的有效管理，向银行等金融机构进行再保理或投保信用保险，突破保理公司自身的融资瓶颈。目前，许多商业保理公司已经开始积极探索传统商业保理产品、传统融资产品与电子商务的融合，将 IT 技术与金融、贸易、物流、信用风险管理、电子商务相结合，设计出全新的金融交易电子商务平台。

目前全国大部分地区已经设立商业保理公司，但各地监管政策不统一、配套政策缺乏、法律法规空白等问题日益突出，亟需出台全国性的行业管理办法。对此，商务部已将《商业保理企业管理办法（试行）》进行公开征求意见，预计即将正式出台。随着全国性行业管理办法的出台和宣贯，保理行业的市场认知度将大幅提高。随着商务部商业保理业务管理系统升级完成，商业保理行业信用数据库将逐步建立，市场化的征信机构和信用评估机构也将进军商业保理市场。

总体看，商业保理业尚缺乏全国性监管政策，但伴随企业需求增长，行业具有较大的发展空间。

3. 汽车零部件业务

得益于汽车整车制造业的快速发展，近年来，中国汽车零部件产业的发展速度明显加快。2008 年，我国汽车零部件行业总产值为 8,658 亿元；而 2014 年我国汽车零部件企业总产值达 2.7 万亿元，占整个汽车产业的 40%；2015 年 1~10 月，我国汽车零部件销售收入达 25,620.25 亿元，同比增长 9%。在中国汽车零部件产业产值结构中，传动系统、车身及附件和发动机系统的产值占到零部件总产值的 55.60%，是汽车零部件产业中拉动力最强的三个细分产业。具体到凸轮轴领域，2000~2014 年，国内凸轮轴生产企业由 9 家增加至 16 家，产量则由 131 万根增长至 1,306.04 万根，发展迅速。

改革开放后经过三十多年的发展，中国汽车零部件行业的整体实力已经大大增强。目前国内有 1,000 多个汽车零部件产业园，超过 100 个关键集群区，基本建成了东三省、京津、长三角、珠三角、华中和西南六大汽车零部件集中区和比较完整的汽车产业链。目前，国内上百家上规模的零部件园区形成的产业集群已经成为支撑中国汽车工业发展的重要力量，同时也形成了一批包括内资、合资、独资在内的零部件骨干企业。这些企业具备一定的产品创新能力，具有多车型配套、多市场供给能力，基本保持了与整车企业同步开发的能力，市场竞争力较强。

在竞争格局方面，我国汽车零部件行业处于完全开放的环境，基本在所有领域都存在着激烈

的竞争，既有本土企业与外资企业间的竞争，也有不同背景的外资企业之间的竞争。在竞争加剧、淘汰加速的大环境中，不同的企业采取了不同的竞争方式，如外资零部件公司力求通过二级零部件的本地化生产来控制成本，而本土企业则力争借助开发能力、技术水平的提升以及低成本优势扩大规模等。

从未来发展来看，作为我国汽车产业由大变强的关键环节，汽车零部件行业的发展在下一个十年将得到大幅度提升。整车企业在产品开发上使用的平台战略、系统化开发、模块化制造、集成化供货逐渐成为我国汽车零部件行业的发展趋势。安全技术、电子技术、节能技术和环保技术将成为零部件行业技术创新的重要领域。同时，随着劳动力、土地等生产要素价格的上升，国内汽车零部件企业逐渐通过研发、设计、品牌、营销渠道等环节向中高端转型。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

2015年6月，公司进行了非公开发行股票募集资金，向九天集团、云南省滇中产业发展集团有限责任公司等共9名特定对象发行8亿股，共募集资金净额48.05亿元；2015年7月，公司使用募集资金28亿元对滇中供应链公司进行了增资；2015年8月，公司使用募集资金15亿元对滇中保理公司进行了增资。截至2016年3月底，公司下属子公司包括：中汽成配、贵州供应链公司、滇中供应链公司与滇中保理公司。

供应链管理业务主要由子公司贵州供应链公司和滇中供应链公司负责运营。贵州供应链公司成立于2014年12月，注册资本为5亿元，系公司全资子公司；滇中供应链公司成立于2014年9月，注册资本为33亿元，公司持有其89.39%的股权。目前，滇中供应链公司拟投资50亿元建设包括但不限于煤炭、水泥、钢铁产业链的以电子商务为手段的供应链管理平台，建设周期为24个月，计划打造国内大宗商品领域具有影响力的垂直类交易平台。2015年，两公司共实现营业收入79.72亿元¹，均为供应链管理形成的主营业务收入。

保理业务由滇中保理公司负责运营，滇中保理公司成立于2014年10月，目前注册资本为17亿元，公司持有其91.76%的股权。滇中保理围绕滇中产业聚集区（新区）建设目标，主要为新区的建材生产企业和施工企业提供贸易融资、销售分户分类账管理、客户资信调查与评估、应收账款管理与催收、信用风险担保等服务，目标是成为滇中产业聚集区（新区）基础设施项目融资的重要平台。2015年，滇中保理公司实现营业收入1.91亿元²。

汽车零部件生产方面，公司全资子公司中汽成配是全国最大的各型发动机凸轮轴生产基地，其设计、检测、生产规模等均居于国内首位。2011年，中汽成配被中国汽车工业协会认定为全国汽车零部件龙头企业，2012年被认定为国家级高新企业。中汽成配是美国通用汽车公司在中国唯一的凸轮轴配套厂家，并与重庆康明斯、东风康明斯、潍柴动力、海马、奇瑞等知名主机厂配套并建立长期友好协作及战略伙伴关系。中汽成配引进了多条国外高端技术设备生产线，并取得了高端的装配式凸轮轴技术专利使用权。

总体看，公司传统业务凸轮轴业务处于行业领先水平；伴随公司非公开发行股票募集资金到位并进行投资，公司主营业务新增供应链管理和商业保理，该两项业务均处于建设初期，但发展速度较快，收入规模大。

¹ 该收入为贵州供应链公司和滇中供应链公司层面数据，由于滇中供应链公司于2015年三季度纳入合并报表，该金额与合并报表中金额不同。

² 同上。

2. 人员素质

2015年10月，公司管理层发生了较大变动，其中总理由宋浩变更为冷天辉，徐蓬、宋浩、马赛荣担任公司副总经理。截至2015年底，公司董事、监事及高级管理人员共15人。

公司董事长兼总经理冷天辉先生，39岁，工程师职称。曾任云南省曲靖市中村煤矿销售科销售员、副科长，2001年创办云南九天工贸有限公司，现任九天集团执行董事。2013年6月起担任公司董事长，2015年10月起担任公司总经理。

截至2015年底，公司在职员工598人，其中生产人员占49.83%，销售人员占7.36%，技术人员占4.68%，财务人员占6.52%，行政人员占31.61%；从教育程度来看，硕士及以上占2.01%，本科占11.20%，大专占14.38%，大专及以下占72.41%。

总体看，伴随公司主营业务变更，公司的管理层相应发生变化，目前公司的管理层具有较丰富的从业经验和管理经验；公司员工情况能够满足公司经营需要。

3. 外部支持

（1）区位政策环境

2013年国家发改委发布《云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡总体规划（2012-2020年）》，旨在加快把云南省建设成为我国面向西南开放的重要桥头堡，构建我国通往东南亚、南亚的陆路国际大通道。该规划和加快推进云南滇中城市群建设均被纳入了国家“十二五”规划。

2014年5月国家五部委批复同意了《云南桥头堡滇中产业聚集区发展规划（2014-2020年）》，西区四县市和滇中城市经济圈中的东区三县市统一纳入滇中产业聚集区（新区）发展规划。根据新区建设投资计划，未来三年新区基础建设投资为1,400亿元。

总体上看，公司的供应链管理和商业保理业务主要定位于云南省，相关国家政策的出台为公司发展提供良好的外部环境。

（2）股东支持

公司第一大股东系九天集团，九天集团成立于2001年，是一家集煤矿开采、动力配煤、物流配送、磷化工生产、水电开发、汽配制造为一体的企业集团。持有九天集团80.80%股权的第一大股东冷天辉先生同时也是禾嘉股份的董事长兼总经理，有利于公司利用九天集团的资源，支持公司的发展。九天集团辖有11个煤矿、2个动力配煤中心、2条铁路专用线、3个洗煤厂，具有丰富的煤炭资源储量和实际开采能力，是目前云南省第二大煤炭开发集团。公司依托九天集团成熟的煤炭供应链资源，已建立起“煤—钢—焦”产业链供应链管理系统，把从煤炭开采直到钢铁再到最终用户连成一个整体的功能网链，将促进云南省在煤矿、焦化、钢铁领域的民营龙头企业形成战略联盟。参照煤炭供应链的运营模式，公司正将业务拓展到水泥、有色金属等领域。

