跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 167 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”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年一月二十四日

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
短期融资券跟踪评级报告

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

跟踪评级时间：2017 年 1 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	44.25	78.76	93.98	78.76
资产总额(亿元)	145.21	218.53	328.13	379.28
所有者权益合计(亿元)	29.66	39.04	66.19	75.03
短期债务(亿元)	94.24	155.26	220.28	240.61
全部债务(亿元)	103.16	168.79	239.12	272.71
营业收入(亿元)	116.23	221.42	399.39	417.46
利润总额(亿元)	2.63	4.19	5.54	5.75
EBITDA(亿元)	5.65	9.59	13.45	--
经营性净现金流(亿元)	-27.19	-32.80	-18.05	-33.16
营业利润率(%)	9.21	7.90	7.00	6.99
净资产收益率(%)	7.01	8.30	7.08	--
资产负债率(%)	79.57	82.13	79.83	80.22
全部债务资本化比率(%)	77.67	81.21	78.32	78.42
流动比率(%)	109.50	108.66	107.92	113.61
速动比率(%)	90.78	88.26	84.35	83.28
全部债务/EBITDA(倍)	18.25	17.60	17.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	1.91	1.90	--

注：1. 2016 年三季度财务数据未经审计；2. 短期债务中包含其他应付款中的非金融机构借款；3. 由于公司 2015 年会计政策变更，为保证数据可比性，选取 2015 年年初数作为 2014 年数值。

分析师

方 晓　徐 璨　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”）的评级反映了作为深圳市供应链管理上市公司，公司在跟踪期内继续保持在区域经济环境、经营规模、平台建设和终端布局等方面的综合优势。同时，联合资信也注意到公司整体债务负担重、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可能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，行业发展前景良好。未来，随着公司 380 平台和四大服务平台项目的完善与推广，公司业务规模、收入水平和盈利能力将有望得到提升；同时，随着公司新一轮非公开发行股票的完成，公司资本结构将得到一定程度优化。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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”A-1的信用等级。

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，具备较高的行业影响力和资源整合能力。
3. 在跟踪期内，随着深度 380 平台和四大服务平台的进一步完善，公司业务量和收入规模不断扩大。
4. 在跟踪期内，随着 2015 年非公开发行股票的完成，公司资本结构将得到一定程度

优化。

5. 公司经营活动现金流入量对“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”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. 在跟踪期内，公司债务规模快速增长，以短期债务为主，整体偿债负担重，且资产受限规模较大，短期偿债压力大。
3. 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。
4. 公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。
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。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与深圳市怡亚通供应链股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市怡亚通供应链股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因深圳市怡亚通供应链股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由深圳市怡亚通供应链股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”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，并于 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仍为公司控股股东。截至2016年9月底，公司注册资本20.99亿元。母公司深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）持有公司36.54%股权，实际控制人为周国辉先生。

截至2016年9月底，公司拥有子公司448家，公司拥有员工17671人。

截至 2016 年 9 月底，公司本部设总裁办公室、人力资源中心、财务管理中心、证券与投资中心、内控管理中心、信息管理中心、战略整合中心、基地发展中心、营运中心等职能部门。

截至2015年底，公司资产（合并）总计328.13亿元，所有者权益合计66.19亿元（其中包含少数股东权益15.75亿元）。2015年，公司营业总收入399.39亿元，利润总额5.54亿元。

截至2016年9月底，公司资产（合并）总计379.28亿元，所有者权益合计75.03亿元（其中包含少数股东权益21.91亿元）。2016年1~9月，公司营业总收入417.46亿元，利润总额5.75亿元。

公司注册地址:深圳市福田区深南中路3039号国际文化大厦2701B；法定代表人：周国辉。

三、债券与募集资金使用情况

截至 2016 年 9 月底，公司发行“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”所募集的资金已全部按照募集资金用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%

的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投

资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

随着全球经济一体化的加速，供应链的触角在全球范围延伸，跨国竞争增加了企业压力的同时也促进了企业变得更有效率。供应链管理成为了企业保持强势竞争不可或缺的手段，无论是制造行业，商品分销或流通行业，供应链管理都已成为企业适应全球竞争的有效手段，一场以信息化、现代化、社会化、综合化、一体化、全球化、多功能化、集成化的供应链管理革命深刻冲击着飞速发展的中国市场。以作为中国改革开放前沿窗口的深圳为例，在十多年的时间里，在市场与政府两只手的强力推动下，供应链服务与管理行业取得了快速发展，目前已有供应链企业 300 余家。

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，造成一定程度上企业的供应链风险，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来分蛋糕，竞争加剧造成了市场环境日益复杂。

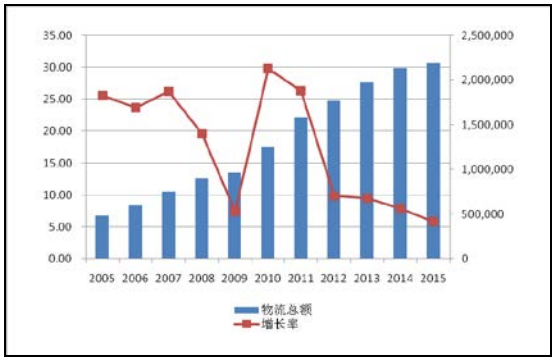
效率型供应链服务和资金型供应链服务，是为顺应企业非核心业务外包趋势而产生的，在各行业运作日益规范透明、产业利润率越来越低、企业都想逃离红海竞争的今天， 必须以客户需求为着眼点，前瞻市场发展趋势，勇于突破创新，打造增值服务供应链服务模式。增值服务供应链，即以客户需求为中心，通过资源整合，为客户提供物超所值的供应链服务，帮助客户实现价值增值，提高市场竞争力，以此来增强客户粘度，达成长期稳定的战略合作。如整合营销型供应链服务、解决方案型供应链服务、系统集成型供应链服务。

