跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1297 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“16怡亚通CP001”、“16怡亚通CP002”和“16怡亚通CP003”的信用等级为A-1，“16怡亚通MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

深圳市怡亚通供应链股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 怡亚通 CP001	5 亿元	2016/08/08-2017/08/08	A-1	A-1
16 怡亚通 CP002	5 亿元	2016/08/24-2017/08/24	A-1	A-1
16 怡亚通 CP003	5.6 亿元	2016/10/26-2017/10/26	A-1	A-1
16 怡亚通 MTN001	4 亿元	2016/09/22-2019/09/22	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 30 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.68	40.38	38.51	39.80
资产总额(亿元)	218.53	328.13	423.82	439.18
所有者权益(亿元)	39.04	66.19	77.82	81.19
短期债务(亿元)	152.66	217.59	273.81	284.94
长期债务(亿元)	13.53	18.84	27.38	32.26
全部债务(亿元)	166.19	236.43	301.19	317.20
营业收入(亿元)	221.42	399.39	582.91	155.52
利润总额(亿元)	4.19	5.54	6.63	2.18
EBITDA(亿元)	9.59	13.45	16.94	--
经营性净现金流(亿元)	-32.80	-18.05	-41.47	-24.78
营业利润率(%)	7.90	7.00	7.05	7.09
净资产收益率(%)	8.30	7.08	6.88	--
资产负债率(%)	82.13	79.83	81.64	81.51
全部债务资本化比率(%)	80.98	78.13	79.47	79.62
流动比率(%)	108.66	107.92	107.43	110.24
经营现金流动负债比率(%)	-19.96	-7.48	-13.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.33	17.57	17.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	1.90	1.92	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；短期债务中考虑了其他应付款中的非金融机构借款；由于公司 2015 年会计政策变更，为保证数据可比性，2014 年财务数据为 2015 年期初调整数。

分析师

方 晓 虢 丰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）的评级反映了公司作为深圳市供应链管理上市公司，在区域经济环境、经营规模、平台建设和终端布局等方面的优势，形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式。同时，联合资信关注到，跟踪期内公司整体债务负担很重，受限资金、应收账款和存货规模较大导致公司短期偿债压力大、公司下属子公司较多且管理难度高等因素对公司信用水平造成的影响。

公司所属的供应链管理行业为国内新兴行业，发展前景良好。未来，随着公司 380 分销平台的进一步完善和组织架构战略调整的推进，公司业务规模、收入水平和盈利能力有望得到提升。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16怡亚通CP001”、“16怡亚通CP002”和“16怡亚通CP003”的信用等级为A-1，“16怡亚通MTN001”的信用等级为AA。

优势

1. 深圳市优越的区域经济环境和国内供应链管理行业良好的发展前景为公司发展奠定了基础。
2. 公司是国内规模较大的供应链管理服务上市公司，形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式，具备较高的行业影响力和资源整合能力。
3. 在跟踪期内，公司深度供应链业务已经形成了线上星链云商与线下 380 分销平台综合运营模式，公司供应链业务竞争优势得到提升，业务量和收入规模不断扩大。
4. 公司现金类资产对存续期内债券的保障程度高。

关注

1. 公司上下游客户行业集中度较高，容易受IT、通信行业和快速消费品行业的变化而波动。
2. 公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。
3. 公司债务规模快速增长，以短期债务为主，整体债务负担重，且现金类资产受限规模较大，短期偿债压力大。
4. 随着业务规模快速扩张，公司应收账款及存货快速增长，对资产质量及流动性产生一定影响。
5. 随着小额贷款规模不断扩大，公司客户贷款及垫款金额不断增长，存在一定回收风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”或“怡亚通”）前身为深圳市怡亚通商贸有限公司，由自然人周国辉、黎少嫦于 1997 年 11 月 19 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。之后公司经过多次增资和股权转让，于 2004 年 2 月整体改制为股份有限公司，注册资本变更为 7082.22 万元，后又经过 2006 年 3 次股权转让和 1 次增资，公司注册资本增至 9257.43 万元。

2007年10月，经中国证券监督管理委员会证监发行字【2007】376号文核准，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股3100万股，发行后公司注册资本为12357.43万元；2007年11月13日公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183）。2015年5月，公司完成非公开发行股票，发行完成后深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通投控”）仍为公司控股股东。截至2017年5月17日，公司注册资本21.18亿元。母公司怡亚通投控持有公司36.22%股权（持有股权中18.35%用于质押），实际控制人为周国辉先生。

截至2016年底，公司拥有子公司491家，员工18547人。

截至 2017 年 3 月底，公司本部设总裁办公室、经管中心、投资部、证券事务部、企宣中心、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。

截至2016年底，公司资产（合并）总计423.82亿元，所有者权益合计77.82亿元（其中包含少数股东权益22.92亿元）。2016年，公司实现营业总收入582.91亿元，利润总额6.63亿元。

截至2017年3月底，公司资产（合并）总计439.18亿元，所有者权益合计81.19亿元（其中包含少数股东权益24.41亿元）。2017年1～3月，公司实现营业总收入155.52亿元，利润总额2.18亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表 1 所示，募集资金均已按计划用途使用完毕，公司在跟踪期内对“16 怡亚通 MTN001”按时付息，公司发行的三期短期融资券将到期一次性还本付息。

表1　截至本报告出具日公司存续债券情况

（单位：亿元）

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
16 怡亚通 CP001	5	2016/08/08	2017/08/08	否	--
16 怡亚通 CP002	5	2016/08/24	2017/08/24	否	--
16 怡亚通 CP003	5.6	2016/10/26	2017/10/26	否	--
16 怡亚通 MTN001	4	2016/09/22	2019/09/22	否	是

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改

善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产

投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

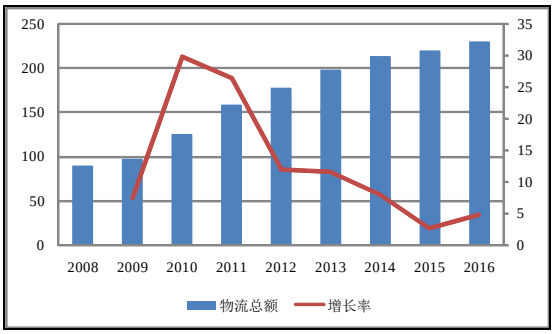
中国供应链服务与管理市场，服务模式主要体现为两种：一类是以采购执行与销售执行（以进出口+物流为主）为核心的效率型供应链服务模式；一类是在效率型供应链服务基础上，以资金配套为主导的资金型供应链服务模式。前者进入门槛低，服务提供商良莠不齐，后者虽对企业资质要求更高，却也因广大的市场需求吸引着越来越多的企业进入，竞争加剧造成了市场环境日益复杂。

效率型供应链服务和资金型供应链服务，是为顺应企业非核心业务外包趋势而产生的。在各行业运作日益规范透明、产业利润率越来越低的环境下，供应链企业必须以客户需求为着眼点，前瞻市场发展趋势，勇于突破创新，打造增值服务供应链服务模式。增值服务供应链，即以客户需求为中心，通过资源整合，为客户提供物超所值的供应链服务，帮助客户实现价值增值，提高市场竞争力，以此来增强客户粘度，达成长期稳定的战略合作。如整合营销型供应链服务、解决方案型供应链服务、系统集成型供应链服务。

从竞争格局上看，目前供应链管理行业在中国尚处在发展前期，大部分企业已经逐渐认识到供应链的管理价值，但中国整体供应链管理水平较其他先进国家比仍处于落后位置。国内供应链管理服务行业的企业面对的是一个相对分散同时存在巨大潜力的市场。目前国内供应链管理行业上市公司主要有象屿股份、飞马国际、怡亚通、普路通等。

物流行业

图1　中国物流总额及增长率（单位：万亿、%）



资料来源：Wind 资讯

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2016 年全国社会物流总额 229.70 万亿元，同比增长 4.79%，增幅比上年增加 2.12 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 214.00 万亿元，同比增长 4.90%，增幅比上年增加 1.30 个百分点。进口货物物流总额 10.50 万亿元，同比增长 0.96%，增幅比上年增加 14.29 个百分点。2016 年社会物流总费用 11.10 万亿元，同比增长 2.78%，增速比上年增加 0.89 个百分点。2016 年物流业总收入 7.9 万亿元，比上年增长 4.60%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模增速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

快消品行业

快速消费品是指使用寿命短，消费速度快的消费品，包括日化用品、食品饮料、母婴用品、烟酒等。作为传统民生行业，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。根据《2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年社会消费品零售总额

