

信用等级公告

联合〔2020〕088号

联合资信评估有限公司通过对深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据信用状况进行综合分析和评估，确定深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用等级为 AA，深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十八日



深圳市怡亚通供应链股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

债项概况：

本期中期票据发行规模：6 亿元

本期中期票据期限：3 年

担保方式：本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	4	
			偿债能力	3
			调整因素和理由	
控股股东深圳市投资控股有限公司对公司在业务拓展、融资环境等方面支持力度大			+1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

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”）作为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）控股的供应链管理上市公司，形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式。近年来，公司持续优化业务结构、进行精细化管理并提升风险管控水平，收缩部分垫资重的项目后经营现金流净额状况改善明显，但相应利润规模呈现下滑。同时，随着实际控制人的变更，公司本部融资环境得到改善，资金规划能力增强；控股股东实力强且对公司支持力度大，公司先后获得深圳投控借款及担保合计金额超过 50 亿元，资金压力得到有效缓解。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受业务模式影响，公司应收账款及存货仍对运营资金仍形成大量占用；受限资产占比高、债务负担重、短期债务周转压力仍然存在；期间费用及资产减值损失对利润侵蚀严重；公司下属子公司较多且管理难度高、小贷业务客户贷款及垫款存在一定回收风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司持续优化供应链收入结构以及收缩风险高的供应链金融项目，公司盈利能力和现金流有望得到改善。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。本期中期票据由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，深担增信作为深圳担保集团有限公司（以下简称“深圳担保集团”）根据监管政策以及自身要求而设立的专业从事债券增信业务的子公司，担保实力强，有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期中期票据的偿还能力极强，违

分析师：徐 璨 黄冠嘉

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 中
国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

约风险极低。

优势

1. **外部发展环境良好。**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. **股东实力强，对公司资金及融资支持力度大。**公司股东深圳投控实力强，且对公司支持力度大，公司已先后获得深圳投控的直接借款和担保借款合计金额超过 50 亿元，资金压力得以有效缓解。
3. **公司业务规模大，覆盖区域广。**公司深度供应链业务已经形成了线上星链云商与线下深度 380 分销平台综合运营模式，业务已覆盖全国 30 个省级行政区的 280 个城市，业务量和收入规模不断扩大。
4. **现金流改善明显。**近年来，公司持续优化业务结构，收缩部分垫资重的项目，同时拉长与上游品牌商的结算账期并加快下游资金回笼，经营活动现金净流量持续增加。
5. **公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。**本期中期票据由深担增信提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

关注

1. **公司上下游客户行业集中度很高，且存在一定管理压力。**公司上下游客户集中于 IT、通信行业和快速消费品行业，易受上述行业景气度影响。且公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。
2. **债务负担重，短期偿债压力大。**公司业务模式导致应收账款及存货规模大，对营运资金占用明显，业务扩张持续依赖外部融资，短期资金周转紧张。
3. **受限资产占比高。**截至 2020 年 3 月底，公司累计抵（质）押资产合计 137.17 亿元（其中受限货币资金 73.71 亿元），占 2020 年 3 月底净资产的 161.62%，主要用于银行抵（质）押贷款、保证金和保理借款。
4. **公司对客户的贷款及垫款存在一定回收风险。**截至 2020 年 3 月底，公司小额贷款业务对客户贷款及垫款 8.71 亿元，其中逾期余额 0.92 亿元，计提贷款损失准备 0.55 亿元。
5. **担保比率较高，存在一定或有负债风险。**截至 2020 年 3 月底，公司对并表平台提供贷款担保额度合计 56.85 亿元；对外担保金额 1.91 亿元，分别占公司 2020 年 3 月底净资产的 66.98%和 2.25%，担保比率较高。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.84	19.60	19.46	30.87
资产总额(亿元)	472.62	433.92	419.01	433.19
所有者权益(亿元)	86.52	86.35	84.25	84.87
短期债务(亿元)	311.50	280.79	263.44	277.96
长期债务(亿元)	31.27	24.61	34.84	35.55
全部债务(亿元)	342.77	305.40	298.28	313.51
营业收入(亿元)	685.15	700.72	720.25	138.26
利润总额(亿元)	7.64	2.04	0.22	0.18
EBITDA(亿元)	21.61	21.05	20.13	--
经营性净现金流(亿元)	0.41	16.37	26.14	1.30
营业利润率(%)	7.01	6.99	5.65	5.80
净资产收益率(%)	6.76	1.83	0.23	--
资产负债率(%)	81.69	80.10	79.89	80.41
全部债务资本化比率(%)	79.85	77.96	77.98	78.70
流动比率(%)	106.85	106.79	111.63	110.29
经营现金流动负债比(%)	0.12	5.10	8.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.86	14.51	14.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.27	1.13	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	282.95	265.97	283.52	286.60
所有者权益（亿元）	39.79	44.92	44.48	44.82
全部债务(亿元)	203.58	133.02	202.84	212.33
营业收入(亿元)	139.97	164.84	283.44	48.38
利润总额(亿元)	3.00	6.54	0.30	0.03
资产负债率（%）	85.94	83.11	84.31	84.36
全部债务资本化比率(%)	83.65	74.76	82.02	82.57
流动比率（%）	94.08	91.05	93.20	93.17
经营现金流动负债比(%)	12.02	-2.80	0.94	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已扣除受限部分，其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标，长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

主体评级历史:

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/6/12	徐璨 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AA	稳定	2019/07/31	徐璨 魏丰	贸易行业企业评级方法（2018 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA	稳定	2017/06/30	方晓 魏丰	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA	稳定	2016/06/23	方晓 徐璨	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 11 月，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.SZ）。2018 年 5 月和 2018 年 9 月怡亚通控股就转让部分公司股份事项与深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）签署了《股份转让协议书》，上述协议约定的股份交割已于 2018 年 10 月 18 日办理完毕，股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司 388453701 股股份（占公司股份总数的 18.30%），怡亚通控股持有公司 378979799 股股份（占公司股份总数的 17.85%）。根据公司于 2018 年 12 月 28 日发布的《关于重大事项进展情况暨股票复牌的公告》（以下简称“复牌公告”），怡亚通控股于 2018 年 12 月 27 日出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“承诺函”）。根据承诺函，自承诺函出具之日起，怡亚通控股持有的公司股份数不低于 212269782 股时，继续保持无条件且不可撤销地放弃 212269782 股股份（公司股份总数的 10%）对应的表决权，亦不委托任何其他方行使该等股份的表决权。根据承诺函，怡亚通控股持有的公司表决权比例将由 17.85% 下降至 7.85%。公司于 2018 年 12 月 28 日收到深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》，深圳投控确认自怡亚通控股《放弃部分表决权的承诺函》出具之日

起取得公司的控制权，正式成为公司的控股股东。

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 21.23 亿元，第一大股东深圳投控持有公司 18.30% 的股权（不存在对外质押），第二大股东怡亚通控股持有公司 17.85% 股份（表决权比例为 7.85%，持有公司股份中质押比例为 69.25%），公司控股股东为深圳投控，实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。

截至 2020 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 2019 年底，公司资产（合并）总计 419.01 亿元，所有者权益合计 84.25 亿元（其中包含少数股东权益 24.94 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，利润总额 0.22 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产（合并）总计 433.19 亿元，所有者权益合计 84.87 亿元（其中包含少数股东权益 24.87 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，利润总额 0.18 亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区新安街道海旺社区 N26 区海秀路 2021 号荣超滨海大厦 A 座 2111；法定代表人：周国辉。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年 6 月注册中期票据额度 22 亿元，本期拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 6 亿元，期限为 3 年，按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集的资金将全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3

公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7
-------------	-----	-----	-----	-----	------

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分

别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难

为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经

济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业及区域经济环境

公司目前主营业务以供应链业务为主，基于此，本报告行业分析围绕供应链管理行业展开。

1. 行业概况

目前中国供应链管理行业尚处在发展前期，市场潜力较大。

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。

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。

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，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，与全球众多顶尖企业达成长期的战略合作伙伴关系。深圳市朗华供应链服务有限公司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。深圳市一达通供应链服务有限公司（以下简称“一达通”）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。

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，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，但中国企业整体供应链管理与其他先进国家仍处于落后位置。国内供应链管理行业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厦门象屿股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、怡亚通、深圳市普路通供应链管理股份有限公司等。

（1）物流行业

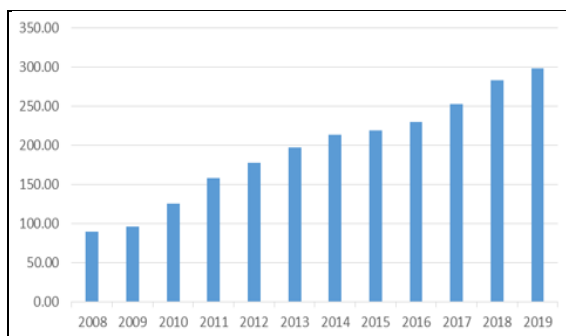
物流服务是供应链管理企业重要的收入来源；近年来，中国物流行业规模持续增长，但增速略有下降。

物流服务是供应链管理中的一项重要服务，物流服务收入是供应链管理企业的重要收入来源。近年来，中国物流业总体规模平稳增长，服务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2019 年全国社会物流总额 298.00 万亿元，同比增长 5.90%，增速比上年下降 0.50 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 269.60 万亿元，同比增长 5.70%，增速比上年下降 0.50 个百分点；进口货物物流总额 14.30 万亿元，同比增长 4.70%，增速比上年上升 1.00

个百分点；农产品物流总额 4.20 万亿元，同比增长 3.10%，增速同比下降 0.40 个百分点；单位与居民物品物流总额 8.40 万亿元，同比增长 16.10%；再生资源物流总额 1.40 万亿元，同比增长 13.30%。从物流市场结构看，工业品、进口货物、农产品、再生资源及单位与居民物品物流总额保持增长；农产品和工业品物流业务增速有所放缓。

图 1 近年来中国物流总额及变化趋势

(单位：万亿元)



资料来源：Wind

物流费用方面，2019 年中国社会物流总费用 14.60 万亿元，同比增长 7.30%，增速同比下降 2.50 个百分点；其中，运输费用 7.70 万亿元，同比增长 7.20%；保管费用 5.00 万亿元，同比增长 7.40%；管理费用 1.90 万亿元，同比增长 7.00%。2019 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.70%，同比下降 0.07 个百分点。物流收入方面，2019 年物流业总收入 10.30 万亿元，比上年增长 9.00%，增速同比下降 5.50 个百分点。