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，中国整体供应链管理水平较其他先进国家比，处于落后位置。国内供应链管理服务行业的企业卖弄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，2015 年全国社会物流总额 219.20 万亿元，同比增长 5.8%，增幅比上年回落 2.1 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 204.0 万亿元，同比增长 6.1%，增幅比上年回落 2.2 个百分点。进口货物物流总额 10.4 万亿元，同比下降 0.2%，增幅比上年回落 1.9 个百分点。2015 年社会物流总费用 10.8 万亿元，同比增长 2.8%，增速比上年回落 4.1 个

百分点。2015 年物流业总收入 7.6 万亿元，比上年增长 4.5%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、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。

总体看，中国物流环境和条件不断改善，各行业增长带动大宗商品物流需求的上升；在相关政策支持下。

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甚或关联度较密切，在国民经济中占有重要地位。根据《2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年社会消费品零售总额 300931 亿元，比上年增长 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 258999 亿元，增长 10.5%；乡村消费品零售额 41932 亿元，增长 11.8%。按消费类型统计，商品零售额 268621 亿元，增长 10.6%。按消费类型统计，商品零售额 268621 亿元，增长 10.6%。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 14.6%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 9.8%，化妆品类增长 8.8%，金银珠宝类增长 7.3%，日用品类增长 12.3%，家用电器和音像器材类增长 11.4%，通讯器材类增长 29.3%。

2013~2015 年，快速消费品市场增速放缓一线城市近年来的增速放缓模式类似，二线城市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，这些城市的销售增长仍在接近 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放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，实现企业长远发展，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、提高在全球经济格局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。

深圳供应链公司呈现蓬勃发展势头

得益于改革开放、珠三角外向型企业密集、高效的海关税收管理环节、以及毗邻香港这一全球物流枢纽的优势，2000 年左右，深圳成为国内供应链公司的发源地，特别是金融危机后，外贸、物流企业纷纷延伸产业链环节，提供更多高端服务，并逐步成长壮大并向其他沿海城市发展布局。深圳供应链管理行业呈现出飞速发展的态势：第一、成为迅速壮大的新兴行业。据深圳市工商部门统计，深圳现有物流公司 14800 多家，从事外贸业务的企业数万家，供应链公司 300 多家，实际已经从事供应链管理业务的公司 50 家左右，且有加速发展之势。据深圳市国税局统计，在该局办理出口退（免）税的供应链企业，从 2005 年得 6 户增加到 2009 年得 40 户，同期出口退税额从 1500 万元增长到 10.56 亿元。2010 年在建行深圳分行国际结算超过 1 亿美元的供应链企业达 16 家，合计 79.65 亿美元，占分行国际结算总量的 7.8%。第二、涌现出一批创新型龙头企业，如怡亚通、年福实业、朗华、一达通、飞马国际、普路通等。其中怡亚通、飞马国际与普路通已经实现中小板上市。深圳怡亚通供应链股份有限公司是中国第一家上市供应链企业。2010 年营业额达到 328 亿元，总收入超过 1 亿元，连续 8 年进入全国进出口 200 强行列，2010 年在深圳缴纳 19.5 亿元关税，全国达到 30 亿；深圳市年富实业发展公司（以下简称“年富实业”），2009 年底总资产已达 50 亿人民币（含旗下子公司），年营业额大 100 亿，并以每年 120%以上的复合增长率逐年攀升。第三、业务覆盖辐射范围不断向全国扩散。例如怡亚通公司目前拥有近 80

家分支机构，全球员工近 3000 人，在深圳、上海、香港建立结算中心，在中国范围内建立了覆盖全国约 380 个城市的深度分销与分销执行平台。年富实业在北京、上海、香港、广州、武汉、重庆、长沙等全国 10 多个一线、二线城市建立了分支机构，在香港和福田保税区分别设立了仓储公司，拥有覆盖全国的物流配送网。第四 、供应链服务链条不断拓展，产业组织与辐射带动功能逐步强化。例如，怡亚通公司现在已建立起涉及 IT、家电、快速消费品、粮油、汽车后市场（汽车售后服务）等领域的供应链服务平台体系，为 40 余家世界 500 强企业和 400 多家国内知名企业提供供应链服务，企业平台上至少集纳了全球数千亿元资金，受到平台辐射的企业不下 2 万家。年富实业凭借自身的实力以及资金筹措运作能力，运用金融工具，帮助客户盘活资金流、减少资金占用、提高资金周转率和资金安全。第五、供应链服务与电子商务融合互动，促进新兴业态的成长。如深圳一达通企业服务有限公司建立了国内第一家面向中小企业进出口外包服务平台，通过互联网一站式为中小企业和个人提供通关、物流、金融等所有进出口环节服务。

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，它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业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

2011 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展十二五规划纲要》提出大力发展

现代物流业，加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，大力发展第三方物流，优先整合和利用现有物流资源，加强物流基础设施的建设和界限。推广现代物流管理，提高物流智能化和标准化水平。

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

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，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，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。

2015 年《政府工作报告》强调促进“物流快递等新业态快速成长”；2015 年 9 月，财政部发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》要求各地对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50%计征城镇土地使用税。

（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亿开始启动，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跟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。

发展四、五线城市及农村地区

快速消费品未来的增长点不是在一、二线城市，四、五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、电子商务等家属不断互相渗透；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，深圳人探索发展出一个新兴业态，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2015年，全年生产总值17502.99亿元，比上年增长8.9%。其中，第一产业增加值5.66亿元，下降1.7%；第二产业增加值7205.53亿元，增长7.3%；第三产业增加值10291.80亿元，增长10.2%。第一产业增加值占全市生产总值的比重不到0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为41.2%和58.8%。人均生产总值157985元，增长5.2%，按2015年平均汇率折算为25365美元。