公司第二大股东系云南省滇中产业发展集团有限责任公司（以下简称“滇中集团”）。滇中集团拥有公司29.40%的股权，是滇中供应链公司与滇中保理公司的原第一大股东。其是省属国有企业，注册资本100亿元，承担了滇中产业聚集区（新区）重大基础设施和公共服务设施建设、土地开发、产业培育和投融资等工作。2015年6月，公司非公开发行募集资金，其中，滇中集团认购3.30亿元，出资约20亿元，体现了其对公司的支持力度。

总体上看，公司股东实力雄厚，可为公司提供资金支持和业务方面的支持，有利于公司发展。

总体看，公司新增的供应链管理业务和商业保理业务在云南地区有较大的发展机会；公司股东在资金和业务上对公司进行了大力支持。

五、公司治理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

董事会是公司的常设决策机构，董事会内部按照功能分别设立了战略发展、提名、薪酬与考核、审计四个委员会。董事会对股东大会负责，执行股东大会的决议，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。董事会由七名董事组成，其中三名为独立董事。公司设董事长一人，副董事长二人，董事会成员由股东大会选举或更换，任期三年，连选可连任。

监事会是公司的监督机构，负责对董事、经理的行为及公司的财务进行监督。监事会由三名监事组成，设监事长一人，职工代表一人。监事的任期每届为三年，连选可连任。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期三年，可以连任。

总体看，作为上市企业，公司法人治理结构较完善。

2. 管理体制

公司下设财务部、法律事务部、人力资源部、运营管理部、经理办公室等 7 个职能部门对公司所属业务、投资企业进行统一管理；同时，公司建立了经营计划管理制度、财务管理制度等较为完整的内部控制制度。

对下属控股子公司的管理和控制方面，公司根据“分级负责、统一领导、归口管理”的原则，实行逐级负责制。公司计划按公司本部和二级企业两级管理，公司计划的归口管理部门为董事长办公室。公司推行了全面预算管理和统一投融资管理，并将经营管理效果与绩效考核挂钩。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，实施“集中统一与分级管理”相结合的管理体制，公司本部设投资中心，资金筹措中心。按照此制度，公司组织实施会计核算、会计监督等财务工作。该制度规定公司需每年制定财务预算，并分阶段进行控制和监督；公司管理需以财务管理为中心，子公司财务部负责人由股份公司总经理聘任或解聘。同时，该制度也规定了会计核算的具体要求。

融资管理方面，公司制定了比较严格的融资管理流程。对于重大融资等事项，公司有关部门或控股（参股）企业的负责人需上报重大融资的意向等资料；由投资评审小组进行初审，签发立项意见书，并报委员会备案等，后经董事会批准方可进行融资。对于公司的债务性融资，需依据《公司章程》规定执行，并纳入公司财务预算，经公司总经理审批后办理。

对外担保管理方面，公司原则上不为他人提供担保，如确实需为他人提供担保的，应遵守国家有关上市公司对外担保的有关规定，董事会授权董事长在闭会期间签署经董事会审定的年度银行信贷计划额度内的担保合同，担保范围仅限于公司的控股子公司。

风险管理制度方面，公司初步建立了全面风险管理制度，组织体系涵盖执行董事、监事、经营层、风险控制部和各部门。在供应链管理和保理业务方面，对于前期尽职调查，公司设立了相应的尽调、客户筛选、上会及决策流程；同时，在业务设立后，要求业务部和财务部需及时跟进标准业中客户还款的情况等。

人力资源方面，公司依据《劳动法》及国家相关法规，制订了包括员工守则、人事聘用、劳

动纪律、考勤管理等一系列人事管理制度，并实行制度化、规范化。

总体来看，公司管理运作规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

2015 年三季度，公司陆续使用非公开发行股票募集资金对参股公司滇中供应链公司和滇中保理公司进行增资，从而取得两家公司的控制权，并将两公司纳入合并范围，公司主营业务相应新增供应链管理和商业保理业。

为保持经营分析的一致性，除经营概况采用与财务数据相同口径外，本报告的经营分析中其他部分以公司 2015 年底的主营业务范围为依据，追溯分析 2013~2014 年度经营状况。

表 4 公司近年主营业务收入情况（单位：万元，%）

类别	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车配件	34,426.60	91.11	28.14	39,467.25	100.00	25.80	31,219.53	5.92	18.35
供应链管理	--	--	--	--	--	--	481,433.43	91.33	0.78
保理业务	--	--	--	--	--	--	13,537.41	2.57	82.70
其他	3,359.74	8.89	40.32	--	--	--	938.76	0.18	45.19
合计	37,786.34	100.00	29.22	39,467.25	100.00	25.80	527,129.14	100.00	4.00

资料来源：公司提供

2013~2014 年，公司主营业务收入主要来自于汽车配件（凸轮轴）、阀门生产及农作物种业；2015 年公司增资控股滇中供应链公司和滇中保理公司后，主营业务发生变更，新增供应链管理和商业保理业。近三年，公司主营业务收入受主营业务变更的影响，呈迅速增长的态势，年均复合增长 268.36%；净利润呈波动增长态势，年均复合增长 162.93%。2015 年，公司实现主营业务收入 52.71 亿元，同比增长约 12 倍；实现净利润 3.52 亿元，同比增长约 9 倍。

从主营业务的构成来看，2013~2014 年，公司汽车配件业务实现营业收入分别为 3.44 亿元和 3.95 亿元，占总营业收入比分别为 91.11%和 100.00%；2015 年之后，公司主营业务转变为汽车配件业务、供应链管理和保理业务，分别实现营业收入 3.12 亿元、48.14 亿元和 1.35 亿元，占比分别为 5.92%、91.33%和 2.57%。2015 年，公司主营业务占总营业收入比达 99%以上，主营业务突出。

从主营业务毛利率情况来看，2013~2015 年，公司综合毛利率呈持续下降趋势，分别为 29.22%、25.80%和 4.00%，2014 年毛利率下降主要系公司凸轮轴等汽车配件下游需求疲软，销售价格有所下降所致；2015 年毛利率下降主要系公司新增供应链管理业务，而该业务毛利率较低所致。具体来看，2015 年，公司汽车配件毛利率 18.35%，供应链管理毛利率 0.78%，保理业务毛利率 82.70%，其他业务毛利率 45.19%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.49 亿元，占 2015 年全年营业收入的 52.15%；实现净利润 1.03 亿元，占 2015 年全年净利润的 29.23%。公司业务发展态势良好。

总体看，伴随公司完成非公开发行股票，供应链管理业务和保理业务成为公司新的收入来源，公司收入增长迅速。受供应链管理业务毛利率较低和汽车配件销售价格持续下降的影响，公司综合毛利率持续下降。

2. 供应链管理业务

(1) 业务概况

伴随公司完成非公开发行股票，公司计划建设包括但不限于煤炭、水泥、钢铁产业链的以电子商务为手段的供应链管理平台。项目第一阶段将依托公司控股股东九天集团成熟的煤炭供应链资源，通过供应链电子商务平台的建设整合供需信息，以成熟的物流仓储设施以及完善的供应链金融服务提升供应链中间环节的交易效率，加快周转速度，降低运营成本。第二阶段将借鉴煤炭供应链的成熟运营模式，逐渐复制到包括但不限于钢铁、水泥等供应链管理，最终形成国内大宗商品领域具有影响力的垂直类交易平台。

(2) 业务模式

公司通过给煤焦钢等产业链环节上的各公司提供资金垫付、过程管理、咨询等服务的方式，赚取资金利润和服务费用。公司的主要业务模式有三种，分别为：“赊销+垫付”模式、预付模式及预收模式，其中“赊销+垫付”模式为公司致力于主推的标准业务。但目前公司业务尚处于发展初期，业务运营现以第三种模式为主。

“赊销+垫付”模式

图 5 公司供应链“赊销+垫付”模式业务流程图



资料来源：公司提供

该模式主要以商品购销业务为主，即传统意义上的商品买卖。在这种模式下，公司与供应商、客户签订协议，为客户垫资采购，供应商将商品发运到客户方后，客户方验收合格，并将收货信息反馈给公司，公司根据收货信息按比例（一般为 60~70%）付款给供应商，等待客户方付款，并按垫资时间长短向供应商收取资金占用费。资金占用费按照垫资时间长短进行计量，费率相应有所变化，一般公司可提供 3~6 个月左右的垫资服务。在该业务模式下，供应链业务可与保理业务相结合，将应收账款进行保理，从而减少资金占用成本。但由于公司目前资金充足，与保理业务相结合的模式运作较少。此外，公司还可对该模式进行衍生，通过对产业链各环节企业进行交叉补贴、以物易物的方式，以加快资金周转和回流。

该业务模式主要建立在煤炭等行业的结算惯例上。由于煤炭行业下游客户一般采取货到付款、3~6 个月左右结算的方式进行采购，导致煤炭生产企业需垫付资金进行生产，资金周转较差。公司以垫付的方式为供应商提供资金，可明显提高供应商资金周转效率。供应商为提高资金周转效率，一般愿意支付公司部分资金占用费。