(2) 快消品行业

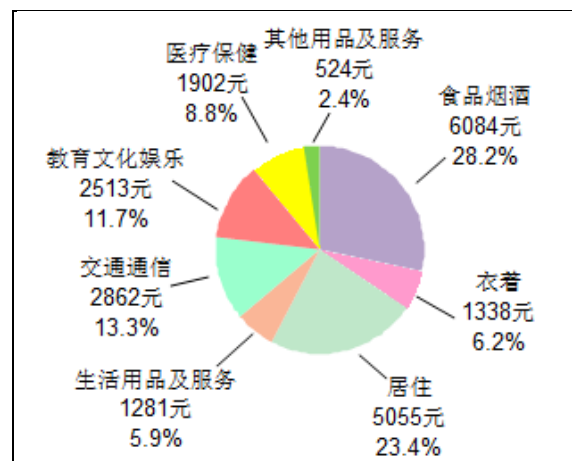
2019 年，中国快消品市场销售额呈现平稳增长趋势。

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《2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年社会消费品零售总额 411649 亿元，较上年增长 8.00%。按消费类型统计，商品零售额 364928 亿元，较上年增长

7.90%；餐饮收入额 46721 亿元，较上年增长 9.40%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品类零售额较上年增长 10.20%，饮料类较上年增长 10.40%，烟酒类较上年增长 7.40%，服装、鞋帽、针纺织品类较上年增长 2.90%，日用品类较上年增长 13.90%，家用电器和音像器材类较上年增长 5.60%，中西药品类较上年增长 9.00%，文化办公用品类较上年增长 3.30%，通讯器材类较上年增长 8.50%，建筑及装潢材料类较上年增长 2.80%，石油及制品类较上年增长 1.20%，汽车类较上年下降 0.80%。同时，全国实物商品网上零售额 85239.00 亿元，较上年增长 19.50%，占社会消费品总额的比重为 20.70%，较上年上升 2.30 个百分点。

2019 年，全国居民人均消费支出结构中，食品烟酒为最大支出项目，占据人均消费支出的 28.20%；将食品烟酒类和生活用品及服务类计入快消品品类，2019 年快消品消费在居民消费的比重约为 34.10%，是居民消费金额最大的项目。

图 2 2019 年居民人均消费支出结构



资料来源：2019 年国民经济和社会发展统计公报

2. 行业政策

2019 年以来国家持续积极鼓励供应链行业发展，供应链管理企业面临良好的政策环境。

2019 年 1 月，深圳市出台《关于促进深圳市供应链金融发展的意见》，成为全国首个市级供应链金融专项政策。该政策鼓励金融机构建立专门的供应链金融产品、风控、考核等制

度支持体系，开发适合制造业供应链融资特征的信息系统。鼓励银行业金融机构发起设立供应链金融专营机构、事业部和特色分支机构。支持商业保理公司、融资租赁公司、小额贷款公司、融资担保公司等机构在供应链金融领域发挥差异化作用。支持以市场化方式组建商业保理行业互助担保基金，发起设立再保理公司。

2019年7月，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于推动供应链金融服务实体经济的指导意见》，要求银行保险机构应依托供应链核心企业，基于核心企业与上下游链条企业之间的真实交易，整合物流、信息流、资金流等各类信息，为供应链上下游链条企业提供融资、结算、现金管理等一揽子综合金融服务。

2020年1月，银保监会联合商务部和外汇局印发了《关于完善外贸金融服务的指导意见》，鼓励银行在审慎评估应收账款真实性和稳定性、有效把控应收账款常态余额水平的前提下，开展外贸应收账款融资及相关业务创新，实现授信、放款、还款的灵活安排，与外贸“单多量小、周转较快”的特点相适应。鼓励银行在有效把控出口退税账户变更情况等基础上开展出口退税账户相关融资，未退税款可视同企业应收账款一并进行质押融资。鼓励银行在有效把控供应链信息流、物流、资金流和完善交易结构的基础上，围绕核心企业开展面向上下游的境内外供应链金融服务。

3. 行业关注

(1) 行业处于起步阶段，市场化程度较低

全国来看，现代物流及供应链管理只是在少数发达地区和先进企业中得到了重视和发展。在广大中西部地区和边远省份，现代意义上的物流还未真正起步。即使是在经济发达的东部沿海地区，物流及供应链管理的社会化、市场化程度也还很低，这种模式在很大程度上限制和延迟了工商企业对高效率的专业化、社会化物流及供应链管理服务的产生和发

展，这也是当前制约中国物流及供应链管理服务业快速发展的一个重要瓶颈。

(2) 宏观经济波动的影响

目前，中国经济正处于转型期，未来宏观经济波动的不确定性增大，不确定的宏观经济环境，势必对国民经济各个行业产生影响。供应链管理服务业依赖于所服务行业的市场规模及其供应链管理外包比例，如果宏观经济对供应链管理服务业市场规模产生较大影响，势必会传导至供应链管理服务业，进而影响其发展。

(3) 行业专业人才短缺

中国在物流及供应链管理研究和教育方面还非常落后，物流及供应链管理知识远未得到普及。企业对人才也未予以足够重视，从事物流及供应链管理的人员相应地缺乏业务知识、业务技能，从而不擅管理。缺乏规范的物流及供应链管理人才培养途径导致企业短期培训仍然是目前物流及供应链管理培训的主要方式。物流及供应链管理专业人才短缺严重阻碍着我国物流及供应链管理行业的发展。

(4) 管理体制和机制存在发展障碍

现代物流及供应链管理的发展，要求打破传统的行业与区域限制，建立一个统一、开放、竞争有序的大市场。但目前中国现代物流及供应链管理服务业刚刚起步，市场管理与行业管理的关系还没有理顺，在多头管理、分段管理的体制下，政策法规相互之间有矛盾且难以协调一致，这些因素在相当程度上影响和制约了现代物流及供应链管理服务业的发展。从各地看，地区经济发展不平衡，地方保护主义依然存在。因此，中国物流及供应链管理发展呈现出明显部门化、区域化特征，工业、商业、物资、交通等各自为政，相互间协调性差，造成了资源浪费。