在现代产业中，现代服务业增加值7134.47亿元，比上年增长11.6%；先进制造业增加值5165.57亿元，增长11.5%；高技术制造业增加值4491.36亿元，增长9.7%。在第三产业中，交通运输、仓储和邮政业增加值526.51亿元，增长7.6%；批发和零售业增加值2006.90亿元，增长2.6%；住宿和餐饮业增加值340.72亿元，增长4.0%；房地产业增加值1627.77亿元，增长16.8%。四大支柱产业中，金融业增加值2542.82亿元，比上年增长15.9%；物流业增加值1782.70亿元，增长9.4%。

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），控股股东持有公司 36.54%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，是中国第一家上市供应链企业，旗下有 250 余家分支机构，全球员工逾万人。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 100 万家，同时“两天、两地、一平台”战略的推出让公司在互联网时代进一步加强了竞争力。

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 1000 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”，2015 年业务量突破 640 亿元，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、洋山等供应链基地在内的五大供应链基地。公司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。五大基地总面积逾 30 万平方米。

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，公司自主研发具有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用提供技术保障。

七、重大事项

2014 年 8 月，公司公告非公开发行股票预案，拟向不超过十名特定投资者发行合计不超过 1.5 亿股（含）股票，发行价格不低于 7.19 元/股，募集资金净额不超过 12 亿元，用于增资深圳市怡亚通深度供应链管理有限公司以及 380 平台物流基础设施配置和信息化建设，并补充 380 平台运营资金。项目投资完成后，公司将形成以 380 平台业务流转为基础，遍布全国骨干城市的自有物流基础设施、构建完成高效的现代仓储配送体系，综合运用互联网、物联网、云计算、大数据等新技术，形成业务、物流、仓储、配送、数据等相互融通、并行应用的运转体系，推动公司现有业务的发展，并为供应链融资、市场分析、市场营销等新型业务的良性拓展奠定基础。截至 2015 年 5 月 23 日，公司非公开发行已完成，增加股份 0.37 亿股，发行价格 33.57 元/股，募集资金净额 12.00 亿元。目前募集资金已投入使用 6.09 亿元。

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、2016 年第七次临时股东大会审议及第五届董事会第八次会议审议通过，拟发行股票合计不超过 50000 万股（含 50000 万股），募集资金总额不超过 51.89 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 传媒平台建设和星链互联网 B2B2C 平台建设）。对于 2016 年 8 月收到的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161845 号），公司已经对有关问题作出书面说明和解释，并向中国证监会行政许可受理部门提交了书面回复意见。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。

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的供应链整合服务平台，并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三类：广度供应链业务（以下简称“广度业务”）、深度供应链业务（以下简称“深度业务”）、全球采购业务和供应链金融服务。广度业务和深度业务为公司的核心业务。2015 年公司营业总收入同比上涨 17.93%，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，业务板块规模不断增长，使得深度业务收入大幅上涨。公司的金融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，近年金融业务板块收入持续上涨。2013~2015 年，公司整体收入快速增长，综合毛利率随着广度业务毛利率 2015 年大幅提升而增长 1.85 个百分点，2015 年实现营业总收入 399.39 亿元，综合毛利率为 7.06%。

2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 417.46 亿元，其中深度业务占 69.27%，比重进一步提高，广度业务比重下降至 28.48%。2016 年 1~9 月，公司广度业务实现收入 118.89 亿元，同比增长 78.17%，主要系公司实施大客户战略，加强了客户导入管控，客户数量大幅增加，延伸供应链管理业务所致；同期，公司深度业务实现收入 289.16 亿元，同比增长 29.00%，主要系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，2016 年 1~9 月，公司综合毛利率 6.90%，较 2015 年底略有下降。

表 1　近年公司经营构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-9 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	99.95	48.38	4.60	125.85	37.23	3.59	132.40	33.15	6.10	118.89	28.48	5.93
深度业务	97.09	47.00	5.21	201.95	59.74	5.50	254.20	63.65	6.82	289.16	69.27	6.79
全球采购与产品整合业务	8.45	4.09	3.34	8.35	2.47	5.77	9.81	2.46	4.15	6.81	1.63	5.28

金融业务	1.09	0.53	82.70	1.92	0.57	77.36	2.98	0.75	79.47	2.60	0.62	67.38
合计	**206.58**	**100.00**	**5.25**	**338.06**	**100.00**	**5.20**	**399.39**	**100.00**	**7.06**	**417.46**	**100.00**	**6.90**

资料来源：公司提供

注：本表中2013年营业总收入与财务分析部分2013年营业总收入存在差异，主要系公司2015年会计政策变更，审计报告仅将财务数据追溯调整至2014年所致。

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）。

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 2　近年公司广度业务情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
广度业务量	291.58	361.99	376.92	246.61
广度营业总收入	99.95	125.85	132.40	118.89
广度营业成本	95.35	121.33	124.32	111.84
广度综合毛利	4.60	4.52	8.08	7.06
广度综合毛利率	4.60	3.59	6.10	5.93

资料来源：公司提供

从广度业务营业总收入来看，2013~2015年，公司广度业务量呈稳定增长趋势，2015年较2013年增长4.12%，主要系广度供应链业务IT产品业务量上升，且单位价值相对较高，导致业务量增长。公司广度业务成本也随着广度业务量的增长呈现增长趋势，但涨幅低于收入，导致公司毛利率2015年较2014年增长3.23个百分点。

2016年1~9月，公司广度业务量246.61亿元，同比增长12.97%；广度营业总收入118.89亿元，综合毛利率5.93%。其中，广度供应链业务以IT产品为主，收入达到102.28亿元，占广度业务的86.03%。