332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素，实际增长 9.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 285814 亿元，增长 10.4%；乡村消费品零售额 46503 亿元，增长 10.9%。按消费类型统计，商品零售额 296518 亿元，增长 10.4%；餐饮收入额 35799 亿元，增长 10.8%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长 10.5%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 7.0%，化妆品类增长 8.3%，金银珠宝类与上年持平，日用品类增长 11.4%，家用电器和音像器材类增长 8.7%，通讯器材类增长 11.9%。

2014～2016 年，快速消费品市场增速放缓。一、二线城市的快消品市场也经历了明显的减速过程。然而对于中国的下线城市，即三四五线城市，市场增速放缓的影响较小，销售增长仍在接近 8%的健康水平。未来，随着农村消费品需求不断上涨，快消品的收入增长点将在三四线城市和农村地区。

（2）行业关注

在当今全球一体化的经济形势下，加快转变企业发展方式，是世界各国企业面临的重大课题。供应链管理对促进国家产业转型与升级、提高国家在全球经济格局的地位以及提升国家及企业的全球竞争力，都具有非常积极重要的现实意义。

供应链公司已经开始走差异化经营

随着供应链公司向价值链上下游延伸，各公司围绕自身优势实现向差异化增值链发展，形成例如财务供应链、研发设计整合、部分环节供应链服务、其他专业服务等发展趋势。例如，深圳年富实业，聚焦流程专业化，致力于财务供应链管理，在加强财务票据系统管理和风险控制前提下，在供应链各个节点分配流动性，达到效率最高化，实现现金流的循环与增值，解决中小企业融资难问题。怡亚通成功进入了 IT、通讯、医疗、化工、快消、家电、服装、安防、汽车后市场、太阳能等行业，并与全球众多顶尖企业达成长期的战略合作伙伴关系。朗华公司致力于提供供应链解决方案，集成了管理咨询和第三方物流服务，为中小企业重组业务与管理流程、推广在岸服务外包，提高供应链过程协作和再设计能力。一达通公司致力于建设中小企业进出口服务平台，打造外贸电子商务。一达通公司对进出口环节进行完全分解，提供标准化服务，无论金额大小每单进出口业务收取服务费 1000 元，为中小企业提供高效低成本的通关服务。

供应链行业目前存在的制约因素与问题

深圳供应链公司在短短十来年的时间里取得新技术应用和管理模式创新的巨大成就，深入整合全球资源，业务实现长足发展，对区域和全国产业辐射作用不断增强，涌现出一批创新型龙头企业。深圳地区的创新环境是重要决定因素，同时也与该市很早出台支持物流供应链行业的政策措施有密切关系，早在 2000 年 5 月，深圳出台《关于加快发展深圳现代服务业的若干意见》，设置“重点物流企业服务创新奖”，2006 年 7 月深圳市“十一五”现代物流业发展规划。深圳市政府已将现代物流业列为四大支柱产业，并提出要加快实现产业内部和产业之间供应链物流一体化，融入全球供应链网络，将深圳打造成为国际供应链体系的重要节点。深圳市有关部门还出台了一些具体支持政策，如科工贸信委将有实力的供应链公司列为现金型服务企业给予专门支持；国家有关部门目前总体上也都对这一新兴业态采取了支持创业创新的姿态。但是，作为一个新兴业态，供应链管理行业还处于“野蛮生长”、“四不像”阶段，企业鱼龙混杂，缺乏行业发展标准，潜在着新兴行业普遍会遇到的一些风险，特别是产业政策和政府监管规范缺失，行业大发展还面临着一系列政策、法律适用问题。

（3）行业政策

2014 年 11 月 18 日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委 11 月 18 日联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推

进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，促进物流业加快转型升级，降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

2015 年 2 月，五部委（商务办公厅、发展改革委办公厅、公安部办公厅、税务总局办公厅、工商总局办公厅）就进一步加强零售商供应商交易监管工作发布通知。通知提出严格规范促销行为，健全收费公示制度；强化执法协作机制，加大监督检查力度；拓宽产品销售渠道，增强供应商竞争实力；鼓励创新发展模式，引导零售企业转型升级；健全纠纷调解机制，加强行业诚信建设等五大要求。鼓励拓宽产品销售渠道，增强供应商竞争实力，促进供应商加强市场分析，开发适销对路产品，避免产品同质化竞争，以及鼓励加快推动电子商务发展，引导中小供应商充分利用网络平台、移动终端等新型营销手段，拓宽销售渠道，创新营销方式。鼓励有条件的供应商探索形成统一采购、配送和经营的直营或加盟销售模式。加强中小流通企业公共服务体系建设，鼓励零售企业推行中小供应商扶持计划，为中小供应商融资提供便利。并且支持传统零售企业拓展业务发展模式，加强内部经营管理和品牌培育，通过开展职业“买手”、供应链和品类管理等业务培训，提升人才队伍素质，形成经营和服务的新优势。鼓励有条件的零售企业建立产品直采基地和物流配送中心，加强产销衔接，建立零售商和供应商长期互惠合作关系。引导零售企业运用现代信息技术，提高采购、仓储、运输（配送）等环节的科学管理水平，积极探索线上线下融合发展。协调有关部门出台商贸流通企业融资支持政策，为企业发展和转型升级提供必要的资金保障。

2016 年 4 月 15 日，国务院办公厅印发《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》，通过从推动流通转型升级、加强智慧流通基础设施建设等 12 项内容进行部署，明确加大物流基地建设等扶持力度，整合各类物流资源，提高物流效率，降低物流成本，支持建设农产品流通全程冷链系统等。

2016 年 9 月 26 日，国务院办公厅转发了国家发展改革委《物流业降本增效专项行动方案（2016－2018 年）》，通过全面推开营改增试点，进一步消除重复征税，扩大交通运输业进项税抵扣范围；结合增值税立法，积极研究统一物流各环节增值税税率问题；支持依托互联网平台的无车承运人发展；完善支撑物流高效运行设施和标准体系，降低物流企业运输收费。

（4）行业发展

未来中国供应链管理服务行业的发展趋势将主要体现在以下几个方面

深港澳区域经济一体化

服务业合作潜力巨大，可以创造参与全球资源以服务整合的国际竞争新优势。目前，深圳市第三产业占 GDP 比重已达 52.4%，其中现代服务业增加值 3362.86 亿元，增长 10.0%；前海深港现代服务业合作区开发也开始启动，香港地区服务业优势将进一步向深圳乃至国内辐射。凭借这一优势，深圳供应链公司可以一马当先，把香港“前店后厂”模式进一步向内地延伸，拓展现代服务业链条，助推中国产业国际竞争力的重大提升。

供应链金融服务不断扩大

中小企业的需求根据自身的业务不尽相同，具有更加多样化金融服务需求特征，因此供应链金融服务作为供应链上的增值服务，可满足上下游不同客户的需求，为客户提供更加灵活和个性化的供应链融资产品，可有效支持一大批依附于核心企业的上下游中小企业的发展。

发展三、四线城市及农村地区

快速消费品未来的增长点不是在一、二线城市，三、四线城市的市场潜力还未被完全挖

掘，其目前消费增速也不高。未来，当消费升级，会有更多品牌快消品进入成千上万的农村家庭。随着农村消费水平的增长，供应链管理的未来服务市场也会随之扩大。

大数据将为供应链管理行业提供服务

随着时代的不断发展，互联网、移动通讯、管理信息化、电子商务等技术不断互相渗透；随着供应链变得越来越复杂，厂商的不断增多，大数据在未来有着不可估量的价值。未来，供应链服务企业可以根据大数的分析，帮助企业改善库存管理、销售与分销流程的效率，了解客户需求，掌握市场方向。

2. 区域经济概况

深圳所处的珠江三角洲地区是中国改革开放的先行地区，是中国重要的经济中心区域。珠三角地区毗邻港澳的区位优势，抓住国际产业转移和要素重组的历史机遇，率先建立开放型经济体系，成为中国外向度最高的经济区域和对外开放的重要窗口。

深圳目前集中了全国 90%的供应链公司，是全国供应链管理行业的领军者。仅仅 10 年多时间里，在市场与政府两只手的强力推动下，涌现出一批技术和管理模式创新型企业，打造出“四流合一”的一站式服务平台和紧跟全球潮流的商业模式，大大加快了物流贸易行业转型升级的步伐，对整体产业和广大中小企业转型升级的引领和带动作用不断增强，展现出巨大的市场发展空间潜力。但作为一个新兴行业，也遇到诸多制约，在深入调研基础上制定整个行业的战略规划、产业导向与政策措施势在必行。

公司总部位于广东省深圳市。深圳市2016年，全年生产总值19492.6亿元，比上年增长9%。其中，第一产业增加值6.29亿元，下降0.36%；第二产业增加值7700.43亿元，增长6.83%；第三产业增加值11785.88亿元，增长14.56%。第一产业增加值占全市生产总值的比重为3.00%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为39.50%和60.50%。人均生产总值167411元，增长5.97%。