该模式的主要特点为公司不承担运输等职能，而是由供应商直接发货给客户，由上下游公司直接对接；同时，产品质量由供应商负责。公司需重点考虑终端用户的信誉和支付能力，因此公

司优先选择与央企、国企和省属重点企业合作。

风险控制方面，公司着重控制对客户的筛选环节，具体来看，公司通过委派由财务、法律、业务、风控等各部门人员组成的尽调团队对潜在客户进行实地考察，以确认客户在付款能力、业务运作、现金流状况、历史信誉、办公场所、生产情况等多方面的情况；并通过公司讨论、上会等方式进行反复研讨，最终确定客户资质。同时，在内部制度方面，公司通过建立交易授权控制、会计系统控制、绩效考评控制、不相容职务分离、风险预警机制等制度性手段控制财务风险。外部业务层面，依据客户资信状况、历史交易情况、合同履约率等风险控制指标，结合客户的业界口碑、行业前景和经营状况，供应链管理公司对客户资信等级进行评定，并给予不同的交易条件和信用政策。同时公司还通过合作协议中相关约束性条款的规定以及外部增信等措施，有效控制业务风险。

预付模式

由于近年来西南地区煤炭行业等景气度下行，部分煤炭生产企业停产，导致部分市场需求难以得到满足。为此，公司充分利用股东在西南地区的煤炭业务经验和人脉资源，在充分调研供应商的基础上，以预付款的方式购买供应商存货，获得较大的折扣力度，从而赚取销售差价。为控制供应商生产风险，除充分调研供应商资质外，公司还会在供应商生产基地派驻专门小组，以监督供应商生产。该模式下，公司可获得高于市场平均水平的毛利率。

具体来看，公司以预付款形式采购货物时，通常在采购协议中约定若因市场变化导致该交易无法执行，供应商须按 10% 的年利率支付公司资金占用费；同时，公司在为客户垫资预付采购款时，通常在合作协议中约定按 10% 的年利率计算垫资资金的资金占用费，计算方式为积数计息法，三个月结清一次利息。

预收模式

该业务模式主要建立在公司的上市公司背景以及比较丰富的行业资源上。具体来看，公司与下游客户签订采购协议，由下游客户预付款项给公司，公司协助为客户采购指定的原材料。该模式下，预收款项在公司停留时间较短，一般在 3 天以内。该模式的特点为，公司仅赚取少量价差，毛利率较低，但由于收取预收款项，因此几乎无需承担任何风险。

除上述三种模式外，未来公司也计划运作“保姆式服务”模式和“顾问式服务”模式。在保姆式服务模式，公司将对服务企业进行全面了解，提供从原材料采购、辅料采购到产品销售、副产品销售各领域的服务；在顾问式服务模式，公司主要为服务企业和终端用户提供咨询服务。

（3）运营情况

由于供应链公司均成立于 2014 年，2013 年无相关数据；2014 年供应链管理业务规模较小，2015 年，该板块业务发展较快，规模迅速扩大。

采购方面，2015 年，公司采购原煤、精煤、锌锭、镍、电解铜等合计 789.90 万吨，采购金额合计 74.14 亿元；从采购价格上看，公司主要采购的产品类别单价与市场行情保持一致，2015 年，公司采购的原煤、精煤价格分别由 2014 年 344.73 元/吨、722.84 元/吨变为 365.59 元/吨和 743.30 元/吨，主要系 2014 年公司业务规模较小，且 2015 年公司煤种品质不同所致。具体数据见下表。

表 5 2014~2015 年公司供应链业务主要产品采购情况（单位：万吨，元/吨，万元）

类别	采购量		采购单价		采购金额	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
原煤	61.40	382.53	344.73	365.59	21,166.98	139,851.79

精煤	0.88	131.14	722.84	743.30	638.52	97,473.11
锌锭	--	9.61	--	12,550.52	--	120,588.81
镍	--	1.13	--	72,105.42	--	81,814.72
电解铜	--	5.32	--	32,570.47	--	173,345.11
其他	1.68	260.16	751.61	493.34	1,264.19	128,349.29
合计	63.97	789.90	--	--	23,069.69	741,422.83

资料来源：公司提供

注：该数据为子公司全年采购数据，与纳入合并报表范围不一致。

从公司供应链业务的采购地区来看，公司采购的产品主要集中在云南省，2015 年，采购自云南省占比为 68.34%；贵州省占比 11.49%；其他省占比 20.17%，主要系公司尚处于供应链管理建设初期阶段，业务主要依托股东所在的云南省资源优势所致；而外省采购的主要产品为有色金属。总体上看，公司采购地域集中度较高。

表 6 2014~2015 年公司供应链业务采购地区分布占比情况（单位：%）

地区	2014 年	2015 年
云南省	24.24	68.34
贵州省	75.76	11.49
其他省	--	20.17
合计	100.00	100.00

资料来源：公司提供

采购集中度方面来看，2014 年，公司前五大供应商采购金额合计 4.93 亿元，占比 24.08%，采购集中度一般；2015 年，公司供应链管理业务前五大供应商采购金额合计 19.12 亿元，采购金额大幅增长，主要是由于供应链业务进一步发展导致采购规模扩大所致；采购集中度基本平稳，上升 1.05 个百分点至 25.13%。

表 7 2014~2015 年公司供应链管理业务前五大供应商情况（单位：万元，%）

2014 年				2015 年			
名称	采购额	采购品种	占比	名称	采购额	采购品种	占比
黔西南州通程工贸有限公司	20,711.61	原煤	5.56	上海中锐有色金属有限公司	61,337.95	锌锭	8.06
黔西南州吉成煤焦有限公司	16,667.55	原煤	5.06	江铜国际贸易有限公司	42,236.45	电解铜	5.55
宣威市众泰能源有限公司	7,829.78	原煤	4.51	云南跃坦矿业有限公司	36,942.91	锌锭、镍、电解铜	4.86
云南曲靖麒麟煤化工有限公司	2,743.29	原煤、精煤、焦炭	4.48	黔西南州通程工贸有限公司	25,595.71	原煤	3.36
云南曲靖盛艺煤业有限公司	1,385.60	精煤、焦油、粗苯	4.47	宣威众泰能源有限公司	25,082.32	原煤	3.30
合计	49,337.82	--	24.08	合计	191,195.35	--	25.13

资料来源：公司提供

由于公司业务周转快，公司供应链管理业务采购与销售数量差异不大。具体来看，2015 年，公司供应链管理业务实现销售量 791.02 万吨，销售收入 76.16 亿元，其中主要品种为原煤、精煤、锌锭、镍、电解铜等。从销售均价来看，2015 年，原煤、精煤、锌锭和电解铜的销售单价分别为 393.51 元/吨、789.18 元/吨、12,587.93 元/吨、72,152.25 元/吨和 32,581.98 元/吨；其中，原煤价格有所上升，主要系公司销售煤种变化所致。

表 8 2014~2015 年公司供应链业务主要产品销售情况 (万吨, 元/吨, 万元)

类别	销售量		销售单价		销售金额	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
原煤	61.39	382.56	377.38	393.51	23,168.62	150,540.06
精煤	1.23	131.15	904.58	789.18	11,118.24	103,503.41
锌锭	--	9.61	--	12,587.93	--	120,948.26
镍	--	1.13	--	72,152.25	--	81,857.17
电解铜	--	5.32	--	32,581.98	--	173,406.37
其他	0.08	261.25	1,740.45	502.61	1,321.42	131,305.44
合计	62.70	791.02	--	--	24,412.59	761,560.70

资料来源：公司提供

与采购情况基本一致，公司销售区域主要集中在云南省和贵州省。销售集中度方面，2014 年公司前五大客户分别为宜良县茂祥工贸有限公司、曲靖金硕商贸有限公司、贵州图南矿业（集团）有限公司等，前五大下游客户集中度为 98.30%，由于公司 2014 年刚着手开展供应链服务，销售集中度很高。2015 年，公司前五大下游客户销售额合计 35.19 亿元，占比下降至 46.20%，较上年有大幅下降，但客户集中度仍属于较高水平。目前公司供应链管理下游客户有部分贸易公司，主要系大多下游煤化工等企业均有各自的煤矿贸易公司和煤贸供应链条所致。

表 9 2014~2015 年公司供应链管理业务前五大客户情况 (单位：万元，%)

2014 年			2015 年		
名称	销售额	占比	名称	销售额	占比
宜良县茂祥工贸有限公司	12,339.84	43.20	云南滇中创业投资有限公司	118,170.11	15.52
曲靖金硕商贸有限公司	9,494.15	33.24	云南掘迈商贸有限公司	98,735.01	12.96
贵州图南矿业（集团）有限公司	5,273.30	18.46	宜良县茂祥工贸有限公司	47,546.07	6.24
云南文山宏灿冶金炉料有限公司	491.34	1.72	云南羊甫物资经贸有限公司	45,760.45	6.01
贵州赫章夜郎铸造材料有限公司	478.89	1.68	均和控股有限公司	41,659.44	5.47
合计	28,077.52	98.30	合计	351,871.08	46.20