表 3　近年公司广度业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-9 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	553381.89	55.37	664113.40	52.77	1153311.55	87.11	1022804.73	86.03

家电	15759.49	1.58	33142.83	2.63	19590.58	1.48	12369.53	1.04
医疗	57210.06	5.72	49439.04	3.93	42919.62	3.24	55581.31	4.67
化工	339937.06	34.01	430507.98	34.21	39764.60	3.00	43172.94	3.63
其他	33221.62	3.32	81261.71	6.46	68390.13	5.17	55015.87	4.63
合计	**999510.12**	**100.00**	**1258464.96**	**100.00**	**1323976.48**	**100.00**	**1188944.38**	**100.00**

资料来源：公司提供

从广度业务营业成本来看，2013~2015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9月底，广度业务公司共有仓库33个，仓库面积达到29887.50平方米，仓库吞吐量265522.00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 4　近年公司广度业务成本情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品采购成本	903504.21	94.76	1166399.06	96.14	1196650.18	96.25	1077241.35	96.32
仓储成本	9037.63	0.95	8408.31	0.69	7612.97	0.61	7050.03	0.63
物流成本	35462.58	3.72	33293.97	2.74	32611.93	2.62	28903.19	2.58
海关费用	1379.78	0.14	1321.73	0.11	1466.32	0.12	935.29	0.08
搬卸理货费	2032.11	0.21	1927.57	0.16	2464.03	0.20	2477.25	0.22
其他	2078.04	0.22	1941.47	0.16	2408.97	0.19	1781.40	0.16
合计	**953494.34**	**100.00**	**1213292.11**	**100.00**	**1243214.40**	**100.00**	**1118388.51**	**100.00**

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司广度业务主要集中在IT通信领域，集中度超过50%，且有逐年增长的趋势。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。

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。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。2015年新增落地合资公司60家，至此，深度380分销服务平台合资公司

超过100家，并与超过1000个快消及家电品牌商达成战略合作，业务覆盖全国25个省级行政区的200个城市，服务于超过100万的终端零售门店，业务规模居于行业第一。

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。

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5　近年公司深度业务收入构成情况（单位：万元、%）

行业	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT 与通信	232724.85	23.97	594053.52	29.42	324376.60	12.76	286985.71	9.92
家电	1099.34	0.11	821.96	0.04	98257.54	3.87	242079.58	8.37
快速消费品	444046.33	45.73	1140129.68	56.46	1926135.03	75.77	2076544.92	71.81
化工	53885.12	5.55	70133.03	3.47	151139.78	5.95	265258.19	9.17
贵金属	214246.90	22.07	193979.39	9.61	17764.05	0.70	--	--
纺织品	22846.96	2.35	18157.05	0.90	24364.64	0.96	20695.04	0.72
其他	2085.56	0.21	2183.07	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	**970935.06**	**100.00**	**2019457.70**	**100.00**	**2542037.64**	**100.00**	**2891563.44**	**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，收入大幅增长，2015年毛利率为6.82%，同比小幅增长0.60个百分点。公司深度业务收入主要由快速消费品和IT与通信收入构成，快速消费品主要由母婴、酒饮、食品、日化构成。近年来，公司加强了与全球大型IT厂商合作，同时快速消费品需求上涨，深度业务收入2015年为254.20亿元，同比大幅增长26.88%；贵金属收入下滑明显。

深度业务成本主要为商品采购成本，2013~2015年，均占总成本的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。

2016年1~9月，公司深度业务实现收入289.16亿元，同比增长28.99%，产品结构较2015年变动不大。成本方面，2016年1~9月，公司深度业务成本269.54亿元，同比增长27.90%。增速低于收入增长。毛利率方面，2016年1~9月公司综合毛利率6.79%，较2015年同期有所增长，主要系快速消费品毛利增长所致。

表 6　近年公司深度业务成本情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品采购成本	888547.65	96.54	1842468.77	96.55	2268376.89	95.76	2586088.19	95.95
物流费	13661.46	1.48	27539.20	1.44	40967.46	1.73	44206.72	1.64
仓储费	6428.29	0.70	14740.58	0.77	24052.13	1.02	26385.91	0.98
分销费用	7106.96	0.77	15466.02	0.81	33475.95	1.41	36119.96	1.34
其他	4602.16	0.50	8185.77	0.43	1877.02	0.08	2570.07	0.10
合计	**920346.52**	**100.00**	**1908400.34**	**100.00**	**2368749.45**	**100.00**	**2695370.85**	**100.00**

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司深度业务主要集中在IT通信和快速消费品领域，集中度超过65%。2013年以来，公司不断拓展深度业务，深度业务多元化格局逐步形成，下游集中度较高风险得到缓解，整体抗风险能力有所提高。

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。同时，公司深度业务通过多元化发展，有效提高了整体抗风险能力。

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。

2013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。

2015年全球采购中心的收入为9.81亿元，较上年同期增长17.53%，综合毛利为4075.06万元，较上年同期下降15.36%，综合毛利率为4.15%，较上年同期下降1.62个百分点。主要原因为公司对业务体系进行了优化，将一部分无法与公司发展相匹配的分子公司关停并转所致。

2016年1~9月，公司全球采购业务收入6.81亿元，同比下降3.44%，主要系公司优化业务体系，将部分无法与公司发展相匹配的分子公司关停并转所致；综合毛利率5.28%，较2015年有所增长。

金融业务

公司供应链金融服务由子公司深圳市宇商小额贷款有限公司（以下简称“深圳小贷”）和赣州市宇商小额贷款有限公司（以下简称“赣州小贷”）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。