深圳市2016年经济增量主要以新兴产业为主，新兴产业对生产总值的增长贡献率提高至53%左右。第二产业中，工业比重占93.38%，增加值7190.86亿元，增长6.64%，其中先进制造业占工业比重超过75%。第三产业中，现代服务占服务业比重提高至70%以上，其中，交通运输、仓储和邮政业增加值594.81亿元，增长9.99%；批发和零售业增加值2103.05亿元，增长3.97%；住宿和餐饮业增加值359.36亿元，增长6.19%；房地产业增加值1866.18亿元，增长19.29%。四大支柱产业中，金融业增加值2876.89亿元，比上年增长15.00%；物流业增加值1984.50亿元，增长11.32%。

综合看，深圳市良好的经济环境为公司发展提供了良好的外部条件。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为股份制上市公司（股票简称：怡亚通，股票代码：002183），截至2017年3月底，控股股东持有公司 36.22%股权。公司实际控制人为自然人周国辉。

2. 企业规模与竞争力

公司总部设在深圳，是我国第一家上市供应链企业，旗下有 280 家分支机构。经过多年发展，怡亚通面向全国线下整合分销平台已基本建成，平台上聚集了近千个知名品牌，覆盖零售终端超过 150 万家，公司的竞争力持续增强。

怡亚通整合优势资源，构建以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与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，服务网络遍布中国 380 个主要城市及东南亚、欧美、澳洲等国家和地区，业务领域覆盖快消、IT、通讯、医疗、化工、家电、服装、安防、贵金属等行

业，正在为全球 100 余家世界 500 强及 2000 多家国内外知名企业提供专业供应链服务，包括 Intel、雀巢、西门子、GE、宝洁、海尔、联想、惠普等。公司已连续四年上榜《财富》“中国 500 强”，以创新的经营持续保持快速稳健发展。

公司拥有包括大连、深圳、上海、长沙、洋山在内的五大供应链基地，总面积逾 30 万平方米。其中，深圳供应链基地位于深圳市龙岗区平湖物流园区内；上海供应链基地于 2009 年 9 月落成启用，地处上海金桥开发区，毗邻众多世界 500 强及国内外名企；上海洋山保税港供应链基地，位于上海市洋山保税港区；辽宁仓储配送中心位于大连市大连经济开发区；怡亚通中西部供应链整合位于长沙市岳麓区。

3. 技术水平

公司供应链管理服务的组织和实施高度依赖管理信息系统。公司从 2000 年就开始信息化建设，至今信息中心投入资金约 2 亿元，团队组成情况约为 200 人。为更好满足客户业务需求和提高公司运作效率，公司 2004 年起与毕博（BearingPoint）共同研发了结合自身与客户业务特点的 Eternal 信息系统，该系统是毕博公司通过 CMM5 认证样板项目。迄今为止，公司在信息技术方面共获得 24 项计算机软件著作权登记证书，包括公司主数据系统管理软件、小额贷款管理软件、分销管理软件、电视机显示器行业生产制造管理软件、办公管理系统 OA、B2B 电子商务系统、财务预算报销管理软件、档案管理信息系统、分销系统仓库管理软件、分销系统订单管理软件、工作流程管理审批软件等。

总体看，公司自主研发了行业领先水平的信息系统，可满足多种业务模式的个性化需求，为公司及客户的业务运营提供技术保障。

七、重大事项

2016 年 4 月公司计划非公开发行股票，已分别经公司第四届董事会第五十次会议审议、第四届董事会第五十二次会议、第五届董事会第八次会议、2016 年第七次临时股东大会审议、2016 年第八次临时股东大会和第五届董事会第十四次会议审议通过，非公开发行股票的主要模式已经确定，拟向不超过 10 名特定对象，按照特定价格发行股票，发行股票合计不超过 32000 万股（含 32000 万股），募集资金总额不超过 31.67 亿元（其中，公司董事长周国辉拟认购本次非公开发行的股票金额不低于 10 亿元，不超过 20 亿元）。募集资金用于怡亚通供应链商业生态圈建设（包括 380 平台网络建设、补充流动资金、互联网 O2O 传媒平台建设、互联网 O2O 金融服务平台建设和星链互联网 B2B2C 平台建设等）。上述平台建设主要是为了完善公司在深度业务和互联网等板块的业务，相关经济效益会包括在公司五大主要业务板块收益中，公司 2017 年目标业绩量为 1000～1200 亿元。此次非公开发行预案尚需中国证监会核准，联合资信将持续关注上述事项的进展情况。

表 2　2016 年度非公开发行募集资金用途

（单位：亿元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金数额
380 平台网络建设	47.23	19.08
多品牌加盟连锁平台	12.28	3.80
星链互联网 B2B2C 平台建设	10.00	5.54
互联网 O2O 传媒平台建设	10.00	3.25
互联网 O2O 金融服务平台建设	1.60	--
补充流动资金	156.42	--
合计	**237.53**	**31.67**

资料来源：公司董事会公告

整体看，公司深度业务发展空间广阔，募投项目投资完成后，公司深度供应链业务的竞争优势加强，收入规模和利润水平也有望进一步提高。

八、管理分析

在跟踪期内，公司法人结构、高级管理人员和管理制度无重大变化。

九、经营分析

1、经营现状

公司主营业务以物流、商流、资金流、信息流四流合一为载体，以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、供应链金融服务、全球采购与产品整合供应链业务服务为核心，承接客户企业非核心业务外包为主要业务。公司的供应链服务可分为四类：广度供应链业务（以下简称“广度业务”）、深度供应链业务（以下简称“深度业务”）、全球采购业务和供应链金融服务；其中广度业务和深度业务为公司的核心业务。2016 年公司实现营业总收入 582.91 亿元，同比增长 45.95%，主要为深度业务规模大幅增加所致。广度业务主要为客户提供进出口通关采购执行和分销执行的物流业务，公司已和多家知名企业建立长期合作，业务量与收入稳定增长。近年来公司大力发展深度业务，业务规模不断增长。公司的金融集群业务为小额贷款业务与融资租赁业务，主要为上下游供应链上的客户提供配套资金服务；因利率较低和供应链上客户增多，近年金融集群业务板块收入持续上涨。

毛利率方面，2014～2016 年，公司综合毛利率分别为 5.20%、7.06%和 7.00%。分板块来看，2016 年，由于公司分销业务规模扩大导致广度业务的成本涨幅超过收入的涨幅，公司广度业务毛利率同比有所下滑，为 5.22%；深度业务毛利率为 7.20%，同比小幅增长，主要系公司深度业务收入增长幅度较大所致；全球采购与产品整合毛利率为 5.33%，同比小幅增长，主要系公司对业务体系进行梳理及优化所致；金融集群业务毛利率为 68.17%，同比下降 11.30 个百分点，主要系公司金融集群业务板块 2015 年是按照营业税含税额计入营业收入，从 2016 年 5 月开始按照增值税不含税销售额来计入营业收入所致。

2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 155.52 亿元，其中深度业务占 76.93%，比重进一步提高，广度业务比重下降至 20.28%。2017 年 1～3 月，公司广度业务实现收入 31.54 亿元，同比下降 14.31%，主要系公司调整业务结构，减少了收益较弱的纯代理项目的运作所致；同期，公司深度业务实现收入 119.64 亿元，同比增长 26.30%，主要系公司 380 分销平台各行业的市场占有率不断提升，公司整合购并快消行业经销商的速度加快所致。从毛利率来看，2017 年 1～3 月，公司综合毛利率 6.89%，较 2016 年底略有下降。

表 3　近年公司经营情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率
广度业务	125.85	37.23	3.59	132.40	33.15	6.10	169.62	29.10	5.22	31.54	20.28	5.08
深度业务	201.95	59.74	5.50	254.20	63.65	6.82	396.32	67.99	7.20	119.64	76.93	6.83
全球采购与产品整合业务	8.35	2.47	5.77	9.81	2.46	4.15	13.19	2.26	5.33	3.04	1.95	3.91
金融集群业务	1.92	0.57	77.36	2.98	0.75	79.47	3.77	0.65	68.17	1.30	0.84	63.32
合计	**338.06**	**100.00**	**5.20**	**399.39**	**100.00**	**7.06**	**582.91**	**100.00**	**7.00**	**155.52**	**100**	**6.89**