资料来源：公司提供

从采购和销售的结算方式来看，公司主要以现金方式进行结算，但在“赊销+垫付”模式下，部分客户采用票据方式进行结算，公司相应对上游供应商采用票据方式进行结算。

总体看，公司供应链管理业务开展时间较短，但公司控股股东九天集团在煤焦钢等产业链的上下游均积累了较多长期稳定的优质客户，2015 年，供应链业务规模迅速扩大。但公司业务区域集中度和客户集中度较高，且公司业务模式尚存一定的不确定性，加之公司主要从事煤炭等景气度下行行业业务，需持续关注由此产生的风险。

3. 商业保理业务

随着公司供应链管理业务发展，公司开始逐步开展商业保理业务，为供应链管理业务的客户和其他行业客户的提供资金服务。

公司于 2014 年 10 月 29 日出资 6,000 万元成立滇中保理公司，持有其 30% 的股份；2015 年 8 月，公司使用募集资金 15.00 亿元完成对该公司的增资，增资后，公司持有其 91.76% 的股份。滇中保理公司作为公司的控股子公司，开展应收账款保理和应收账款管理等业务。

应收账款保理服务主要为企业提供应收账款融资服务，赚取保理利息；应收账款管理服务主

要为企业应收账款咨询、管理、催收的服务，以服务协议约定的服务费作为收入。滇中保理于 2015 年正式开始上述业务，2015 年累计实现营业收入 1.91 亿元。其中，应收账款保理类获取保理利息收入 1.41 亿元，占比 73.74%；应收账款管理类业务取得服务费收入 0.50 亿元，占比 26.26%，如下表所示。

表 10 公司保理业务收入情况（单位：万元，%）

类别	2015 年	占比	毛利率
保理利息	14,067.09	73.74	71.20
应收账款服务费	5,008.34	26.26	55.00
合计	19,075.43	100.00	

资料来源：公司提供

注：该收入为滇中保理公司 2015 年收入，与实际纳入公司合并口径收入不一致。

（1）业务模式及运营情况

公司的保理业务分为传统保理业务和承兑跟单保理业务两个模式。传统保理业务亦可称之为保付代理，是基于企业交易过程中订立的货物销售或服务合同所产生的应收账款，由保理方提供的贸易融资、销售分户账管理、应收账款催收、信用风险控制与坏账担保等服务功能的综合性信用服务。承兑跟单保理业务是保理方与卖方企业签订商业保理合同，对企业的应收账款进行保理融资，收取融资利息。卖方企业通过让渡承兑汇票到期收益权作为担保并允许公司在应收账款到期前通过对外转让票据到期收益权提前回收款项。公司作为保理方收到承兑汇票后，利用供应链管理公司的贸易背景到银行进行贴现回收资金。

目前，公司保理业务的主要客户既有供应链业务的上游供应商和中间贸易商，也有房地产行业、化工行业和生物制药行业的相关企业，占比分别在 50%左右。根据应收账款的期限与质量，公司一般设定的保理期限为 15 天~12 个月；视公司对客户的资信评估情况，费率相应有所波动。

从公司保理业务的经营情况看，公司 2015 年保理业务增长较快，截至 2015 年底，客户数量为 62 户；保理资产规模累计达到 117.94 亿元，其中发放保理本金共计 117.94 亿元，收回本金 93.97 亿元，余额为 23.96 亿元。从业务盈利能力来看，公司保理业务自开展以来毛利率均保持在较高水平。从实际违约情况看，公司尚未出现违约现象。

从保理业务的客户集中度来看，2015 年，公司保理业务前五大客户分别为云南奥斯迪实业有限公司、北大未名生物工程集团有限公司、云南城投同德房地产开发有限公司、云南南磷集团国际贸易有限公司和云南南磷集团弥勒磷电有限公司，收入占比合计 57.85%，占比较高，公司保理业务集中度偏高。

表 11 2015 年公司保理业务前五大客户情况（单位：万元，%）

客户名称	保理收入	占比
云南奥斯迪实业有限公司	4,912.95	25.76
北京北大未名生物工程集团有限公司	2,339.92	12.27
云南城投同德房地产开发有限公司	2,091.74	10.97
云南南磷集团国际贸易有限公司	962.40	5.05
云南南磷集团弥勒磷电有限公司	725.46	3.80
合 计	11,032.47	57.85

资料来源：公司提供

（2）风险控制

在风险控制方面，公司根据业务来源的不同，实施不同的风控措施。

供应链管理业务方面，公司主要依赖于供应链管理部门前期对于合作公司的筛选和评估，同时，公司全方位的参与煤炭供应链的各个环节，与客户在实体贸易上的密切往来会在事实上对保理业务形成潜在担保。同一供应链条决定了公司可以轻易取得和处置可能违约客户的抵押物，控制违约客户的部分有价物，加大客户违约成本，有效遏制了潜在违约动机。

对于其他来源的业务，公司采取严格的风控制度，包括但不限于详尽的尽职调查，严格的法务审查，完善的层层风险审批等。具体流程上看，公司客户经理需前期对潜在客户进行调查，对客户的资本情况、开户情况、应收款及风险点分析，经过公司内部风控管理部门审核后，与客户进行二次沟通，并由法律事务部对合同提供法律依据；之后，需上报项目审批会，项目审批沟通后方可进行保理业务。

在客户选择上，公司主要选择与公司在实体贸易上有长期稳定合作的企业，这些企业均满足资产负债率健康，抵押率充足，抵押资产优质，付款方资信优良，偿付稳定，出现违约或损失的风险极小的特点。在增信措施方面，根据不同的客户情况，公司采用的增信措施包括：债务人的担保、有形资产的抵押、业务相关账户的严格监管等，对于个别高风险客户，公司需进行催收。此外，在账户监管方面，公司采用严格的监管手段，包括控制客户付款账号及授权，需经公司同意，客户方可进行付款等。

总体看，公司商业保理业务是煤炭供应链管理业务的补充，毛利率水平高。但公司保理业务尚处于初期阶段，相关业务流程等仍需不断完善。

4. 汽车零部件业务

公司尚有部分汽车零部件生产业务，主要产品为凸轮轴。2013~2015 年，该板块收入分别为 3.44 亿元、3.95 亿元和 3.12 亿元，呈波动下降态势。

凸轮轴是活塞发动机中的一个关键部件。它的作用是控制气门的开启和闭合动作。虽然在四冲程发动机里凸轮轴的转速是曲轴的一半，不过通常它的转速依然很高，而且需要承受很大的扭矩，因此设计中对凸轮轴在强度和支撑方面的要求很高。由于气门运动规律关系到一台发动机的动力和运转特性，因此凸轮轴设计在发动机的设计过程中占据着十分重要的地位。

由于汽车零部件往往为非标准化产品，零部件企业根据所配套的整车商的定制要求而组织开发、生产，因此汽车发动机零部件一级供应商的经营模式大多是“订单式生产”模式，即供应商在所开发产品获得整车商认证后，根据其订单，采购原材料并组织批量生产。

从采购模式来看，公司采用及时采购为主，集中采购为辅的采购模式。在及时采购模式下，公司与主要供应商每年签订年度框架性的采购协议，并根据每月的生产计划决定采购材料的品种和数量。具体来看，公司采购类别主要为 C15 排气、C15 进气及通用汽车系列的毛坯铸件，毛坯铸件采用外协生产的方式进行。由于公司主要客户为通用汽车，使得公司采购相应的通用汽车专用毛坯铸件数量和金额占比较高。从采购单价来看，由于近年来钢铁成本呈下降趋势，公司采购单价相应呈现波动下降趋势，以 C15 排气铸件为例，采购单价由 2013 年的 44.44 元/只波动下降至 2015 年的 44.10 元/只。

表 12 2013~2015 年公司汽车零部件生产采购主要原材料情况（单位：万元，万只，元/只）

原材料	类别	2013 年	2014 年	2015 年
C15 排气铸件	采购额	1,309.82	1,844.45	2,980.19
	采购量	29.47	40.87	67.57
	采购单价	44.44	45.13	44.10
C15 进气铸件	采购额	1,224.19	1,962.25	2,802.43
	采购量	27.61	43.49	63.58
	采购单价	44.33	45.12	44.08
通用 55353288 铸件	采购额	3,834.52	4,083.69	279.22
	采购量	81.71	86.87	6.05
	采购单价	46.93	47.01	46.15

资料来源：公司提供

从采购的结算方式来看，公司汽车零部件业务的采购结算一般按照双方合同约定的付款期进行，付款方式一般为“现金+承兑汇票”。

从生产环节来看，公司按订单组织生产，由生产部根据销售部提供的年度及月度销售计划制定生产计划，生产车间根据月进度计划组织车间生产，确保生产计划顺利完成。产品经过质量检测合格后将进行成品包装并入库，然后按订单要求的日期发货。生产过程中，铸铁毛坯件采用外协方式加工。生产设备方面，公司机器主要为进口丰田工机、德国肖特磨床等。