4. 未来发展

供应链管理行业未来市场空间巨大，发展前景良好。

（1）深港区域经济一体化

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。2019年，深圳市第三产业占GDP比重已达58.6%，其中现代服务业增加值9306.5亿元，同比增长9.0%；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。

（2）供应链金融服务不断扩大

中小企业的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。

（3）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。

（4）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据的分析，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为上市公司，截至2020年3月底，第

一大股东深圳投控持有公司18.30%股权（不存在对外质押），第二大股东怡亚通控股持有公司17.85%股份（表决权比例为7.85%，持有公司股份中质押比重为69.25%）。公司控股股东为深圳投控，实际控制人为深圳市国资委。

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，旗下有超过570家分支机构。经过多年发展，怡亚通面向全国整合的线下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，行业内竞争力较强。

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。公司已连续五年上榜《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，均为公司自有业务。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基地位于长沙市岳麓区。

3. 人员素质

公司高级管理人员综合素质较高，且具备

多年的外贸进出口工作经历和企业管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工文化素质结构合理，能够较好地满足公司发展需要。

公司现有高层管理人员包括总裁、副总裁、董事会秘书和总会计师共 10 人，大多已在公司工作多年，对公司整体状况十分熟悉，具有丰富的企业管理经验。

公司董事长、总经理周国辉先生（1997 年创办怡亚通），51 岁，英国威尔士大学工商管理学硕士，深圳市福田区总商会副会长，曾任深圳特安电子有限公司总经理，深圳市智星电脑技术有限公司总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司在职职工 12332 人。按学历划分，本科及以上学历、大专、中专及以下学历的人员分别占 38.21%、48.35% 和 13.44%；按岗位构成划分，管理人员占 40.12%、技术人员占 2.47%、销售人员占 19.48%、行政及其他人员占 37.93%。

4. 技术水平

公司研发了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营提供技术保障。

公司供应链管理服务的组织和实施通常高度依赖管理信息系统。公司从 2000 年开始信息化建设，至今信息中心投入资金约 2 亿元，团队 200 人。为更好的满足客户业务需求和提高公司运作效率，公司 2004 年起与毕博管理咨询公司（BearingPoint）共同研发了结合自身与客户业务特点的 Eternal 信息系统，该系统是毕博管理咨询公司通过 CMM5 认证的样板项目。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

件和 workflows 管理审批软件等。

5. 股东支持

深圳投控成为控股股东后，在资金和融资方面对公司支持力度大，未来随着其对公司的持续支持，公司经营模式及发展战略有望进一步优化，公司发展前景良好。

深圳投控成为公司第一大股东后，为公司发展提供了大力支持，公司融资环境得到较大改善。2018 年以来，公司先后获得深圳投控借款和担保合计金额超过 50 亿元。其中 2019 年，深圳投控为公司提供 10 亿元专项资金支持用于业务发展（计入短期借款科目）、通过委托贷款提供 17 亿元资金支持（计入短期借款科目）、通过其下属担保子公司为公司在资本市场融资提供合计约 32 亿元的增信支持。此外，公司于 2019 年纳入深投控整体授信，新增多家合作银行，获得授信金额整体有所增加。

人员方面，在原有财务总监派驻基础上，2020 年 2 月深圳投控新派驻副总裁负责全面整合怡亚通和深圳投控的合作，同时在授信方面帮助怡亚通与银行进行直接沟通。

实际控制人变更以来，公司在资金和融资方面获得控股股东较大支持，未来随着怡亚通和深圳投控的进一步整合，公司持续获得支持的可能性大。

6. 企业信贷记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440300279398406U），截至 2020 年 7 月 6 日，公司本部不存在未结清不良信贷信息记录。公司已结清信贷记录中包括 2 笔合计 1.80 亿元人民币的关注类流动资金贷款，根据国家开发银行深圳市分行于 2017 年 6 月 19 日出具的《关于怡亚通贷款质量分类说明》，人民银行企业征信系统显示怡亚通的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发

银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；1笔1582.28万港元关注类流动资金贷款和4笔（包括850.93万美元和1582.28万港元）关注类贸易融资贷款，根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2笔共107.89万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

六、管理分析

总体来看，公司整体运作规范，法人治理结构完善，管理制度健全，能够满足公司正常运营需要。近年来，随着公司主业经营规模的扩张，公司子公司数量及下属子公司层级明显增多，管理链条较长，增加了管理的难度。

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会、高级管理人员等构成的法人治理结构。

股东大会为公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会报告；修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，董事会由七名董事组成，设董事长一人，副董事长一人。董事会、持有或合并持有公司股份 3%以上的股东，可以提出董事候选人，并经股东大会选举或更换，每届任期三年，可连选连任。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会决议；决定公司经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设总经理一名，副总经理若干名，由董事会解任或解聘，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司基本管理制度；制定公司的具体规章。

公司设监事会，由三名监事组成，包括两名股东代表与一名职工代表，监事会设主席一人。监事会中的职工监事由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会行使检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等权利。

总体来看，公司治理结构能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

公司根据职责划分结合业务运营实际情况，设立了总裁办、投资部、证券事务部、企宣中心、经营中心、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，各职能部门相互配合，相互制约。

公司设立了较为全面的内部控制、财务管理制度、对外担保制度、投融资管理制度、人力资源相关制度、内部审计考核制度、物流安全监管制度、现金管理制度和资金管理办法，对公司重大事项进行决策和管理。