资料来源：公司提供

（1）广度供应链服务（生产型供应链服务）

公司的广度业务主要包括采购执行和分销执行两类业务，营业总收入主要源于代理采购和分销执行业务收取的服务费。

采购执行

公司采购执行业务是指，公司代理客户从供应商（由客户确定）处采购原材料并配送至指定地点，具体服务包括进出口通关、物流配送、仓储及库存管理、保税物流和国际采购及结算配套等。

采购执行业务分为四部分：客户通过招标确定供应商和商品价格，并向公司发出采购指令，预付部分货款、签订代理合同；公司按照代理合同中设置的条款向供应商按照约定的价格采购指定商品，并通过电汇或者信用证的方式向境外供应商付款；公司将多个供应商的商品在境外归集、统一完成报关完税（同时垫付相关说明），并配送至境内指定地点；客户付款（剩余货款、服务费及其他税费）；结算周期一般为 30 至 60 天。

分销执行

分销执行业务方面，公司将制造商生产的产品代为运输和销售给该制造商指定的终端客户，具体服务包括进出口通关、物流配送、仓储、信息和结算配套等。公司通过自主开发信息平台，为客户提供高效分销服务，减少分销环节，并以此向客户收取服务费。

分销执行业务分为四部分：境外制造商向公司下达进货指令，并与公司签订委托销售合同；公司代下游客户支付部分货款，将商品运至公司在境外的仓库；办理完成通关手续后运至境内仓库；下游客户支付剩余货款并从仓库提货。

公司在广度供应链业务中作为服务提供商主要向客户提供进出口通关及采购和分销的物流服务。在广度业务中，公司不承担采购或销售价格变化、质量缺陷等经营风险。

表 4　近年公司广度业务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
广度业务量	361.99	376.92	340.21	79.13
广度营业总收入	125.85	132.40	169.62	31.54
广度营业成本	121.33	124.32	160.77	29.94
广度综合毛利	4.52	8.08	8.85	1.60
广度综合毛利率	3.59	6.10	5.22	5.08

资料来源：公司提供

从广度业务营业总收入来看，2016年公司广度业务收入为169.62亿元，较2015年增长28.11%，主要系公司大型新项目的导入，如博世空气净化器、欧司朗、飞利浦照明等代理分销项目；同时，公司通过实现精细化管理，持续改善部分运营情况不良、收益差的项目，在不断优化管理运作过程中，实现了管理效率和风险管控能力的提高。从业务量来看，公司广度业务量2016年较2015年下降9.74%，主要系公司根据战略调整计划，持续减少收益差的纯代理项目运作量所致。从成本来看，2016年，公司广度业务产品采购成本较2015年增长29.32%，主要系公司分销业务规模扩大所致。由于公司广度业务成本的涨幅超过收入的涨幅，导致公司2016年广度业务综合毛利率较2015年减少0.88个百分点。

2017年1～3月，公司广度业务量79.13亿元，同比下降20.54%；广度营业总收入31.54亿元，综合毛利率5.08%。其中，广度供应链业务以IT产品为主，收入达到22.97亿元，占广度业务的72.84%。

表 5　近年公司广度业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	营业总收入	占比	营业总收入	占比	营业总收入	占比	营业总收入	占比
IT、通信	66.41	52.77	115.33	87.11	133.20	78.52	22.97	72.84
家电	3.31	2.63	1.96	1.48	15.88	9.36	3.32	10.52

医疗	4.94	3.93	4.29	3.24	8.22	4.85	1.30	4.12
化工	43.05	34.21	3.98	3.00	4.70	2.77	2.33	7.39
其他	8.13	6.46	6.84	5.17	7.63	4.50	1.62	5.13
合计	**125.84**	**100.00**	**132.40**	**100.00**	**169.63**	**100.00**	**31.54**	**100.00**

资料来源：公司提供

从广度业务营业成本来看，2016年公司广度业务成本主要由产品采购成本和物流成本两部分构成，合计占广度业务成本总额98%以上。公司将物流和仓储业务进行外包，截至2016年底，广度业务公司共有仓库30个，仓库面积达到30082.50平方米，仓库吞吐量378474.54立方米/年。大部分仓库为第三方租赁的物流设施，主要分布在北京、郑州、上海、深圳、武汉、成都等地。

表 6　近年公司广度业务成本情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品采购成本	116.64	96.14	119.67	96.25	154.25	95.94	28.07	93.75
仓储成本	0.84	0.69	0.76	0.61	1.24	0.77	0.51	1.69
物流成本	3.33	2.74	3.26	2.62	4.46	2.78	1.16	3.88
海关费用	0.13	0.11	0.15	0.12	0.13	0.08	0.02	0.08
搬卸理货费	0.19	0.16	0.25	0.20	0.41	0.25	0.12	0.39
其他	0.19	0.16	0.24	0.19	0.29	0.18	0.06	0.21
合计	**121.33**	**100.00**	**124.32**	**100.00**	**160.77**	**100.00**	**29.94**	**100.00**

资料来源：公司提供

2016年，公司广度业务主要集中在IT通信领域，集中度超过50%，上下游集中度较高，整体抗风险能力有待提高。

总体看，公司广度供应链业务历史较长，业务量较为稳定；作为供应链服务商，公司不承担经营风险和价格风险，广度业务风险可控性较高，公司成本控制力强；但广度业务客户集中度较高也降低了公司的综合抗风险能力。

（2）深度供应链服务（流通消费型供应链服务）

深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务。深度供应链服务是指将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，通过线上与线下的销售模式构建一个快捷、高效的直供渠道，为客户实现供应链管理的优化，提高市场竞争力。公司线上平台星链云商（原宇商网）是集产品展示、广告投放、线上采购、订单管理、在线支付等功能于一体的B2B采购平台+营销推广平台，为上游品牌商与下游零售门店提供高效对接服务，为企业及政府机构提供原材料采购、生产力采购及单位内购等服务。线下销售为深度380分销平台，是公司深度业务的重要组成部分，主要业务领域涵盖日化、食品、母婴、酒饮、家电等，通过搭建全国性的直供终端平台，提供市场、销售、信息、物流、商务、结算等一站式供应链服务，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。380项目的平台建立主要以合资公司型态成立，整合当地优质经销商，公司与当地经销商各占出资比例7：3或6：4，总部负责品牌规划、渠道规划，以及定期下达需完成的收入、利润等指标，经销商负责合资公司的内部管理。近年来，公司继续推行“三合行动”，聚焦于日化、母婴、酒饮、家电行业，全面促进深度380分销平台业务的发展。深度380分销服务平台公司已超过280家，并与超过2000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280个城市，服务覆盖超过150个终端零售门店。

从业务流程来看，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；结算周期一般为30至120天。

公司的上游和下游原本即已存在供销关系，公司深度业务的目的在于通过缩短供应链和集中物流管理获得管理效益和规模效益，从而降低供应链的总体成本，而非通过买卖差价获利；从公司的获利方式上看，公司买入商品和销售商品的价格实质上由公司及上下游三方共同确定，买卖差价与公司销售价格的比例相对稳定，公司不承担商品贬值、降价促销和退货等造成的损失，因此，本质上公司商品卖出价与买入价之差额系公司提供一站式供应链服务所获得的服务费，因此对商品剩余保质期和动销率的监控是控制运营成本的主要方面，公司信息系统可以实现对该等指标的实时统计和检测；此外公司按照“先到保质期限发货”的原则管理存货，并且对动销率较差的商品及时协调上下游促销，以保证存货在保质期内完成销售。

表7　近年公司深度业务收入构成情况（单位：亿元、%）

行业	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT 与通信	59.41	29.42	32.44	12.76	33.22	8.38	7.16	5.98
家电	0.08	0.04	9.83	3.87	34.94	8.82	10.15	8.48
快速消费品	114.01	56.46	192.61	75.77	293.32	74.01	90.19	75.38
化工	7.01	3.47	15.11	5.95	31.97	8.07	11.53	9.64
贵金属	19.40	9.61	1.78	0.70	--	--	--	--
纺织品	1.82	0.90	2.44	0.96	2.86	0.72	0.61	0.51
其他	0.22	0.11	--	--	--	--	--	--
合计	**201.95**	**100.00**	**254.20**	**100.00**	**396.32**	**100.00**	**119.64**	**100.00**

数据来源：公司提供

近年来，深度业务为公司重点发展的战略业务，公司深度业务收入主要由快速消费品构成，快速消费品主要包括母婴、酒饮、食品以及日化产品。随着近年来公司整合并购快消行业的经销商速度持续加快和快速消费品市场需求的上涨，公司深度业务收入大幅增长，2016年公司深度业务营业收入为396.32亿元，较上年同期增长55.91%；毛利率为7.20%，较2015年增长0.38个百分点。