从产能情况来看，2013~2015 年，公司凸轮轴业务的产能规模、实际产量和产能利用率均呈稳步增长的态势。2014 年，公司凸轮轴业务的产能为 400.00 万支/年，实际产量 374.49 万支，产能利用率为 93.60%，产能利用率达到较高水平。受行业下游需求疲软影响，2015 年，公司凸轮轴业务产能为 400.00 万支/年，实际产量为 304.33 万支，产能利用率下降为 76.08%。具体数据，如下表所示。

表 13 2013~2015 年公司汽车零部件生产和销售情况

类别	2013 年	2014 年	2015 年
产能（万只）	350.00	400.00	400.00
产量（万只）	307.75	374.49	304.33
产能利用率（%）	87.90	93.60	76.08
销量（万只）	301.43	375.27	303.81
产销率（%）	97.95	100.21	100.17
销售收入（亿元）	3.44	3.95	3.12
销售单价（元/只）	114.21	105.17	102.76

资料来源：公司提供

从实际产销情况来看，2013~2015 年，公司产量、销售均呈稳步上升的态势；产销率分别为 97.95%、100.21%和 100.17%。从销售价格来看，2013~2015 年，凸轮轴的销售均价分别为 114.21 元/支、105.17 元/支和 102.76 元/支，主要系受行业景气度影响所致。具体数据，如上表所示。

从销售结算方式上看，公司主要采用滚动月结的方式进行，具体结算按照双方签订的年度商务合同规定进行，一般采取电汇或承兑汇票的付款方式。

从销售模式来看，公司每年与主要客户签订框架合同，在此基础上后续的销售工作主要是获取客户订单、客户订单完成情况跟踪、及时收集客户的反馈信息等。从定价模式上看，公司按照生产成本加上合理的利润确定产品销售价格。公司每年与主要客户签订的年度框架合同中会约定销售单价，当年销售价格均执行框架合同约定价格。从公司客户稳定性看，公司的销售客户主要

是国内客户，以上海通用东岳、东安汽车、东风康明斯为主；由于凸轮轴产品需进行认证等工作，因此具有一定的壁垒，使得客户集中度较高。

总体来看，汽车零部件生产板块业务收入呈波动趋势，该部分业务客户集中度较高。

5. 经营效率

由于公司供应链管理业务和保理业务于 2015 年三季度才纳入合并报表，2015 年 1~6 月公司仍以汽车零部件生产业务为主，经营效率指标的变化尚未完全体现，可比性不强，本部分仅对 2015 年进行分析。

2015 年，公司应收账款周转次数为 21.28 次，存货周转次数为 72.42 次，总资产周转次数为 1.00 次。从同行业上市公司比较情况看，公司存货和应收账款周转率处于行业中等偏上水平，总资产周转率处于行业中等水平，如下表所示。

表 14 国内同类企业 2015 年经营效率比较（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
瑞茂通	11.88	16.39	0.97
怡亚通	5.97	8.20	1.46
普路通	4.47	62.13	0.14
飞马国际	28.88	299.41	2.53
禾嘉股份	21.91	72.50	1.00

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“经营效率”相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体上看，由于公司供应链管理业务和保理业务运营时间尚短，因此经营效率指标尚不能完全反映公司效率。伴随未来公司经营逐步成熟，公司经营效率将有望提高。

6. 经营关注

供应链管理业务风险

公司正处于供应链管理平台的建设初期，相关业务虽可利用控股股东方面的经验，但业务开展尚需更多的行业经验和资源，未来业务发展仍具有一定不确定性。

公司业务区域集中度和客户集中度

由于 2015 年三季度，公司开始从事供应链管理和保理业务，目前仍处于建设供应链管理平台的初期，公司合作企业将主要集中于西南地区的大型基础工业企业，公司业务的区域集中度和客户集中度均较高。

保理业务风险

公司保理业务开展时间不长，但业务规模增长快，保理资产规模较大。快速增加的保理业务一方面提升了公司全产业链服务的能力，另一方面也对公司风险控制能力提出新的挑战。在煤炭行业等多行业不景气的背景下，供应链金融业务经营过程中产生的信用风险需要持续关注。

7. 重大事项

非公开发行股票

2015 年 6 月 26 日，公司完成非公开发行 A 股股票。本次非公开发行共发行股票 800,000,000 股，发行价格为 6.06 元/股，云南九天工贸有限公司、云南省滇中产业发展集团有限责任公司、云

南省工业投资控股集团有限责任公司、云南国鼎投资有限公司、山东中瑞现代物流有限公司、陈亮、云南禾溪投资有限公司共 7 名投资人以现金认购上述股份，募集资金总额 48.48 亿元，募集资金净额约 48.05 亿元。本次发行新增股份已于 2015 年 7 月 1 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续；本次发行新增股份已于 2015 年 7 月 1 日在中登公司上海分公司办理完毕登记托管相关事宜。

本次发行募集资金主要用于投资建设以电子商务为手段的供应链管理平台和建设商业保理项目，其中拟投入募集资金分别为 33.48 亿元和 15.00 亿元。2015 年 10 月 21 日，公司第六届董事会第二十次会议、监事会第六届十二次会议分别审议并通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》，公司全体董事、全体监事对上述议案发表了同意的意见，并发布公告变更募集资金用途：增加供应链管理平台的实施主体，以募集资金对其增资，剩余募集资金变更用于补充公司永久性流动资金。

2015 年 8 月，公司根据 2014 年第一次临时股东大会审议通过的《关于非公开发行 A 股股票发行方案的议案》，对募集资金投资项目公司实施了增资：一、使用募集资金 28 亿元对云南滇中供应链管理有限公司进行增资；增资完成后，滇中供应链的注册资本变更为 33 亿元，公司持有滇中供应链 89.39% 的股权。二、使用募集资金 15 亿元对深圳滇中商业保理有限公司进行增资；增资完成后，滇中保理的注册资本变更为 17 亿元，公司持有滇中保理 91.76% 的股权。2015 年 11 月公司根据 2015 年二次临时股东大会的决议使用募集资金 4.5 亿元对全资子公司贵州供应链进行增资；增资完成后，贵州供应链注册资本变更为 5 亿元。

利润承诺

公司控股股东九天集团承诺，在公司非公开发行完成后的当年及未来 2 个完整的会计年度，公司经审计的归属于母公司股东的净利润预计不低于 4 亿元、6 亿元、8 亿元。发行完成当年的净利润预计数下限按照本次发行完成至当年年末的剩余时间折算，即发行完成当年的净利润预计数下限 = $4 \text{ 亿元} \times (\text{本次发行股份登记完成日至当年年末的剩余天数}) / 365$ 。

如公司实际实现的归属于母公司股东的净利润未达到当年预计数额下限，九天集团将在年度报告披露后一个月内以现金方式补偿给禾嘉股份，补偿的现金金额的计算方式为：当期应补偿的金额 = 禾嘉股份当期归属于母公司股东的净利润预计数额下限 - 禾嘉股份当期实际实现的归属于母公司股东的净利润。

总体上看，公司顺利完成非公开发行股票，明显提升了公司资本实力；利润承诺显示出控股股东对公司业务的信心和支持；同时，公司主营业务新增供应链管理和保理业务。

8. 未来发展

公司的发展战略为：立足于现有主业，通过持续的工艺改进、技术革新，不断提升公司汽车零部件制造业务的生产及研发能力，巩固和提高公司的市场占有率，使汽车零部件业务成为公司稳定的利润来源。另一方面，公司将持续开展供应链管理业务，建设供应链管理平台和提供优质服务的一站式供应链管理服务平台，力争成为国内大宗工业商品领域具有领先地位的全方位供应链管理平台和供应链管理解决方案提供商。

公司将重点建设以电子商务为服务手段的大宗工业商品供应链管理平台和垂直整合供应链上下游各企业，为供应链内企业提供信息、资金、物流等多项服务，提升供应链中各企业的周转速度、业务规模和盈利能力，并持续不断地拓展服务行业、完善服务模式，强化公司供应链管理综合服务能力，使公司成为一个跨职能、跨地区和跨商业合作伙伴的更具整合、优化、协作特点的

供应链服务商，成为经营稳健、管理有序、服务创新、持续发展、基业长青的行业领先者之一。

公司将与已达成合作意向的工业企业全方位合作，在 2015 年基本完成西南地区垂直供应链管理平台建设，进入包括煤炭、焦炭、钢铁等在内的基础工业领域，供应链管理业务量达到 165 亿元。2016~2017 年，公司将深入渗透包括但不限于铁矿石、水泥、化工等其他基础工业商品领域，供应链管理业务量将达到 250 亿元，成为西南地区首屈一指的综合大宗工业商品供应链管理服务商。