财务管理制度方面，公司制定了《募集资金管理制度》《分支机构财务管理制度》《应收账款管理制度及流程》《分公司/事业部财务管理实施细则》《借款和各项费用开支审批程序》《财产盘点制度》《控股子公司财务管理规定》《库存货物管理规定》《固定资产管理制度》等一系列财务管理制度，推行一体化垂直管理，成立集团财务中心对分、子公司财务进行划区管理，设华南区、华东区、北方区、海外区（海外香港总部），并实施财务负责人制度。财务管理以集团财务为核心，制定财务管理流程、制度，以垂直管理各分区，监察各大区业务流程、制度的执行，并指导各大区的财务工作。

投融资管理方面，公司制定了《金融衍生品交易业务控制制度》以及《子公司向当地银行申请授信的工作指引》。在金融衍生品交易方面，公司明确投资计划审批流程、从事交易业务的资金来源、投资规模限制、集团和子公司各层审批权限。对投后监督与管理进行了具体规定。募集资金管理制度方面，公司对募集资金的存放、使用和管理制定具体的制度。公司对募集资金建立专户存储，限制账户的金额与用途，并制定募集资金管理与监督制度检查资金的使用情况。子公司申请银行授信方面，公司制定《子公司授信管理制度》并发布《关于强调集团统一授信管理的通知》，规定了子公司授信工作具体流程，限制授信额度的担保，集团原则上对非全资子公司的授信不承担连带责任担保，并制定了授信后风险管理的相应措施。

担保管理方面，公司《对外担保决策制度》规定了公司对外担保的审批条件和程序，规定对外提供担保时需经股东大会审议，并要求对外担保对象必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。当公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的 30%以后提供担保需经股东大会审议通过。

子公司管理方面，公司实行矩阵式管理架构，各个业务平台负责管理下设分、子公司的业务运营，但子公司资金调度、骨干人员配置、财务核算等方面进行集中统一管理，各业务平台及下属子公司可以与公司总部在财务、IT 人力资源、行政、客服、风控、营运等方面共享。

物流管理方面，公司广度业务在仓库盘点、物流安全管理、物权风险防范、标准仓储流程、先进先出作业程序、货物验收、仓库工作等方面制定了各项规章制度；公司对深度业务制定了《深度 380 物流管理制度》等。

风险控制方面，2004 年公司开始建立风险控制制度，通过制定《风险管理手册》，对合同的订立、审核、审批等以及各类业务流程中

的资信、收货/装运、存货控制、收款和支付等重要业务环节风险控制做出详细规定。

七、重大事项

1. 实际控制人变更

2018 年 5 月 15 日，公司原控股股东怡亚通控股就转让部分公司股份事项与深圳投控签署了《股份转让协议书》，并于 2018 年 5 月 31 日，怡亚通控股与深圳投控就该《股份转让协议书》签署了《股份转让协议书之补充协议》。按照《股份转让协议书》的约定，怡亚通控股将其持有的公司 282318810 股股份（占公司总股本的 13.30%）转让给深圳投控，每股受让价格约为人民币 6.45 元，股份转让总价款为人民币 1820956324.50 元。2018 年 8 月 23 日，公司收到怡亚通控股的通知，协议各方已经收到中国证券登记结算有限公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，上述协议约定的股份交割已经办理完毕，过户日期为 2018 年 8 月 22 日，股份性质为无限售流通股。本次股份转让过户登记完成后，怡亚通控股持有公司 485114690 股股份，占公司总股本的 22.85%。深圳投控持有公司 282318810 股股份，占公司总股本的 13.30%，为公司第二大股东。

2018 年 9 月 9 日，怡亚通控股就转让部分公司股份事项与深圳投控签署了《股份转让协议书》，怡亚通控股以协议转让方式将其持有的怡亚通 106134891 股无限售条件流通股股份（占公司总股本的 5%）转让给深圳投控，转让价格为 5.5 元/股。2018 年 10 月 18 日，公司收到控股股东怡亚通控股的通知，协议各方已经收到中国证券登记结算有限公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，上述协议约定的股份交割已经办理完毕。过户日期为 2018 年 10 月 18 日，股份性质为无限售流通股。本次股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司 388453701 股股份（占公司股份总数的 18.30%），成为公司的第一大股东。

根据公司于 2018 年 12 月 28 日发布的《关于重大事项进展情况暨股票复牌的公告》（以下简称“复牌公告”），公司于 2018 年 12 月 27 日收到了怡亚通控股出具的承诺函。根据承诺函，自承诺函出具之日起，怡亚通控股持有的公司股份数不低于 212269782 股时，继续保持无条件且不可撤销地放弃 212269782 股股份（占公司股份总数的 10%）对应的表决权，亦不委托任何其他方行使该等股份的表决权。非经深圳投控书面同意，怡亚通控股不恢复上述表决权的行使。根据复牌公告，截至 2018 年 12 月 17 日，深圳投控持有公司 388453701 股股份（占公司股份总数的 18.30%），怡亚通控股持有公司 378979799 股股份（占公司股份总数的 17.85%）。根据承诺函，怡亚通控股持有怡亚通表决权比例将由 17.85% 下降至 7.85%。公司于 2018 年 12 月 28 日收到了深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》，深圳投控确认自怡亚通控股《放弃部分表决权的承诺函》出具之日起取得公司的控制权，正式成为公司的控股股东。

2. 转让控股子公司股权

公司转让下属子公司深圳前海宇商保理有限公司（以下简称“宇商保理”）股权，有利于聚焦主营业务，减少保理业务对营运资金的占用。

2019 年 12 月 24 日，公司发布《深圳市怡亚通供应链股份有限公司关于挂牌转让控股子公司深圳前海宇商保理有限公司部分股权的公告》。公司拟转让所持宇商保理 11% 股权（合计 1837 万股），完成股权转让评估后确认挂牌底价为 3662 万元。