2016年，深度业务成本主要为商品采购成本，占总成本的95%以上，主要因为公司该业务赚取的费用为提供的供应链服务费用，该费用占比小，而且稳定。除产品采购成本外，物流费用、仓储费用作为主要成本费用均持续增长。

2017年1～3月，公司深度业务实现收入119.64亿元，同比增长26.30%，产品结构较2016年变动不大。成本方面，2017年1～3月，公司深度业务成本111.47亿元，同比增长26.75%，增速略高于收入增长。毛利率方面，2017年1～3月，公司深度业务毛利率6.83%，较2016年同期有所下降，主要系分销成本增长所致。

表 8　近年公司深度业务成本情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品采购成本	184.25	96.55	226.84	95.76	351.56	95.58	107.22	96.19
物流费	2.75	1.44	4.10	1.73	6.22	1.69	1.66	1.49

仓储费	1.47	0.77	2.41	1.02	3.33	0.90	0.86	0.77
分销费用	1.55	0.81	3.35	1.41	6.37	1.73	1.67	1.50
其他	0.82	0.43	0.19	0.08	0.33	0.09	0.06	0.05
合计	**190.84**	**100.00**	**236.87**	**100.00**	**367.80**	**100.00**	**111.47**	**100.00**

资料来源：公司提供

2016年，公司深度业务主要集中快速消费品领域，集中度超过75%。上下游集中度较高，整体抗风险能力有待提高。

总体看，深度业务近三年发展较快，随着深度380平台覆盖区域的增加，该业务为公司未来主要收入与利润增长的来源。

（3）全球采购业务

全球采购服务是指依托全球服务网络及专业的供应链服务，对资源配置进行优势整合，帮助全球商家实现全球范围的采购与销售。同时，公司还通过对品牌企业的产品研发、原材料采购、生产制造、市场营销等供应链环节进行优势整合，为客户提供产品定制，帮助企业优化现有供应链结构，提高产品品质及市场竞争力。主要服务于IT、电子元器件、化工、稀贵金属等行业的品牌企业及采购商，包含东芝、联想、同方、中石化等。

2014年以来，公司持续通过收购、兼并等方式，在通信设备、电脑、IT、液晶屏、稀贵金属、化工等行业，整合具备拥有优势资源的团队和项目，逐步构建成全球服务平台。现阶段已具备电脑研发、稀贵金属加工、液晶屏加工、产品定制等资源，为客户不断提供更多的增值服务。

2016年全球采购中心的收入为13.19亿元，较上年同期增长34.51%，综合毛利率为5.53%，较上年同期增加1.38个百分点，主要系公司在高速发展的同时，对业务体系中如库存周转、资金占用、应收账款等方面持续进行梳理及优化，加强规范化及精细化管理力度，使集群业务运作得以快速提升所致。

2017年1～3月，公司全球采购业务收入3.04亿元，同比增长20.63%，综合毛利率3.91%，较2016年有所下降。

（4）金融集群业务

公司供应链金融服务由全资子公司深圳市宇商小额贷款有限公司（以下简称“深圳小贷”，注册资本5亿元） 和赣州市宇商小额贷款有限公司（以下简称“赣州小贷”，注册资本2亿元）运营，公司凭借良好的商业信誉及经营业绩，与众多银行结成了战略合作伙伴关系，并基于丰富的金融服务经验，根据客户业务运作需求，为客户提供多样化供应链金融服务，业务包括融资、租赁、供应链金融解决方案与咨询等。

公司小额贷款服务围绕核心企业，开发其上下游客户，主要涉足珠宝、移动通讯、IT、红木、医疗设备等行业，并形成了相对优势。

风险控制措施：公司小额贷款服务主要是通过“1+N”的业务模式，综合考虑行业的稳定性、发展性、利润水平等关键因素，在贷前严格细致地调查企业真实的贸易背景，包括物流、信息流、资金流等交易信息，并严格执行审批流程。公司全部贷款业务均有追加借款人的实际控制人或关联股东等进行担保，对于部分客户会追加房产等资产抵质押。

表 9　近年公司小贷业务情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
个人贷款和垫款	2.81	4.34	5.09	4.84
企业贷款和垫款	10.10	14.79	23.71	22.09
其中：贷款	8.72	14.79	23.71	22.09
贷款余额	12.92	19.14	28.80	26.93
减：减值准备	0.15	0.21	0.31	0.33

发放贷款及垫款期末余额	12.77	18.93	28.49	26.60
业务量	1.92	2.98	3.77	1.31
利息收入	1.92	2.98	3.77	1.31
利息成本	0.43	0.61	1.20	0.48
综合毛利	1.48	2.36	2.56	0.83
综合毛利率	77.36%	79.47%	68.05%	63.32%
年平均资金成本	8.72%	8.22%	9.34%	9.44%
年平均贷款利率	18.73%	16.58%	16.44%	16.96%

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司小额贷款余额28.80亿元，较2015年底增长50.50%，主要系近年来公司紧紧围绕核心企业，开发其上下游客户，深度开发行业及区域市场资源，同时加强风控管理，在保证客户存量增长的同时，实现业务规模稳定提升所致。截至2016年底，小贷公司逾期贷款余额3289.57万元，由于部分案件正在审理过程中，未能判断最终损失，目前已对部分案件申请了资产保全措施，小贷公司共计提贷款损失准备3133.50万元。

截至2017年3月底，小贷公司贷款余额26.93亿元，较2016年底下降6.48%，下降主要来自于对公司供应链企业的贷款。2017年1～3月，小贷公司实现营业总收入1.31亿元，毛利润0.83亿元。截至2017年3月底，小贷公司逾期贷款余额2716万元，较2016年底有所下降，主要系公司收回了部分预期款项所致，其中主要案件处于执行阶段，部分正在审理。小贷公司共计提贷款损失准备3287.82万元。

公司融资租赁业务由深圳市宇商租赁有限责任公司（以下简称“宇商租赁”，注册资本1.86亿元）经营，主要经营模式为厂商租赁形式，通过整合产业资源优势，面向国内外设备制造厂商及供应商、生产性的中小企业，服务性中小企业，以直接租赁、售后回租业务模式，为目标客户提供量身定制融资租赁方案。宇商租赁选择资质规模优秀的厂家签订融资租赁战略合作协议，约定宇商租赁向拟购买厂家产品的客户（承租人）提供融资租赁服务，厂家承担回购义务、保证义务。

风险控制措施：宇商租赁业主要以厂商租赁为主，围绕核心设备生产厂家，与其下游客户合作融资业务，担保措施主要是厂家担保。

截至2016年底，宇商租赁资产为2.32亿元，所有者权益2.10亿元；2016年，营业总收入为597.90万元，营业利润为401.60万元。截至2016年底宇商租赁未出现贷款逾期。

截至2017年3月底，宇商租赁资产为2.35亿元，所有者权益2.10亿元，2017年1～3月，营业总收入为141.27万元，营业利润为50.62万元。截至2017年3月底宇商租赁未出现贷款逾期。

此外，公司通过与各大商业银行合作，通过互联网化、大数据化运营模式，打造O2O金融服务平台，全力满足客户多元化的金融服务需求，尤其是为百万小微终端零售客户提供可持续化、批量化的O2O金融服务。O2O金融服务平台主要针对怡亚通的下游零售门店客户，通过长期合作，利用公司对门店掌握的相关数据信息以及相关风控措施，为门店提供贷款服务，帮助门店解决资金问题。主要产品为终端贷，是专为怡亚通生态圈内零售终端商户提供的一款低门槛、低成本、高效率的贷款产品。贷款金额最高50万元，期限最长为12个月，还款方式包括等额本息、等额本金和按月付息到期还本，担保方式为纯信用担保，贷款用途主要是怡亚通供应链下游中小企业的货物采购，但不局限于从怡亚通采购。

风险控制措施：O2O金融服务平台的授信对象均与怡亚通有持续稳定的合作关系，且平台业务人员可以做到每周贷后上门核查。

截至2017年3月底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计27.3亿元，合同签署额度24

亿元，实际担保金额5.31亿元。

2. 未来发展

（1）公司业务组织架构战略调整

基于生态战略规划要求及组织管理与经营发展需要，公司进一步实现扁平化高效管理，以便整合更多资源，连接更多优质合作伙伴，全面推动供应链商业生态圈建设，公司计划在2017 年开年将业务组织管理架构由原来的五大业务集群（广度供应链业务集群、深度供应链业务集群、全球采购及产品整合供应链业务集群、供应链金融业务集群和互联网供应链业务集群）调整为十大业务平台：广度平台、380分销平台、全球采购平台、物流平台、营销平台、宇商金控平台、380 金服平台、品牌服务平台、资本服务平台、星链互联网平台。调整后的十大平台组织结构，更有利于公司建立起横向一体化、纵向专业化的组织管控模式，打造扁平化结构组织。在管理模式上，组织内沟通效率更加高效，使得每个平台实现专业化运作，工作领域划分更为清晰具体，从而达到实现精细化管理。