总体看，公司的经营思路清晰。未来随着经营规模的进一步扩大和供应链金融的发力，公司整体竞争力有望增强。但公司供应链管理业务尚处于初期阶段，未来仍存在较大的不确定性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度财务报告经北京天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见；公司提供的 2016 年一季度财务报告未经审计。由于公司的非公开发行工作已于 2015 年 7 月 1 日完成，公司于 7~8 月间增资原参股公司滇中供应链公司和滇中保理公司，公司的主营业务、资产构成、盈利模式及经营业态已发生重大变化，财务数据可比性较弱，因此下文将重点分析 2015 年财务数据。此外，2014 年，公司根据最新会计准则对 2013~2014 年资产负债表进行了追溯重述，因此下文分析采用追溯重述后数据。

表 15 2013~2015 年公司合并范围变化

序号	名称	变动时间	变动方向	变动原因
1	四川禾嘉种业有限公司	2013 年	减少	股权转让
2	四川飞球（集团）有限责任公司	2013 年	减少	股权转让
3	贵州禾嘉供应链管理有限公司	2014 年	增加	新设立全资子公司
4	云南滇中供应链管理有限公司	2015 年	增加	增资成为控股子公司
5	深圳滇中商业保理有限公司	2015 年	增加	增资成为控股子公司

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司合并资产总额 98.03 亿元，负债合计 37.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.98 亿元，归属于母公司的所有者权益 55.98 亿元。2015 年，公司实现营业收入 52.71 亿元，净利润（含少数股东损益）3.52 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.28 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 119.38 亿元，负债合计 57.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.01 亿元，归属于母公司的所有者权益 56.92 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.49 亿元，净利润（含少数股东损益）1.03 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.03 亿元。

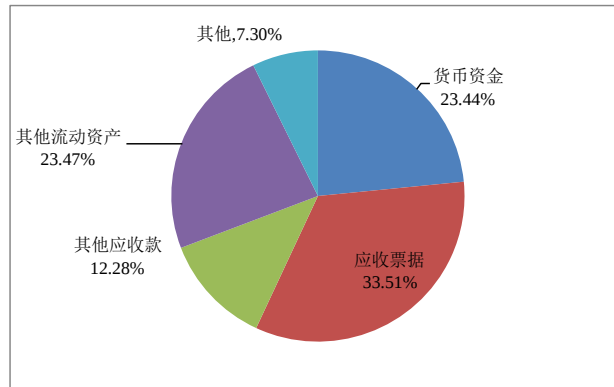
2. 资产质量

伴随公司合并范围以及主营业务变化，2013~2015 年，公司资产年均复合增长 272.92%；截至 2015 年底，公司资产总额 98.03 亿元，其中流动资产占 96.81%，非流动资产占 3.19%。公司资产大部分为流动资产，主要系公司完成非公开发行股票并收到募集资金形成的货币资金、供应链和保理业务形成的往来款项、应收票据以及其他流动资产大幅增长所致。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产年均复合增长 388.11%，主要系公司非公开发行股票，并新增供应链管理和保理业务所致；截至 2015 年底，公司流动资产合计 94.14 亿元，主要由货币资金（占比 23.44%）、应收票据（占比 33.51%）、其他应收款（占比 12.28%）和其他流动资产（占比 23.47%）构成，如下图所示。

图 6 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

近三年，公司货币资金复合增长 214.94%；截至 2015 年底，公司货币资金余额 22.07 亿元，其中银行存款占 89.52%，其他货币资金占 10.48%；其他货币资金由银行承兑汇票保证金和信用证保证金构成，均为受限资金，公司货币资金受限规模一般。

近三年，公司应收票据复合增长 1,143.28%；截至 2015 年底，公司应收票据 31.55 亿元，其中银行承兑汇票占 62.58%，商业承兑汇票占 37.15%；期末公司已背书或贴现且在 2015 年底尚未到期的应收票据 7.72 亿元，占比 24.47%。公司供应链和保理下游客户较多地采用票据结算，从而形成较大规模的应收票据。

近三年，公司其他应收款复合增长 836.84%；截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值 11.56 亿元。从账龄上看，账龄 6 个月以内的其他应收款余额占 95.32%，公司其他应收款主要来自供应链管理业务中公司垫付给上游供应商的经营性款项，该类款项账龄较短。公司计提坏账准备 3,893.01 万元，整体计提比例为 3.26%，计提较充分。公司前五大其他应收款余额合计占 97.24%，集中度很高，如下表所示。

表 16 截至 2015 年底公司前五大其他应收款（单位：亿元，%）

单位名称	期末余额	余额占比	账龄	坏账准备
宣威市众泰能源有限公司	5.05	42.25	6 个月内	0.00
黔西南州通程工贸有限公司	3.27	27.39	6 个月内	0.00
黔西南州吉成煤焦有限公司	3.05	25.50	6 个月内	0.00
成都金色世纪贸易公司	0.20	1.68	5 年以上	0.20
四川飞球（集团）有限责任公司	0.05	0.42	2~3 年	0.01
合计	11.62	97.24	--	0.21

资料来源：公司年报

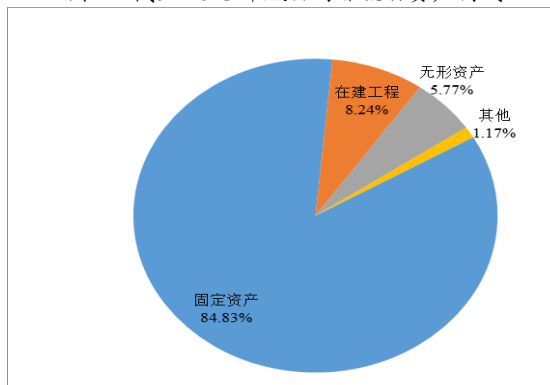
注：公司对成都金色世纪贸易公司的其他应收款已全额计提坏账准备。

近三年，公司其他流动资产复合增长 2,320.79%；公司其他流动资产主要来自保理业务中公司在收到保理客户质押的应收账款后向其发放的保理款。截至 2015 年底，公司其他流动资产 22.09 亿元，其中应收保理款占 99.78%。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 12.00%，主要系 2015 年公司汽车配件业务固定资产技术改造和新都财政局产业扶持金产生的递延所得税资产增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 3.89 亿元，主要由固定资产（占比 84.83%）、在建工程（占比 8.24%）和无形资产（占比 5.77%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司固定资产复合增长 17.50%，主要系中汽成配新厂房完工并投入使用所致；截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 3.30 亿元，其中机器设备占 73.77%，房屋及建筑物占 21.79%；公司固定资产累计计提折旧 1.75 亿元，固定资产成新率为 65.36%，成新率一般，未计提减值准备；固定资产中用于贷款抵押担保的受限账面价值 0.28 亿元，占比 8.51%，受限程度较低。

2013~2015 年，公司在建工程复合增长 22.73%，主要系公司投资致力于商用车和乘用车凸轮轴生产线的更新改造所致；截至 2015 年底，公司在建工程账面价值 0.32 亿元，未计提减值准备；公司在建工程主要由待安装设备构成，占比 97.15%。

2013~2015 年，公司无形资产复合增长 33.21%，主要系中汽成配于 2014 年取得了新厂房的土地使用权证，并确认为无形资产所致。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 0.22 亿元，全部为土地使用权；公司无形资产累计摊销 0.03 亿元。

截至 2015 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 2.59 亿元，来自受限货币资金和用于抵押的固定资产，占资产总额的 2.64%。公司资产受限程度低。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 119.38 亿元，较年初增长 21.78%，主要系滇中供应链业务量增加、公司预付款项大幅增长所致；公司资产构成变化不大。

总体看，公司资产结构以流动资产为主，现金类资产较充裕，资产受限程度低；但公司应收票据、其他应收款和预付款项合计规模较大，需关注其回收风险。

3. 负债及所有者权益

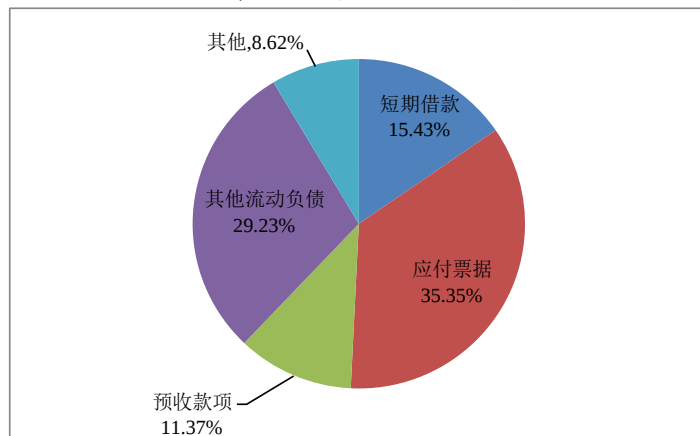
负债

2013~2015 年，公司负债年均复合增长 263.06%，主要系 2015 年公司主营业务变更所致。截至 2015 年底，公司负债合计 37.05 亿元，其中流动负债占 99.71%，非流动负债占 0.29%，公司负债大部分为流动负债。