表 7　近年公司小贷业务情况（单位：万元、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
个人贷款和垫款	24962.92	28126.86	43415.36	36558.43
企业贷款和垫款	52719.84	101034.37	147942.91	177728.53
其中：贷款	52719.84	87170.84	147942.91	177728.53
贷款余额	77682.76	129161.23	191358.27	214286.96
减：减值准备	988.15	1484.92	2094.07	2094.07
发放贷款及垫款期末余额	76694.61	127676.31	189264.20	212192.90
业务量	10874.10	19195.27	29760.21	26043.39
利息收入	10874.10	19195.27	29760.21	26043.39
利息成本	1881.67	4346.41	6110.32	8496.34
综合毛利	8992.43	14848.86	23649.89	17547.05
综合毛利率	82.70%	77.36%	79.47%	67.38%
年平均资金成本	7.72%	8.72%	8.22%	7.39%
年平均贷款利息	18.33%	18.73%	16.58%	15.10%

资料来源：公司提供

截至2015年底，小贷公司贷款余额19.14亿元，其中个人贷款和垫款4.34亿元，企业贷款和垫款14.79亿元；风险拨备0.21亿元；小贷公司共放贷18.93亿元，实现营业总收入2.98亿元，毛利润2.36亿元。截至2015年底，小贷公司逾期贷款余额5478.00万元，由于部分涉及企业正在相关案件审理过程中，未能判断最终损失，小贷公司共计提贷款损失准备2094.07万元。

截至2016年9月底，小贷公司贷款余额21.22亿元，较2015年底增长11.98%，增长主要来自于对公司供应链企业的贷款。2016年1-9月实现营业总收入2.60亿元，毛利润1.75亿元。截至2016年9月底，小贷公司逾期贷款余额3061.98万元，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2255.34万元。

此外，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”）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2015年底，宇商租赁资产为2.54亿元，所有者权益2.05亿元，营业总收入为0.17亿元，营业利润为0.07亿元。截至2015年底宇商租赁未出现贷款逾期。

截至2016年9月底，宇商租赁资产为23566.87万元，所有者权益20907.37万元，营业总收入为439.94万元，营业利润为296.24万元。截至2016年9月底宇商租赁未出现贷款逾期。

2. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数波动下降，分别为3.94次、7.33次和5.71次；存货周转次数近三年分别为7.20次、12.03次和8.20次；总资产周转次数近三年分别为0.93次、1.86次和1.46次。

总体来看，公司经营效率良好。

3. 未来发展

2015年下半年，公司互联网供应链集群正式成立，围绕流通行业打造B2B2C/O2O全方位、全渠道共生共荣的生态圈平台，帮助产业链转型升级，提高企业经营效率，同时为个人消费者提供多样化服务。

公司确定未来几年发展方向，把传统经济模式（原有的广度供应链、深度380平台、全球采购中心）与新经济模式结合，从线下走向线上，打造中国最大的流通行业的生态平台，最核心的是要打造五大互联网O2O互动平台。实现“业务全球化、平台互联网化、运营大数据化、服务智能化、管理精细化”，全面打造流通行业供应链商业生态圈，以共享、共赢为宗旨，汇聚多样化组织，构建能力互补的价值网络，实现全链条上的关键优势资源协同发展，跨界融合，形成强大竞争力，从而创造一种动态平衡的商业发展生态，让所有参与者共享生态圈机会与利润，实现最经济、最大限度的成长。

未来怡亚通供应链商业生态圈战略将以消费者为核心，以完善的供应链服务平台为载体，将互联网新技术与供应链服务相结合，构建五大服务平台：即B2B/O2O分销平台、B2B2C/O2O零售平台、O2O终端营销平台、O2O金融服务平台、O2O增值服务平台，全面覆盖流通行业里的500万家终端门店，紧密聚合品牌企业、物流商、金融机构、增值服务商等各大群体，致力于打造一个跨界融合、平台共享、共荣共生的O2O供应链商业生态圈。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015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2016年三季度财务报表未经审计。

截至2015年底，公司纳入合并范围的子公司共372家，合并范围较2014年底新增子公司176家、减少1家。截至2016年9月底，公司合并范围较2015年底新增79家，减少3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2015年底，公司资产（合并）总计328.13亿元，所有者权益合计66.19亿元（其中包含少数股东权益15.75亿元）。2015年，公司营业总收入399.39亿元，利润总额5.54亿元。

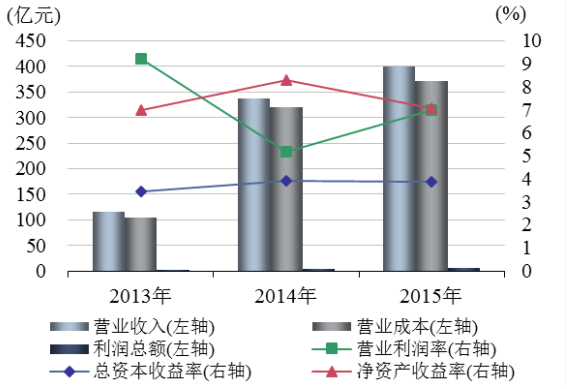
截至2016年9月底，公司资产（合并）总计379.28亿元，所有者权益合计75.03亿元（其中包含少数股东权益21.91亿元）。2016年1~9月，公司营业总收入417.46亿元，利润总额5.75亿元。

2. 盈利能力

随着产业链的延伸和主营产业规模的扩大，公司收入规模快速增长，2015年实现营业总收入399.39亿元，同比增长18.14%，主要系深度业务（380平台）收入大幅增长所致；近三年营业成本年均增长率87.69%，增幅高于营业总收入增长率。2015年公司营业成本370.60亿元，同比增长15.80%。

随有息债务和业务量的快速增加、380业务推广、市场业务费和广告宣传及样品费的快速增长，2015年公司期间费用为22.99亿元，同比增加63.47%；但受益于营业收入的快速增长，期间费用占营业收入比重较2014年有所下降，2015年为5.76%。