宇商保理注册资本 1.67 亿元，经营范围为：保付代理（非银行融资类），股权结构为：公司持股 59.88%，新余峻宇投资合伙企业（有限合伙）持股 20.06%，新余锦岸投资合伙企业（有限合伙）持股 20.06%。转让后，宇商保理将成为公司参股公司。截至 2019 年 9 月底，宇商

保理资产总额 4.23 亿元，净资产 1.32 亿元；2019 年 1—9 月，宇商保理实现营业收入 0.44 亿元，净利润 -0.15 亿元。截至 2019 年 12 月 23 日，公司不存在为宇商保理提供担保和委托宇商保理理财情况；宇商保理占用公司全资子公司深圳市宇商融资租赁有限责任公司（以下简称“宇商租赁”）资金 1.80 亿元已于 2019 年底之前结清。

2020 年 3 月 19 日，公司在通过淘宝网资产竞价网络平台上进行公开竞价，最终以人民币 3662 万元的价格完成本次挂牌转让，股权受让方为深圳市佰泰投资有限公司。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司不断收缩毛利高、风险大、资金占用严重的深度业务和供应链金融业务，经营活动现金流明显改善；广度业务的发展带动公司整体收入规模持续增长；综合毛利率受上述影响呈现下滑。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入同比出现下滑。

2017—2019 年，公司营业总收入规模持续扩大，年均复合增长率 2.53%。公司以广度综合商业服务平台（以下简称“广度业务”）和 380 新流通服务平台（以下简称“深度业务”）为供应链服务载体，构建服务于各产业、各行业的全程供应链服务，上述两板块占营业总收入比重超过 95%。2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，同比增长 2.79%，主要来自广度业务的增长。2019 年，广度业务实现收入 384.47 亿元，同比增长 35.50%，占收入比重 53.38%，同比增加 12.89 个百分点，增长主要来自经营品种的拓宽；深度业务实现收入 327.12 亿元，同比下降 19.59%，占收入比重下滑至 45.42%，主要系公司持续减少部分资金占用大的项目所致；物流平台业务实现收入 8.06 亿元，收入占比为 1.12%，保持增长趋势，主要系加强物流平台建设，拓展外部业务所致。2019 年，公司持续收缩供应链金融业务，当期

实现收入 2.05 亿元。公司其他业务收入规模较小，对公司收入影响不大。

毛利率方面，随着公司持续优化业务结构，缩减毛利高、风险大、资金占用严重的业务，集中发展部分盈利较好的优质项目，近三年公司综合毛利率持续下滑，2019 年公司综合毛利率为 5.65%，同比减少 1.22 个百分点；其中广度业务毛利率为 3.00%，同比减少 0.90 个百分点，主要系新增加的部分电商合作业务初期毛利率较低所致；深度业务毛利率为 8.08%，呈持续上升趋势，主要减少项目并购，加强平台

精细化管理，通过“开源节流”以提高人均产出和优化资源配置所致；物流平台业务毛利率为 14.08%，同比下滑，主要系物流平台新导入部分购销业务的毛利较低所致。

2020 年 1—3 月，受新冠疫情影响，公司实现营业总收入 138.26 亿元，同比下降 12.53%，主要来自深度业务的下降；实现综合毛利率 5.79%，同比减少 0.55 个百分点，深度业务和广度业务业务毛利率同比略有下降，供应链金融业务毛利率同比增长显著。

表2 近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

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

注：2019 年，公司将全球采购与产品整合板块并入了广度业务核算，2017—2018 年，全球采购与产品整合收入分别为 131.14 亿元和 114.39 亿元

资料来源：公司提供

2. 广度业务

近年来，公司广度业务收入持续增长，但随着规模的扩大，对营运资金形成占用；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。

广度业务包含从原材料采购到产品销售的整套供应链流程，具体服务如国际采购、进口报关、供应商库存管理、产品分销、渠道管理等。广度业务结合各地特有的优势资源，与当地政府、国资成立相关合资公司，各合资公司聚焦具体产业。目前公司主要以成立合资公司和帮助企业运营业务两种模式提供服务。广度业务综合商业平台自 2018 年底启动至今，已在全国 23 个省、直辖市，开展了百余个项目深入洽谈，签订战略合作协议 30 多个，落地项目 10 余个。2019 年，随着市场需求变化，

广度供应链业务所覆盖的行业增加拓展至化工原料、冻品、快消品、汽车、木材、建材、有色金属、生鲜、医药、安防等领域，并引入相关行业事业部，实现业绩增量，同时推动包括跨境快贷、“分销+营销”、政企采购等创新业务模式。2019 年，公司将全球采购与产品整合板块并入了广业务核算。

（1）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，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。

（2）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。

在广度业务中，公司根据客户情况收取相应比例的保证金，并对上游提交订单和支付部分货款作为定金。由于广度业务中所涉及采购及分销的商品价格和质量规格等主要由上下游客户之间自行确定，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、物流及其他服务，因此公司不承担采购或销售价格变化、质量缺陷等经营风险。

收入分布方面，IT、通信、家电、化工和母婴产品为广度业务收入主要来源。2019年，公司的IT、通信、家电医疗和母婴产品呈现较大幅度增长，其中母婴产品增长迅速，成为广度业务第二大收入来源。2019年，公司广度综合商业服务平台业务前五大供应商采购金额占总采购金额的32.67%，其中快消品类采购金额占采购总额的20.24%；前五大客户销售金额占销售总额的49.32%，销售产品主要为母婴类、IT、通信类和家电类，客户集中度较高。