2013~2015 年，公司流动负债年均复合增长 266.01%，主要系供应链管理与保理业务产生的

应付票据和其他流动负债大幅增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 36.94 亿元，主要由短期借款（占比 15.43%）、应付票据（占比 35.35%）、预收款项（占比 11.37%）和其他流动负债（占比 29.23%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

伴随公司主营业务发生变化，2013~2015 年，公司短期借款复合增长 237.64%；截至 2015 年底，公司短期借款余额 5.70 亿元，其中保证借款占 91.23%，抵押借款占 8.77%。

2013~2014 年，公司无应付票据；截至 2015 年底，公司应付票据 13.06 亿元，其中商业承兑汇票占 64.86%，银行承兑汇票占 35.14%，主要系供应链管理业务中对供应商的采购款。

2013~2015 年，公司预收款项复合增长 81.47%；截至 2015 年底，公司预收款项 4.20 亿元，主要系供应链业务预收下游客户的货款。公司预收款项账龄均在 1 年以内。

2013~2014 年，公司无其他流动负债；截至 2015 年底，公司其他流动负债 10.80 亿元，系公司通过资产管理计划向关联方的拆入资金。该款项为有息债务，已调整至公司短期债务中。

公司非流动负债规模很小，2013~2015 年，公司非流动负债年均复合增长 41.69%，主要系 2015 年公司递延收益增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 0.11 亿元，主要由长期应付款（占比 39.33%）和递延收益（占比 57.25%）构成。

2013~2015 年，公司长期应付款无变化；截至 2015 年底，公司长期应付款 0.04 亿元，其中财政局退税款占 93.98%，成都市科委借款占 6.02%。

2013~2015 年，公司递延收益复合增长 211.16%，主要系财政局产业扶持金增长所致；截至 2015 年底，公司递延收益 0.06 亿元，均因财政拨款形成，其中新都财政局产业扶持金占 52.41%，固定资产技术改造占 40.21%。

截至 2015 年底，公司全部债务合计 29.61 亿元，其中短期债务占 99.85%，公司债务结构有待改善，存在一定短期偿付压力；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 37.80%、32.68%和 0.07%，上述指标均处于较低水平，公司债务负担较轻。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 57.37 亿元，较年初增长 54.84%，主要系供应链业务的发展使得应付票据大幅增长所致；公司全部债务合计 37.62 亿元，较年初增长 27.06%，其中短期债务占 99.88%，债务结构有待调整；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 48.06%、37.76%和 0.07%，公司债务负担有所加重，但仍属较轻。

总体看，公司负债以流动负债为主；整体债务负担较轻，但债务结构不合理，存在一定的短期偿付压力。

所有者权益

伴随公司非公开发行股票募集资金,近三年公司所有者权益年均复合增长 279.32%;截至 2015 年底,公司所有者权益合计 60.98 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 55.98 亿元,占比 91.81%。归属于母公司的所有者权益中,股本占 20.05%,资本公积占 72.14%,盈余公积占 0.35%,未分配利润占 7.07%。公司所有者权益主要由股本和资本公积构成,权益结构的稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底,公司所有者权益合计 62.01 亿元,较年初小幅增长 1.69%,权益结构变化不大。

总体看,公司所有者权益结构的稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年,公司分别实现营业收入 3.88 亿元、4.05 亿元和 52.71 亿元,2015 年公司主营业务发生变更后,营业收入规模同比大幅增长 1,201.53%;公司分别实现营业利润 0.58 亿元、0.45 亿元和 3.04 亿元,2015 年公司营业利润同比增长 578.13%;公司营业利润率分别为 28.52%、25.66%和 3.66%,供应链管理业务的毛利率较低,使得公司营业利润率大幅下滑。

从期间费用来看,2013~2015 年,公司费用总额分别为 0.62 亿元、0.56 亿元和-0.81 亿元。具体来看,供应链管理业务的快速发展使得公司利息收入规模大幅增长;2015 年公司实现利息收入 1.69 亿元,使得公司财务费用为负值;2015 年,公司销售费用 0.14 亿元,较上年小幅下降 1.10%,公司销售费用主要用于汽车配件业务维护现有客户;管理费用 0.54 亿元,较上年增长 52.78%,主要系公司新增供应链管理与保理业务所致。2013~2015 年,公司费用收入比分别为 16.06%、13.91%和-1.54%,由于供应链管理业务使得利息收入大幅增长,公司费用控制能力有较大提升。

从利润构成来看,2015 年,投资收益和营业外收入对公司利润形成较大补充。公司实现投资收益 0.30 亿元,占营业利润的 9.89%,来自滇中供应链和滇中保理未纳入公司合并范围之前的长期股权投资收益;公司实现营业外收入 1.53 亿元,占利润总额的 33.55%,其中无形资产处置利得占 89.93%。公司投资收益和营业外收入均不具有可持续性,非经营性损益对公司 2015 年利润水平有较大影响。

从盈利指标来看,2015 年,公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.76%、8.99%和 10.74%,其中总资本收益率较上年基本保持稳定,总资产报酬率和净资产收益率分别上升了 2.48 个百分点和 2.72 个百分点,主要系公司供应链管理和保理业务的“轻资产”运营模式所致。从同行业对比来看,2015 年公司盈利指标均处于行业一般水平,公司盈利能力尚可(见下表)。

表 17 2015 年供应链管理行业上市公司盈利指标情况(单位:%)

股票简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
瑞茂通	13.60	8.02	15.08
怡亚通	11.99	4.04	6.51
普路通	24.10	1.99	5.51
飞马国际	10.91	0.28	0.50
禾嘉股份	11.05	5.80	4.00

资料来源:Wind 资讯

注:为保持数据的可比性,表中所有上市公司盈利指标均引自 Wind 资讯。

2016 年 1~3 月,公司实现营业收入 27.49 亿元,占 2015 年全年营业收入的 52.15%;实现净利润 1.03 亿元,占 2015 年全年净利润的 29.23%。

总体看,随着公司主营业务新增供应链管理和保理业务,2015 年,公司收入和利润规模大幅

增长，供应链业务中因资金占用获得的利息收入使得公司财务费用大幅降低，公司费用控制能力提升，非经常性损益对公司利润形成较大补充，公司整体盈利能力尚可；未来随着滇中供应链和滇中保理的全年营业收入纳入公司合并范围，公司盈利能力有望进一步增强。

5. 现金流

从经营活动来看，随着公司主营业务的变化，公司经营活动现金流入量和流出量均大幅增长，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量年均复合增长 333.74%，现金流出量年均复合增长 397.13%。2015 年，公司经营活动现金流入 102.82 亿元，经营活动现金流出 126.80 亿元；公司现金收支的规模较大，主要系供应链管理业务收回和垫付采购款项的规模较大所致。受此影响，公司经营活动现金流量净额-23.98 亿元，现金净流出规模较大主要系供应链业务发展较快、垫付款项增多所致；公司现金收入比率为 106.89%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量年均复合下降 65.51%，其中 2013 年现金流入规模较大，主要系公司出售部分股权所致；公司投资活动现金流出量年均复合增长 7.76%，主要系公司持续购建固定资产和无形资产以及参股联营公司所致。2015 年，公司投资活动现金流入 0.34 亿元，现金流出 1.15 亿元，实现投资活动现金净流出 0.81 亿元，净流出规模较上年下降 68.33%，主要系公司取得长期股权投资收益所致。

从筹资活动来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量年均复合增长 576.20%，主要系 2015 年非公开发行股票所致；筹资活动现金流出量年均复合增长 164.08%，主要系随着公司债务规模的扩大，偿债规模相应增长所致。2015 年，公司筹资活动现金流入 57.15 亿元，其中非公开发行股票收到的现金 48.08 亿元；筹资活动现金流出 13.09 亿元，其中偿还债务支付的现金 11.70 亿元；公司实现筹资活动现金净流入 44.06 亿元，非公开发行股票为公司提供了较充裕的现金流。

2016 年 1~3 月，公司实现经营活动现金净流入 1.95 亿元，投资活动现金净流出 0.04 亿元，筹资活动现金净流出 6.94 亿元，公司未进行大规模的投资和借款活动。