图2　公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

2015年，公司利润总额和净利润分别为5.54亿元和4.69亿元。同期，公司净资产收益率和总资本收益率均呈下降态势，2015年分别为7.08%和3.85%。

[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）（以下简称“瑞华”）、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。

随着公司深度供应链业务不断发展，2016年1～9月，公司实现营业收入417.46亿元，较2015年底增长4.53%，营业利润率为6.99%。2016年1～9月，公司实现利润总额为5.75亿元，较2015年底增长3.71%。

跟踪期内，随着产业链的延伸和主营产业规模的扩大，公司收入规模和利润规模快速增长，期间费用虽然波动下降，但对利润仍形成一定侵蚀，同时非经常性损益对公司利润形成有力补充。

3. 现金流分析

从经营活动看，2013～2015年，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，2015年分别为427.00亿元和727.61亿元；其中，收到其他与经营活动有关的现金300.62亿元，主要系收回的代垫及税金增加所致。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，2015年分别为383.25亿元和745.67亿元；其中，支付其他与经营活动有关的现金同比增长309.48亿元，主要系代垫货款及税金增加所致。截至2015年底，经营活动产生的现金流量净额为-18.05亿元，较2014年底增长14.03亿元。

从收入实现质量指标看，2013～2015年，公司现金收入比有所增长，截至2015年底，公司现金收入比为106.91%，较2014年底增长3.49个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动看，2013～2015年，公司投资活动现金流入快速下降，年均复合下降41.07%，截至2015年底，公司投资活动现金流入为3.77亿元，较2014年底下降18.99%，主要系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、以前期间处置子公司于本期收到的现金）减少所致；2013～2015年，公司投资活动现金流出波动中有所增长，年复合增长41.78%，截至2015年底，公司投资活动现金流出20.91亿元，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、本期支付以前期间取得子公司的现金净额、处置以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产支付的现金）增长所致；2013～2015年，公司投资活动产生的现金净额分别为0.46亿元、-0.54亿元和-17.14亿元。

从筹资活动看，2013～2015年，公司筹资活动现金流入快速增长，年复合增长39.11%，截至2015年底，公司筹资活动现金流入427.33亿元，主要是取得借款收到的现金；筹资活动现金流出快速增长，年复合增长38.98%，截至2015年底，公司筹资活动现金流出为371.32亿元，主要是偿还债务所支付的现金；2015年公司筹资活动产生的现金流量净额为56.01亿元。

2016年1～9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-33.16亿元和-2.10亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额为17.03亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量一般；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。

4. 资本及债务结构

随着业务的增长和产业链的延伸，公司资产总额快速增长，截至2015年底，公司资产总计328.13亿元，同比增长50.16%。资产结构方面，截至2015年底，流动资产占比79.34%，非流动资产占比20.66%。资产结构以流动资产为主。截至2015年底，公司受限资产75.18亿元，占总资产22.91%。

截至2015年底，公司流动资产合计为260.34亿元，较2014年底增长45.82%，主要由货币资金（占34.56%）、应收账款（占31.77%）、存货（占21.84%）和预付款项（占7.42%）构成。

截至2015年底，货币资金89.96亿元，同

比增长 19.69%，主要是公司增加资金储备，用于年末备货及扩张深度 380 业务规模，公司货币资金由库存现金（占 0.03%）、银行存款（占 41.06%）和其他货币资金（占 58.90%）构成，其中其他货币资金（主要为用于担保的定期存款或通知存款、银行承兑汇票及信用证保证金）全部为受限货币资金，2015 年底达到 52.99 亿元，货币资金资产质量一般，一定程度上影响公司资产流动性。

受公司销售规模快速增长影响，应收账款快速增长，截至 2015 年底公司应收账款 82.72 亿元，同比增长 64.80%，主要系公司业务量增加所致。从账龄结构看，1 年以内的占 89.02%，1 至 2 年占 9.54%，2 至 3 年占 1.06%，3 年以上占 0.39%。截至 2015 年底，公司根据账龄分析法计提坏账准备 0.56 亿元，计提比例为 0.68%（其中 3 年以上计提 100%坏账准备）。应收账款前五名合计 6.50 亿元，占应收账款总额的 7.78%，集中度较低。

截至 2015 年底，公司预付款项 19.33 亿元，同比增长 61.44%，主要为预付采购款。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 56.86 亿元，同比增长 69.68%，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 2015 年底，公司存货账面余额 57.18 亿元，其中原材料占 1.80%，在产品占 0.10%，库存商品占 98.08%。2015 年，公司共计提跌价准备 0.32 亿元。由于深度业务公司不承担商品贬值、退货风险，跌价风险可控性强。

截至 2015 年底，公司非流动资产 67.80 亿元，同比增长 69.55%，主要来自发放贷款及垫款、无形资产和长期股权投资的增长；非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 27.92%）、长期股权投资（占 14.87%）、投资性房地产（占 22.40%）、固定资产（占 10.76%）和无形资产（占 18.82%)构成。

截至 2015 年底，公司发放贷款及垫款 18.93 亿元，同比增长 48.24%，主要系公司小额贷款公司业务发展迅速所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 10.08 亿元，同比增长 123.08%，主要系公司增加对湖北功效裕农电子商务股份有限公司（0.16 亿元）、俊知集团有限公司的投资（4.99 亿元）以及对伟仕股份的股权投资增加所致（4.94 亿元）。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 15.19 亿元，同比增长 8.87%，主要系“深圳怡亚通整合物流中心项目”用于出租部分的房产价值评估增值所致。