表3 近年来广度业务收入行业分布（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

广度业务中，物流和仓储环节除自有5大基地运营外，都由第三方承做。截至2020年3月底，公司广度综合商业服务平台共有仓库61个，仓库面积达到117471平方米，仓库吞吐量677020立方米/年，仓库性质为租赁/自有，主要分布在华南、华东和华北。

近年来，公司持续优化广度业务结构，实施精细化管理，清理部分盈利能力弱且资金占用大的项目，广度业务收入持续增长，增长主

要来自新增快消品类收入；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。

3. 深度业务

随着公司减少项目并购，加强平台精细化管理，380 分销平台营业收入波动下降，毛利率持续上升；公司 380 分销平台业务以快速消费品为主，行业集中度高。

公司深度业务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、酒饮和家电等，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形态成立，整合当地优质经销商，公司与当地经销商出资比例为7:3或6:4，公司总部负责品牌规划、渠道规划，以及定期下达需完成的收入、利润等指标，并派驻财务、仓储等人员；经销商负责合资公司的内部管理和运营。公司在各省设立全资子公司，作为对省内合资公司的直接管理机构。根据合资公司业务量、经营情况，公司会提供相应的产品推广、优惠折扣和后台服务等多项支持。财务方面，除派驻相关财务负责人外，公司对合资公司实行每天资金统一归集，信贷额度统一审批的管理模式；公司根据对合资公司业绩考核及经销商资产、信誉情况，对合资公司提供一定的融资担保支持，一般需要经销商提供无限连带责任等反担保措施。

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。近年来，公司对深度业务实行资源内部优化和精细化管理，通过调整上下游结算方式，减少现金流出并加快资金回笼，经营性现金流方面实现较大的改善；随着公司分销渠道的不断完善，议价能力不断增强，上游部分品牌厂商将原来的现金、预付款等结算方式调整为银票、商票及信用账期；下游客户的结算方式由以前30天~120天账期改为提前支付货款或90天银行承兑汇票。

深度业务模式下，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，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监测；此外公司按照“先到保质期先发货”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。在深度业务模式中，公司需承担一定的货物库存风险及采购资金压力，公司面临一定的商品库存滞销的风险。

表4 近年公司深度业务收入构成情况（单位：亿元、%）

行业	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家电	65.94	16.44	90.31	22.20	71.07	21.73	13.66	20.80
医疗	0.66	0.16	3.57	0.88	4.26	1.30	0.69	1.05
酒饮	98.76	24.62	97.16	23.88	76.83	23.49	13.24	20.16
母婴	65.88	16.42	63.71	15.66	52.18	15.95	12.86	19.58

日化	79.17	19.73	71.96	17.69	62.28	19.04	12.64	19.24
食品	88.09	21.96	77.33	19.01	58.48	17.88	12.29	18.71
其他	2.70	0.67	2.74	0.67	2.02	0.62	0.30	0.46
合计	401.20	100.00	406.79	100.00	327.12	100.00	65.68	100.00

数据来源：公司提供

目前，380分销服务平台公司已超过400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320个城市，服务覆盖超过150万个终端零售门店。2018年以来，公司对没有达到合作业绩目标或无法融入公司体系的380分销服务平台公司实行了退出机制，2018年共退出20家；2019年，共退出31家，未来公司在继续推广380分销业务的同时，也会对已设立的平台公司进行优胜劣汰的考核，实现业务的良性发展。

2019年以来，公司进行精细化管理，控制部分资金占用大且盈利能力弱的项目规模；2019年深度业务实现收入327.12亿元，同比下降19.59%，主要经营品种均呈现下滑。2019年，公司380分销平台业务前五大供应商采购金额占总采购金额的23.32%，前五大客户销售金额占销售总额的11.26%，客户集中度较低。从业务收入行业板块看，2019年，公司380分销平台业务收入中快速消费品占76.35%，行业集中度高。

4. 供应链金融

在国家大力去金融杠杆的大背景下，公司对供应链金融业务规模进行适度收缩并加强风险控制；受融资成本增长影响，融资租赁业务子公司宇商租赁亏损；公司客户贷款及垫款金额较大，存在一定回收风险。

公司供应链金融业务主要以围绕供应链体系内客户提供小额贷款服务、融资租赁业务以及O2O金融服务为主。跟踪期内，公司金融业务在风控措施方面无重大变化。

公司小额贷款业务主要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。跟踪期内，公司根据金融市场环境加强风险控制并收缩小额贷款业务规模。截至2019年底，公司小额贷款业务余额为8.53亿元，同比下降57.83%；小额贷款业务逾期贷款余额为1.04亿元，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，小额贷款业务共计提贷款损失准备0.75亿元。截至2020年3月底，小额贷款业务贷款余额为8.71亿元，较2019年底增长2.11%；2020年1—3月，小额贷款业务实现营业总收入0.31亿元，毛利润为0.20亿元；截至2020年3月底，小额贷款业务逾期贷款余额为0.92亿元，主要系在目前经济环境下，部分借款人出现了资金周转困难、未能及时还款的情况，该部分借款大多追加了房产、第三方等担保措施，风险在可控的范围内；小额贷款业务共计提贷款损失准备0.55亿元。

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。截至2020年3月底，宇商租赁的主要客户为深圳移卡科技有限公司。截至2019年底，宇商租赁资产为3.12亿元，所有者权益2.11亿元；2019年，营业总收入为0.02万元，营业利润为0.01万元。截至2019年底，宇商租赁未出现贷款逾期。