总体看，2015 年公司非公开发行股票后，现金类资产比较充裕，为公司供应链业务的垫资提供了营运资金；公司投资活动规模相对较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.55 倍和 2.53 倍，均较年初有较大提升，主要系公司非公开发行股票募集资金到位所致；现金短期债务比为 1.81 倍，较年初提升幅度不大，主要系公司供应链管理和保理业务的发展使得公司应付票据大幅增长所致；公司经营现金流动负债比率为-64.92%，经营现金对流动负债的保障弱。公司流动比率和速动比率处于高水平，现金类资产能够完全覆盖公司短期债务，整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 0.96 亿元、0.73 亿元和 5.08 亿元，其中 2015 年公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 89.77%）和折旧（占比 6.33%）构成；EBITDA 利息保障倍数分别为 12.23 倍、19.41 倍和 26.60 倍，EBITDA 对利息的保障能力保持较好；EBITDA 全部债务比分别为 1.75 倍、1.35 倍和 0.17 倍，随着债务规模的大幅增长，EBITDA 对全部债务的保障能力减弱，处于一般水平。考虑到随着公司供应链管理和保理业务的开展，公司未来盈利规模和偿债能力有望提升，整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司合并口径获得的银行授信额度 9.80 亿元，无尚未使用的授信额度，公司间接融资渠道有待拓展。公司作为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司不存在重大未决诉讼事项和对外担保事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构代码：G1051010100555780U），截至 2016 年 4 月 6 日，公司无不良类或关注类未结清贷款记录。

总体看，公司偿债能力指标较好；考虑到公司债务负担较轻，现金类资产充裕，资产流动性较强，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务总额 37.62 亿元，本次拟发行债券规模不超过 5.00 亿元，占公司 2016 年 3 月底全部债务总额的 13.29%，对公司现有债务负担有一定影响。

以 2016 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 5.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别为 50.15%、40.73% 和 7.52%，分别上升了 2.09 个百分点、2.97 个百分点和 7.45 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。本次债券的发行对公司整体债务负担的影响不大，且有利于公司改善债务结构。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 5.08 亿元，为本次债券发行额度（5.00 亿元）的 1.02 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度高。公司 2015 年的经营活动现金流入量为 102.82 亿元，为本次债券发行额度（5.00 亿元）的 20.56 倍，对本次债券的保障程度高。

公司于 2015 年 6 月通过非公开发行股票方式成功募集资金金额约 48 亿元，极大增强了公司的资本实力。同时，2015 年三季度，滇中供应链公司和滇中保理公司纳入公司合并范围，合并时间较短，但其收入规模大，盈利能力较强，未来有望提升公司对本次债券的偿还能力。

综合以上分析，并考虑到公司尚处于供应链管理和保理业务发展初期，公司非公开发行股票增强资本实力及目前公司仍持有大规模现金等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

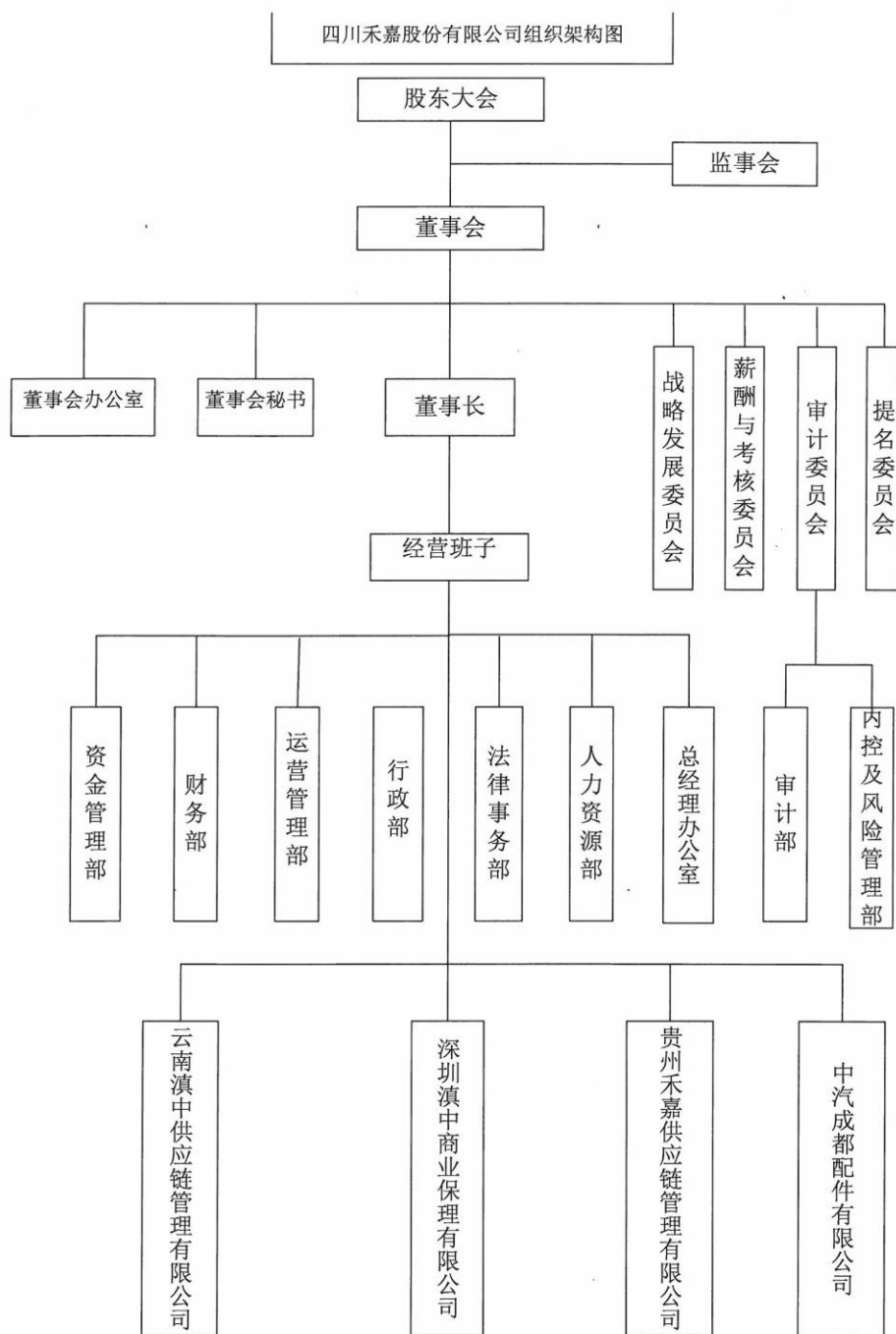
九、综合评价

公司作为国内领先的凸轮轴生产企业，在汽车凸轮轴配件领域具有技术先进、客户稳定等优势。2015 年 6 月，公司通过非公开发行股票方式成功募集资金净额 48.05 亿元，极大地充实了公司资本；伴随公司使用募集资金对原参股公司滇中供应链公司和滇中保理公司增资并将其纳入合并范围，公司主营业务新增供应链管理和保理业。在供应链管理业务领域，公司具有客户资源丰富、股东支持力度大及资本充足等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司供应链管理业务尚处于起步阶段、不确定性较大、公司业务区域和客户集中度高因素对公司信用水平和经营发展可能带来的不利影响。

未来，在稳步提升汽车零部件业务的基础上，公司将专注于供应链管理和保理业务，伴随供应链管理和保理业务的逐步成熟，公司盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 四川禾嘉股份有限公司组织结构图



附件 2 四川禾嘉股份有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	7.05	7.71	98.03	119.38
所有者权益（亿元）	4.24	4.59	60.98	62.01
短期债务（亿元）	0.50	0.50	29.56	37.57
长期债务（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.05
全部债务（亿元）	0.55	0.55	29.61	37.62
营业收入（亿元）	3.88	4.05	52.71	27.49
净利润（亿元）	0.51	0.35	3.52	1.03
EBITDA（亿元）	0.96	0.73	5.08	--
经营性净现金流（亿元）	0.33	0.94	-23.98	1.95
应收账款周转次数（次）	3.96	6.03	21.28	--
存货周转次数（次）	3.08	4.24	72.42	--
总资产周转次数（次）	0.56	0.55	1.00	0.25
现金收入比率（%）	90.57	100.13	106.89	195.06
总资本收益率（%）	11.86	7.90	7.76	--
总资产报酬率（%）	10.35	6.52	8.99	--
净资产收益率（%）	12.77	8.03	10.74	--
营业利润率（%）	28.52	25.66	3.66	3.38
费用收入比（%）	16.06	13.91	-1.54	-1.45
资产负债率（%）	39.88	40.48	37.80	48.06
全部债务资本化比率（%）	11.43	10.63	32.68	37.76
长期债务资本化比率（%）	1.09	1.00	0.07	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	12.23	19.41	26.60	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.75	1.35	0.17	--
流动比率（倍）	1.43	0.77	2.55	2.02
速动比率（倍）	1.20	0.52	2.53	2.01
现金短期债务比（倍）	4.86	1.59	1.81	1.00
经营现金流流动负债比率（%）	12.12	30.52	-64.92	3.41
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.15	1.02	--

注：1、公司 2016 年一季报未经审计，相关指标未年化；

2、公司其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务，并涵盖至相应指标计算中。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 四川禾嘉股份有限公司 2016 年公开发行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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年四川禾嘉股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

四川禾嘉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。四川禾嘉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四川禾嘉股份有限公司的相关状况，如发现四川禾嘉股份有限公司或本次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，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如四川禾嘉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，直至四川禾嘉股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送四川禾嘉股份有限公司、监管部门等。