（2）“三通”战略

“三通”即为供应通、营销通、星盟通；是公司2017年基于供应链商业生态战略的全新提炼与升级，以“整合+连接”的方式，依托公司现有市场网络、合作品牌、零售终端等资源进行充分利用，加速商业生态体系的建设，持续推动行业变革与发展。公司最终会凭借“三通”战略实现“三全”目标（终端、网络、行业全覆盖）。

（3）全新商业生态模型

未来怡亚通供应链商业生态圈战略将以供应链服务为载体，以金融、营销、资本以及其他生活类增值服务为衍生服务内容，以互联网技术及产品为共享工具，对应供应通、营销通、星盟通战略，打造十大服务平台，整合连接供应链上下游及不同行业合作伙伴，构建一个全新的协同发展、平台共享、共融共生的现代化供应链商业生态圈。

十、财务分析

公司提供了2014～2016年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司2017年一季度财务报表未经审计。

2016年，公司纳入合并财务报表范围主体共491家，较2015年底增加132家，减少10家。截至2017年3月底，公司合并范围较2016年底新增9家，减少4家。近年合并范围变化对财务数据可比性有一定的影响。

截至2016年底，公司资产（合并）总计423.82亿元，所有者权益合计77.82亿元（其中包含少数股东权益22.92亿元）。2016年，公司实现营业总收入582.91亿元，利润总额6.63亿元。

截至2017年3月底，公司资产（合并）总计439.18亿元，所有者权益合计81.19亿元（其中包含少数股东权益24.41亿元）。2017年1～3月，公司实现营业总收入155.52亿元，利润总额2.18亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总计 423.82 亿元，同比增长 29.16%。资产结构方面，截至 2016 年底，流动资产占比 80.23%，非流动资产占比 19.77%，公司资产以流动资产为主，资产结构变动不大。截至 2016 年底，公司受限资产 71.79 亿元，占总资产 16.94%，其中受限货币资金 47.55 亿元，主要用于银行抵押贷款、信用证及票据；受限固定资产和受限无形资产分别为 5.48 亿元和 0.40 亿元，主要用于银行抵押贷款；受限应收账款 2.84 亿元，主要用于银行保理借款；受限应收票据 4.05 亿元，均已背

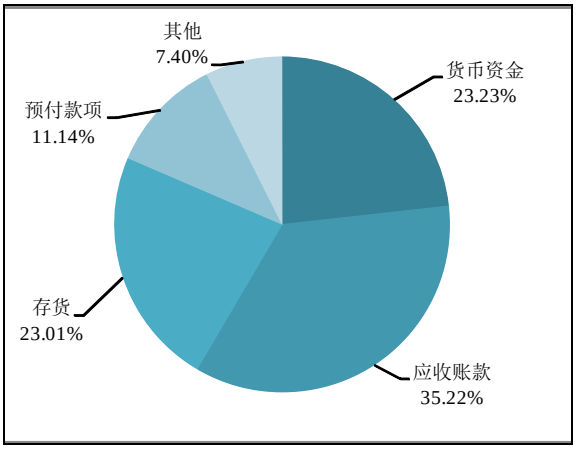
[1] 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

书或贴现；发放贷款及垫款受限部分为 1.75 亿元，主要用于质押贷款；受限投资性房地产和受限长期股权投资分别为 3.80 亿元和 5.93 亿元，主要用于银行抵押贷款。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 340.02 亿元，主要以货币资金、应收账款、存货和预付款项为主。

图 2　截至 2016 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金规模为 78.99 亿元，同比下降 12.19%，主要系公司用于外汇组合业务的质押存款减少所致。公司货币资金主要由银行存款（占 39.55%）和其他货币资金（占 60.19%）构成。截至 2016 年底，公司其他货币资金为 47.55 亿元，主要为存入银行作为银行为本公司提供短期借款、长期借款、远期外汇交易合约、提供等值且有追索权利的融资额度及开具银行承兑汇票的质押，且全部为受限货币资金。整体看，公司货币资金受限比例高，一定程度上影响资产流动性。

截至 2016 年底公司应收账款 119.77 亿元，同比增长 44.79%，主要系公司深度业务规模增长，导致给予客户的信用规模增加所致。从账龄结构看，1 年以内的占 92.52%，1～2 年占 6.32%，2～3 年占 0.77%，3 年以上占 0.40%。公司依据个别认定法及组合认定法计提坏账准备的应收账款占比分别为 99.03%和 0.97%，坏账准备计提比例分别为 0.63%和 37.15%，计提较充分。从集中度来看，应收账款前五名合计 6.15 亿元，占应收账款总额的 5.07%，集中度低。

表 10　截至 2016 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比
北京京东世纪贸易有限公司	1.89	1.57
同方计算机有限公司	1.24	1.02
EA GLOBAL SUPPLY CHAIN SOLUTIONS INC.	1.11	0.91
东莞金卓通信科技有限公司	1.09	0.90
沃尔玛（中国）投资有限公司	0.81	0.67
	6.15	**5.07**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司预付款项 37.88 亿元，同比增长 95.99%，主要系公司深度业务快速发展，年末销售旺季预付较多货款用于备货所致。从账龄来看，1 年以内的占 90.55%，1～2 年的占 9.09%，2～3 年的占 0.06%，3～4 年的占 0.30%，近年来账龄结构变化不大。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 78.23 亿元，同比增长 37.57%，主要系公司深度供应链业务的业务量增加导致的存货准备增加所致。截至 2016 年底，公司存货账面余额 78.60 亿元，其中原材料占 0.98%，在产品占 0.06%，库存商品占 98.53%，周转材料占 0.43%。2016 年，公司存货共计提跌价准备 0.37 亿元。由于深度业务涉及到的都是快消品，市场价格波动较小；而且公司与厂家有相关的协议，比如存货减值后厂家会给与一定补助，所以公司承担的存货减值风险低。

截至 2017 年 3 月底，公司流动资产总额为 356.83 亿元，较 2016 年底增长 16.80 亿元，主要系受公司深度供应链业务快速增长，导致公司应收账款和存货均大幅增长所致。截至 2017 年 3 月底，公司应收账款和存货分别为 128.73 亿元和 88.07 亿元，较 2016 年底分别增长 7.48%和 12.58%。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产83.80亿元，同比增长23.60%；非流动资产主要由发放贷款及垫款（占33.99%）、投资性房地产（占17.93%）、固定资产（占15.26%）、无形资产（占14.22%）和长期股权投资（占13.59%）构成。

截至2016年底，公司发放贷款及垫款总额28.80亿元，贷款减值准备0.31亿元，净额为28.49亿元，同比增长50.51%，主要系公司小额贷款公司业务发展迅速所致。

截至2016年底，公司长期股权投资11.50亿元，同比增长14.09%，主要系公司增加对俊知集团有限公司（以下简称“俊知集团”）股权投资0.34亿元以及本期按持股比例确认对伟仕控股有限公司（以下简称“伟仕控股”）及俊知集团的1.11亿元投资收益所致。

截至2016年底，公司投资性房地产7.10亿元，同比下降53.25%，主要系公司部分出租的投资性房地产收回自用所致。

截至2016年底，公司固定资产15.85亿元，同比增长117.29%，主要系公司部分出租的投资性房地产收回自用所致。截至2016年底，固定资产中用于抵押的账面净值为5.48亿元。

截至2016年底，公司无形资产账面价值13.85亿元，同比增长8.51%，主要系公司出租的投资性房地产收回自用以及企业研发投入资本化所致。截至2016年底，公司无形资产账面净值中土地使用权为12.86亿元，计算机软件及其他为0.99亿元，其中用于抵押的账面净值总计0.40亿元。

截至2016年底，公司新增其他非流动资产2.92亿元，主要由预付购房款（占99.35%）和定向增发保证金（占0.65%）构成。

截至2017年3月底，公司非流动资产总额82.35亿元，较2016年底减少1.45亿元，主要系发放贷款及垫款规模有所回落；其余科目较2016年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，受限资产规模较大；公司应收账款增长较快且规模较大，存在一定坏账风险；公司存货较大，对资金形成占用。非流动资产以发放贷款及垫款为主，存在一定回款风险风险。公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计346.00亿元，同比增长32.09%，负债结构中，流动负债占91.47%，非流动负债占8.53%，负债结构较上年变化不大，仍然以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债316.50亿元，同比增长31.20%，主要由短期借款（占55.65%）和应付票据（占20.06%）构成。