截至 2015 年底，公司固定资产 7.29 亿元，同比增长 41.73%，主要系新购置房屋建筑物所致。截至 2015 年底，固定资产中用于抵押的账面净值为 4.75 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产 12.76 亿元，同比大幅增长，主要系公司于 2015 年购置一块深圳市宝安区土地增加土地使用权 11.5 亿元所致。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 379.28 亿元，较 2015 年底增长 15.59%。资产结构变动不大，其中流动资产占 80.95%，非流动资产占 19.05%。

跟踪期内，随着生产经营规模扩大，公司资产规模快速扩大，资产构成较稳定，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，占用公司资金量大。非流动资产以发放贷款及垫款和投资性房地产为主，存在一定回款风险和公允价值变动风险。整体资产质量尚可。

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长率为 49.38%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 66.19 亿元，同比增长 69.53%，其中股本、资本公积、其它综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占所有者权益的 15.81%、33.40%、6.35%、18.62%和 23.79%。截至 2015 年底，资本公积 22.11 亿元，同比增长 13.49 亿元，主要因公司 2015 年非公开发行股票，募集资金净额 12.00 亿元；其它综合收

益主要为自用房地产转换为投资性房地产的公允价值变动产生的收益。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益为 75.03 亿元，较 2015 年底增长 13.36%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。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 9 月底，公司股本 21.00 亿元，较 2015 年底增加 10.54 亿元，资本公积减少至 11.96 亿元。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年底，公司负债合计 261.95 亿元，同比增长 45.94%，负债结构中，流动负债占 92.09%，非流动负债占 7.91%。

截至 2015 年底，公司流动负债 241.22 亿元，同比增长 46.81%，主要由短期借款（占 73.23%）、应付票据（占 16.43%）和应付账款（占 5.31%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款大幅增长，年均复合增长 57.88%，截至 2015 年底，公司短期借款 176.66 亿元，同比增长 32.00%，主要系公司业务快速扩张，相应的向银行获取的流动贷款增加所致。截至 2015 年底，公司短期借款由质押借款（占 36.67%）、信用借款（占 1.41%）和抵押和保证借款（占 61.92%）构成。

截至 2015 年底，公司应付票据 39.62 亿元，同比大幅增长，全部为银行承兑汇票。2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 46.31%，截至 2015 年底，公司应付账款 12.81 亿元，同比大幅增长，全部为应付采购款。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 20.72 亿元，同比增长 36.59%，主要为长期借款的增长；非流动负债主要由长期借款（占 35.41%）、应付债券（占 55.50%）和递延所得税负债（占 8.53%）构成。

截至 2015 年底，长期借款为 7.34 亿元，同比大幅增长，主要系公司业务快速扩张，向银行获取贷款增加所致。

截至 2015 年底，公司应付债券 11.50 亿元，主要系公司于 2014 年发行公司债券 11.50 亿元所致。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 304.26 亿元，较 2015 年底增长 16.15%，主要系公司应付票据、其他流动负债和应付债券增加所致。其中，截至 2016 年 9 月底，公司应付票据为 61.55 亿元，较 2015 年底增长 21.92 亿元，主要系公司业务快速扩张，增加银行票据需求所致；同期，公司新增其他流动负债 10.00 亿元，主要系公司发行两期短期融资券所致；截至 2016 年 9 月底，公司应付债券为 22.50 亿元，较 2015 年底增加 11.00 亿元，主要系公司发行两期共计 7 亿元私募债和 4.00 亿元中期票据所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 239.12 亿元，同比增长 41.66%，主要系短期债务中短期借款和应付票据大幅增长和长期借款增加所致。公司债务结构以短期债务为主。同期，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 22.16%、78.32%和 79.83%，分别较 2014 年减少 3.58 个百分点、2.89 个百分点和 2.31 个百分点。

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务 272.71 亿元，较 2015 年底增长 14.05%，主要系公司应付票据和新发债券所致。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 29.96%、78.42%和 80.22%，公司债务负担有所加重。

2017 年，公司将有三期短期融资券到期债券，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。

跟踪期内，公司有息债务规模逐年增长且债务规模较大，债务结构以短期债务为主，整体债务负担重。考虑到公司受限资产占比较大，可用货币资金相对较少，短期偿债压力

大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，流动比率和速动比率分别为 107.92%和84.35%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为-25.82%、-19.96%和-7.48%。考虑到公司货币资金中受限资金占比较高，公司短期偿债压力大。

长期偿债能力指标方面，2013~2015年公司的利润总额逐步增长，公司EBITDA分别为5.65亿元、9.59亿元和13.45亿元；EBITDA/利息倍数三年分别为2.09倍、1.91倍和1.90倍，相应的全部债务/EBITDA倍数分别为18.25倍、17.60倍和17.78倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

截至2016年9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339.63亿元（其中境外授信额度21.17亿元），未使用额度为128.84亿元（其中境外授信未使用额度17.59亿元），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. 对存续期内债券覆盖程度

截至 2015 年底，公司债券“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”共计发行额度 15.6 亿元，公司现金类资产（剔除受限资金）18.80 亿元，为上述合计发行额度的 1.21 倍；截至 2016 年 9 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）13.87 亿元，为“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”发行额度总和的 0.89 倍；2015 年公司经营活动现金流入量为上述合计发行额度的 46.64 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“16 怡亚通 CP001”、“16 怡亚通 CP002”和“16 怡亚通 CP003”覆盖能力较弱。

7. 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2016年12月19日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，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。