截至2016年底，公司短期借款为176.12亿元，由质押借款（占30.99%）、信用借款（占6.94%）、抵押及保证借款（占57.91%）和未到期票据贴现（占4.16%）构成。其中，保证借款是提供第三方的企业作为担保，并不涉及到受限资产的情况。

截至2016年底，公司应付票据63.49亿元，同比增长60.22%，主要系公司与上游客户合作更加密切，在支付货款方面加大了银行承兑汇票等票据结算方式所致。公司应付票据包括商业承兑汇票（占96.69%）和银行承兑汇票（占3.31%）。

截至2016年底，公司预收款项13.25亿元，同比增长339.66%，主要原因是公司年末预收下游客户货款增加所致。

截至2016年底，公司新增其他金融类流动负债为10.32亿元，主要原因是公司拆入资金增加以及公司小额贷款公司资产证券化融资增加所致，公司其他金融类流动负债主要包括拆入资金1.90亿元和卖出回购金融资产款8.42亿元。

截至2016年底，公司新增其他流动负债16.62亿元，包括短期应付债券15.60亿元和未到期非金融机构贴现1.02亿元。其中，新增短

期应付债券为公司于 2016 年发行的三期短期融资券“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 29.51 亿元，同比增长 42.39%，主要为应付债券的增长；非流动负债主要由长期借款（占 16.53%）和应付债券（占 76.26%）构成。

截至 2016 年底，公司应付债券为 22.50 亿元，同比增长 95.65%，主要系公司于 2016 年发行两期共计 7 亿元私募债和 4.00 亿元中期票据所致。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 357.98 亿元，较 2016 年底增长 3.46%，主要系公司短期借款、卖出回购金融资产款和应付债券增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司短期借款 191.52 亿元，较 2016 年底增长 15.40 亿元，主要系公司业务快速增长导致流动贷款增加所致；卖出回购金融资产款 11.69 亿元，较 2016 年底增加 3.27 亿元，主要系公司小额贷款公司资产证券化融资规模增长所致；应付债券为 27.50 亿元，较 2016 年底增加 5.00 亿元，主要系公司本期发行 5 亿元债券“17 怡亚通 PPN001”所致。

截至 2016 年底，公司全部债务为 301.19 亿元，同比增长 27.39%。从公司有息债务期限结构来看，截至 2016 年底，公司短期债务 273.81 亿元，长期债务 27.38 亿元，公司债务以短期债务为主。同时，考虑到公司现金类资产受限比较大，公司短期偿债压力大。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 317.20 亿元，较 2016 年底增长 5.32%，主要系公司短期借款增加所致。

2017 年，公司将有三期短期融资券到期，合计金额 15.60 亿元。考虑到公司债务结构中短期债务比重极高，联合资信将持续关注公司债务变化情况。

表11　截至2017年3月底公司存续期债券情况

债券简称	起息日	到期日	债券类型	发行规模（亿元）
17 怡亚通 PPN001	2017-03-30	2020-03-30	定向工具	5.00
14 怡亚债	2014-09-29	2019-09-29	一般公司债	11.50
16 怡亚通 MTN001	2016-09-22	2019-09-22	一般中期票据	4.00
16 怡亚 02	2016-08-02	2019-08-02	私募债	2.00
16 怡亚 01	2016-04-08	2019-04-08	私募债	5.00
16 怡亚通 CP003	2016-10-26	2017-10-26	一般短期融资券	5.60
16 怡亚通 CP002	2016-08-24	2017-08-24	一般短期融资券	5.00
16 怡亚通 CP001	2016-08-08	2017-08-08	一般短期融资券	5.00
合计				**43.10**

资料来源：公司提供、Wind 资讯

截至 2016 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 26.02%、79.47%和 81.64%，分别较 2016 年增加 3.87 个百分点、1.34 个百分点和 1.81 个百分点。截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 28.44%、79.62%和 81.51%，公司债务负担有所加重。

总体来看，跟踪期内，公司负债规模有所增加，以短期债务为主，整体债务负担很重。考虑到公司现金类资产受限占比大，短期偿债压力大。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 77.82 亿元，同比增长 17.57%，其中股本、资本公积、其它综合收益、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占所有者权益的 27.10%、16.04%、6.54%、1.96%、18.90%和 29.46%。公司其它综合收益主要为外币财务报表折算差额产生的收益。2016 年 5 月 27 日，公司以截止 2016 年 5 月 18 日总股本

1049515712 股为基数，向全体股东每 10 股派 2.5 元人民币现金红利，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股所致。本次利润分配和转增之后，截至 2016 年底，公司股本 21.09 亿元，较 2015 年底增加 10.62 亿元，资本公积减少至 12.48 亿元。截至 2016 年底，公司少数股东权益 22.92 亿元，同比增长 45.58%，主要系 2016 年投资设立的合资公司小股东按比例投入所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 81.19 亿元，较 2016 年底增长 4.34%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

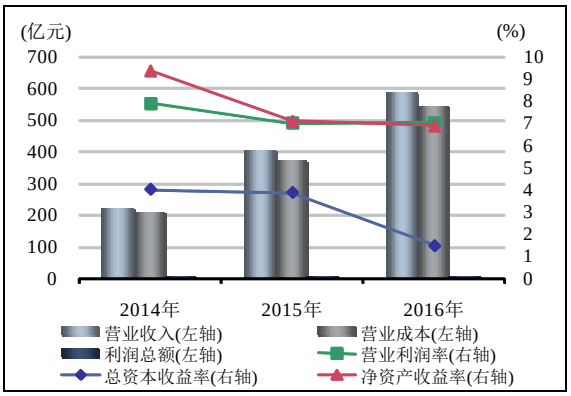
2016 年，公司实现营业总收入 582.91 亿元，同比增长 45.95%，主要系深度业务（380 分销平台）收入大幅增长所致；近三年营业成本年均增长率 63.10%，增幅略高于营业总收入增长率。2016 年公司营业成本 541.04 亿元，同比增长 45.99%。

跟踪期内，公司销售费用逐年递增，2016 年为 3.57 亿元，同比增长 106.00%，主要系随着 380 业务推广，促销人员工资有所增加；公司期间费用以管理费用为主，2016 年为 18.92 亿元，同比增长 44.74%，主要系随着公司业务扩张，员工人数增加和办公费用大幅增长所致；2016 年，公司财务费用 12.44 亿元，同比增长 51.97%，主要系借款增加引起的利息支出增加 1.74 亿元，人民币贬值导致外币借款的汇兑损失增加 0.59 亿元以及票据贴现费用增加 0.71 亿元所致。

2016 年公司公允价值变动收益为 1.00 亿元，包括衍生金融工具产生的公允价值变动收益和以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债，主要原因是公司在经营供应链管理业务时需替客户向外地出口商以美元购货，一方面，公司利用若干衍生金融工具以管理由美金借款所引起的外汇风险；另一方面，公司根据未来付汇需求签订远期美元购汇合约。

2016 年公司投资收益规模为 1.16 亿元，同比增长 46.00%，主要系公司本期按持股比例确认对伟仕控股及俊知集团的 1.11 亿元投资收益所致。

图 3　公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

2016 年，公司营业利润为 6.31 亿元，营外收入为 0.47 亿元，主要为政府补贴为主，对公司利润总额形成补充。利润总额也保持较快增长趋势，为 6.63 亿元。营业利润和利润总额持续增长主要系公司业务量增加，收入规模不断扩大所致。

在盈利水平方面，2016 年，公司营业利润率为 7.05%；总资本收益率为 3.74%；净资产收益率为 6.88%，整体盈利能力较强。

随着公司深度供应链业务不断发展，2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 155.52 亿元，利润总额 2.18 亿元，营业利润率 7.09%。

总体看，跟踪期内，公司营业总收入快速增长，随着业务的扩张，公司期间费用对利润仍造成一定侵蚀。公司非经常性损益对公司利润形成有力补充，整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

从经营活动看，跟踪期内，随着公司业务量和营业总收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入量均呈上升趋势，2016年分别为626.66亿元和931.06

亿元；其中，收到其他与经营活动有关的现金304.40亿元，主要由收回的代垫及税金构成。购买商品、提供劳务支付的现金和经营活动产生现金流出量均呈上升趋势，2016年分别为629.45亿元和972.53亿元；其中，支付其他与经营活动有关的现金为312.38亿元，主要由代垫货款及税金构成。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为-41.47亿元。