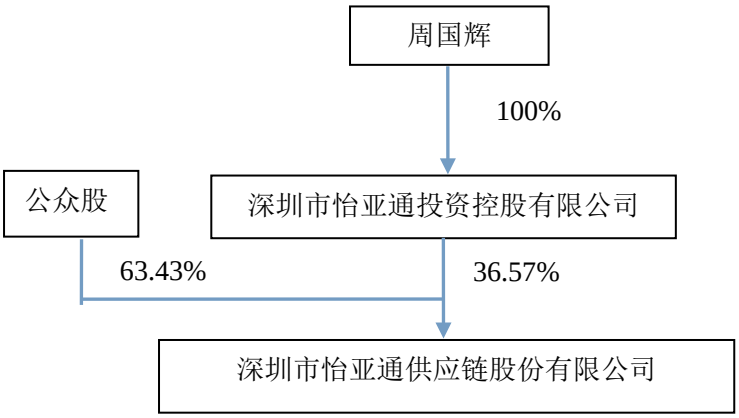
8. 抗风险能力

基于对公司资产与收入规模、废弃资源回收行业前景、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较强。

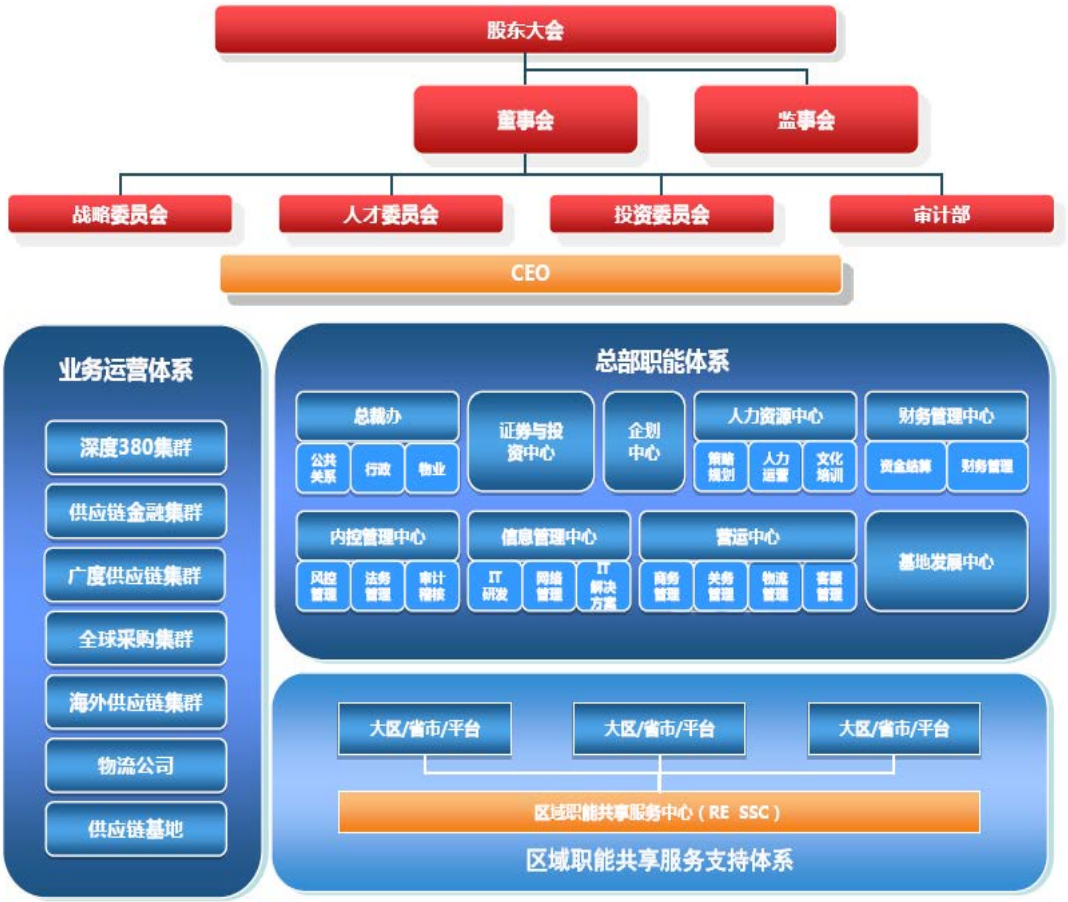
十一、结论

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”A-1 的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.25	78.76	93.98	78.76
资产总额(亿元)	145.21	218.53	328.13	379.28
所有者权益(亿元)	29.66	39.04	66.19	75.03
短期债务(亿元)	94.24	155.26	220.28	240.61
长期债务(亿元)	8.91	13.53	18.84	32.09
全部债务(亿元)	103.15	168.79	239.12	272.71
营业总收入(亿元)	116.23	221.42	399.39	417.46
利润总额(亿元)	2.63	4.19	5.54	5.75
EBITDA(亿元)	5.65	9.59	13.45	--
经营性净现金流(亿元)	-27.19	-32.80	-18.05	-33.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.94	7.33	5.71	--
存货周转次数(次)	7.20	12.03	8.20	--
总资产周转次数(次)	0.93	1.86	1.46	--
现金收入比(%)	93.57	103.42	106.91	96.77
营业利润率(%)	9.21	7.90	7.00	6.99
总资本收益率(%)	3.46	3.91	3.85	--
净资产收益率(%)	7.01	8.30	7.08	--
长期债务资本化比率(%)	23.11	25.74	22.16	29.96
全部债务资本化比率(%)	77.67	81.21	78.32	78.42
资产负债率(%)	79.57	82.13	79.83	80.22
流动比率(%)	109.50	108.66	107.92	113.61
速动比率(%)	90.78	88.26	84.35	83.28
经营现金流动负债比(%)	-25.82	-19.96	-7.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	1.91	1.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.25	17.60	17.78	--

注：1. 2016 年三季度财务数据未经审计；2. 短期债务中考虑了其他应付款中的非金融机构借款；3. 由于公司 2015 年会计政策变更，为保证数据可比性，选取 2015 年年初数作为 2014 年数值。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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　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