从收入实现质量指标看， 2016年，公司现金收入比为107.51%，收入实现质量良好。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入为2.57亿元，主要是收到其他与投资活动有关的现金（包括收到定期存款利息收入、收回委托贷款收到的现金、取得子公司及其他营业单位收到的现金净额和收回理财产品本金）；2016年，公司投资活动现金流出为7.99亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（包括委托贷款支付的现金、定增保证金和处置子公司及其他营业单位收到的现金净额）；2016年，公司投资活动产生的现金净额为-5.42亿元。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动现金流入为465.51亿元，主要是取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为424.32亿元，主要是偿还债务所支付的现金；2016年，公司保证金存款的减少额和增加额分别为105.33亿元和99.88亿元，同比分别增长23.47%和26.04%，主要系公司增加了票据结算，银行承兑汇票和信用证的使用比例有所提高所致。2016年公司筹资活动产生的现金流量净额为41.19亿元。

2017年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额和投资活动产生的现金流量净额分别为-24.78亿元和-1.16亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额为26.68亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量良好；公司经营活动产生的现金净额不能覆盖投资活动产生的现金净额，公司筹资需求大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2016 年底，流动比率和速动比率分别为 107.43%和82.72%。截至2017年3月底，公司流动比率为110.24%，较2016年底增长2.81个百分点；同期，速动比率为83.03%，较2016年底增加0.31个百分点。考虑到公司货币资金中受限资金占比较高，短期债务规模持续上升，公司短期偿债压力大。

长期偿债能力指标方面，2016年公司EBITDA为16.94亿元；EBITDA/利息倍数为1.92倍，相应的全部债务/EBITDA倍数为17.78倍。公司长期偿债能力较弱。

总体看，受公司有息债务以短期债务为主，且货币资金中受限资金占比较大影响，公司短期偿债压力大；长期偿债能力较弱。

截至 2017 年 3 月底，除公司对子公司的担保、小额贷款公司的对外担保业务和 O2O 金融服务平台对小微客户提供担保余额合计为 5.31 亿元的担保之外，公司无其他对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径（包含子公司）在各商业银行、政策性银行共获得的授信总额为 379.84 亿元（其中境外授信额度 26.30 亿元），未使用额度为 144.35 亿元（其中境外授信未使用额度 15.73 亿元），间接融资渠道畅通。同时，由于公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030400408650I），截至2017年6月22日，公司本部未结清信贷记录中包括2笔共1.80亿元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。截至

2017年6月22日，公司已结清信贷记录中包括1笔1582.28万港币关注类流动资金贷款、4笔（包括850万美元和1582.28万港币）关注类贸易融资贷款和2笔共107.89万元关注类票据贴现。根据公司提供的说明：贷款和贸易融资关注，因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；票据贴现业务2笔关注，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. 抗风险能力

基于对公司资产与收入规模、供应链行业前景、产业链情况、自身运营管理和财务状况等方面的综合分析，公司整体抗风险能力强。

十一、存续债券偿债能力分析

公司存续债券有“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”、“16 怡亚通 CP003”和“16 怡亚通 MTN001”，规模合计 19.6 亿元。

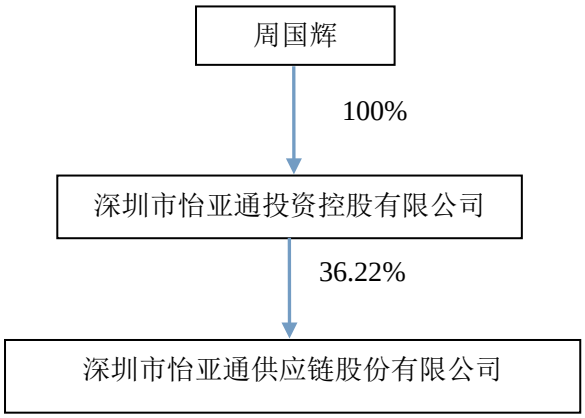
公司 2016 年发行了 4 亿元中期票据“16 怡亚通 MTN001”。2016 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 16.94 亿元和 931.06 亿元，分别为“16 怡亚通 MTN001”的 4.24 倍和 232.77 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 怡亚通 MTN001”的保障能力强。

公司 2016 年发行了三期短期融资券，合计金额 15.60 亿元，均在 2017 年到期。截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）为 39.80 亿元，为存续期内短期融资券的 2.55 倍，公司现金类资产对存续期内短期融资券的保障能力强。

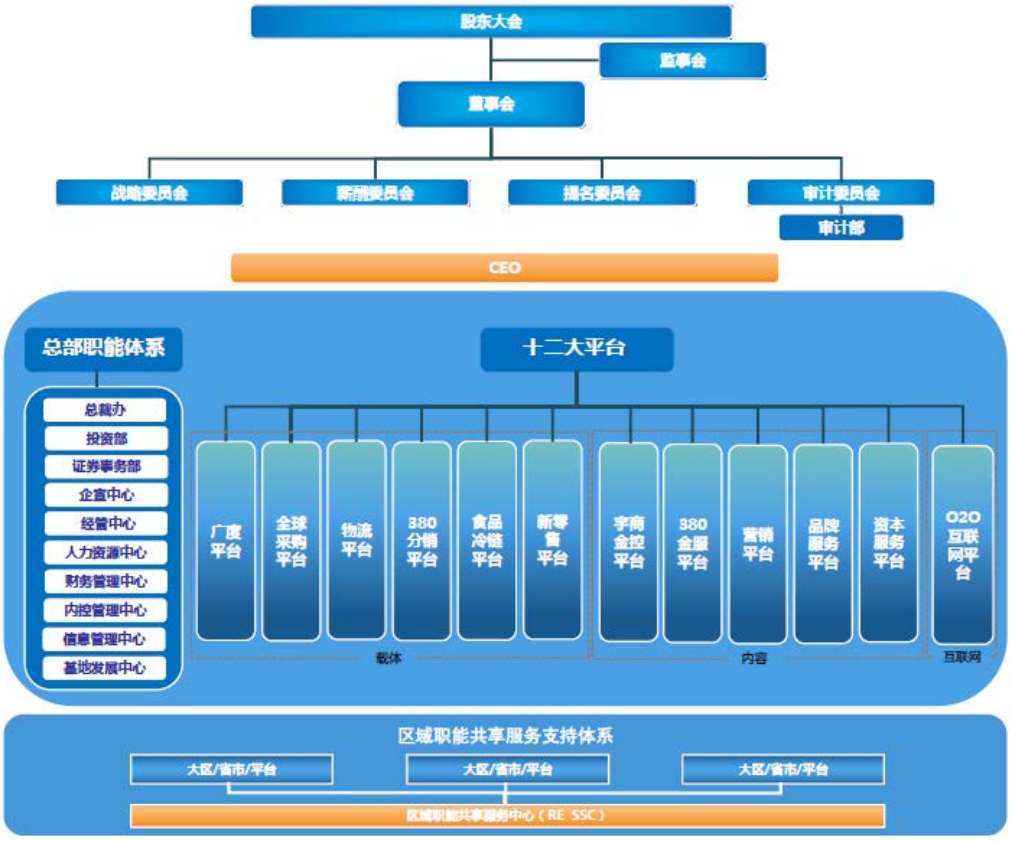
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16怡亚通CP001”、“16怡亚通CP002”和“16怡亚通CP003”的信用等级为A-1，“16怡亚通MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.68	40.38	38.51	39.80
资产总额(亿元)	218.53	328.13	423.82	439.18
所有者权益(亿元)	39.04	66.19	77.82	81.19
短期债务(亿元)	152.66	217.59	273.81	284.94
长期债务(亿元)	13.53	18.84	27.38	32.26
全部债务(亿元)	166.19	236.43	301.19	317.20
营业总收入(亿元)	221.42	399.39	582.91	155.52
利润总额(亿元)	4.19	5.54	6.63	2.18
EBITDA(亿元)	9.59	13.45	16.94	--
经营性净现金流(亿元)	-32.80	-18.05	-41.47	-24.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.80	5.71	5.40	--
存货周转次数(次)	7.64	8.20	8.01	--
总资产周转次数(次)	1.22	1.46	1.55	--
现金收入比(%)	103.42	106.91	107.51	96.60
营业利润率(%)	7.90	7.00	7.05	7.09
总资本收益率(%)	3.96	3.89	3.74	--
净资产收益率(%)	8.30	7.08	6.88	--
长期债务资本化比率(%)	25.74	22.16	26.02	28.44
全部债务资本化比率(%)	80.98	78.13	79.47	79.62
资产负债率(%)	82.13	79.83	81.64	81.51
流动比率(%)	108.66	107.92	107.43	110.24
速动比率(%)	88.26	84.35	82.72	83.03
经营现金流动负债比(%)	-19.96	-7.48	-13.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	1.90	1.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.33	17.57	17.78	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；短期债务中考虑了其他应付款中的非金融机构借款；由于公司 2015 年会计政策变更，为保证数据可比性，2014 年财务数据为 2015 年期初调整数。

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	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息