此外，公司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。截至2019年底，

公司 O2O 金融业务公告对外担保额度合计 15.00 亿元，合同签署额度 8.50 亿元，实际担保金额 0.37 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司 O2O 金融业务公告对外担保额度合计 10.00 亿元，合同签署额度 3.50 亿元，实际担保金额 0.45 亿元。

6. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均表现为持续增长，2019 年，上述三项指标分别为 5.65 次、8.78 次和 1.69 次，同比呈现改善，但经营效率仍处于较低水平。

7. 未来发展

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目主要包括前海总部基地项目、上海怡亚通基地项目和国商化工仓库，其中前海总部基地项目投资额较大，总投资额 12.00 亿元，主要作为公司的总部办公大厦，位于深圳市宝安区新安街道，项目开发建设的资金由工商银行提供项目贷款，该项目占地面积 4603 平方米，建筑面积约 60000 平方米，目前项目已完成基坑的施工，已开始主体工程的建设，预计 2022 年完工，截至 2020 年 3 月底已投资 6.19 亿元。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司在建工程情况（单位：亿元）

项目	计划投资总额	资金来源		建设期	截至 2020 年 3 月底已投资额	未来投资计划		
		自有	贷款			计划 2020 年 4—12 月投资额	2021 年投资额	2022 年投资额
前海总部基地	12.00	--	12.00	2017-2022 年	6.19	2.51	3.37	3.60
上海怡亚通基地	5.00	5.00	--	2017-2022 年	0.23	1.77	1.55	1.45
国商化工仓库	0.15	0.15	--	2018-2020 年	0.13	0.02	--	--
合计	17.15	5.15	12.00	--	6.55	4.30	4.92	5.05

资料来源：公司提供

公司未来将继续拓展广度业务和深度业务的网络建设，从资金驱动型转向能力驱动型，降低负债率并提升盈利能力；同时，通过数字化转型，进一步提升公司管理能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司 2020 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围变化来看，2017 年，公司纳入合并财务报表范围的主体较 2016 年底增加 91 家，减少 22 家；2018 年，公司纳入合并财务报表范围的主体较 2017 年底增加 37 家，减少

25 家；2019 年，公司合并范围新增子公司 18 家，减少子公司 43 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围内新增子公司 2 家，减少子公司 2 家。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 547 家。合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产（合并）总计 419.01 亿元，所有者权益合计 84.25 亿元（其中包含少数股东权益 24.94 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，利润总额 0.22 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产（合并）总计 433.19 亿元，所有者权益合计 84.87 亿元（其中包含少数股东权益 24.87 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，利润总额 0.18 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续下降，构成以流动资产为主；应收账款及存货规模大，对营运资金存在占用；公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模逐年下降。截至 2019 年底，公司合并资产总额 419.01 亿元，较上年底下降 3.44%。其中，流动资产占 79.28%，非流动资产占 20.72%，资产以流动资产为主，资产结构变动不大。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产规模逐年下降。截至 2019 年底，公司流动资产 332.21 亿元，较上年底下降 3.02%，变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 26.41%）、应收账款（占 37.49%）、预付款项（占 8.42%）和存货（占 21.89%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动减少。截至 2019 年底，公司货币资金 87.72 亿元，较上年底增长 5.03%，主要系银行承兑汇票及信用证保证金增加所致。公司货币资金中有 68.98 亿元受限资金，受限比例为 78.64%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金。公司货币资金受限比例很高。

2017—2019 年，公司应收账款波动减少。截至 2019 年底，公司应收账款 124.53 亿元，较上年底下降 3.30%。应收账款以按组合计提预期信用损失的应收账款（占 98.80%）为主，其中，按账龄分析法组合的应收账款账面价值为 122.02 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 96.86%，1~2 年占 2.45%，2~3 年占 0.69%。公司应收账款累计计提坏账准备 5.33 亿元，计提比例 4.28%。从集中度来看，公司应收账款余额前五名合计 7.14 亿元，占应收账款期末余额的 5.50%，集中度低。公司应收账款规模大，对营运资金形成占用。

2017—2019 年，公司预付款项波动减少。截至 2019 年底，公司预付款项 27.96 亿元，较上年底下降 15.77%，主要系深度业务减少所致。

从账龄结构看，截至 2019 年底，1 年以内的占 97.90%，1~2 年的占 1.90%，2 年以上的占 0.20%。从集中度看，按预付对象归集的期末余额前五名的预付款合计 3.25 亿元，占期末预付款项余额的 11.62%，集中度低。

2017—2019 年，公司其他应收款逐年增长。截至 2019 年底，公司其他应收款 11.64 亿元，较上年底增长 9.35%，主要系处置长期股权投资款增长所致。从构成看，以非关联方往来款（占 28.46%）和押金（占 27.11%）为主。

2017—2019 年，公司存货逐年减少。截至 2019 年底，公司存货 72.71 亿元，较上年底下降 11.21%，主要系库存商品减少所致；其中库存商品占 99.89%。公司累计计提存货跌价准备 1.40 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备；考虑到公司业务集中于 IT、通信及快消品行业，存在一定的存货跌价风险。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年下降。截至 2019 年底，公司非流动资产 86.80 亿元，较上年底下降 5.01%，主要系公司持续主动收缩宇商金控平台业务所致；公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 9.82%）、长期股权投资（占 27.56%）、投资性房地产（占 16.10%）、固定资产（占 17.07%）、在建工程（占 7.17%）和无形资产（占 12.41%）构成。

2017—2019 年，公司发放贷款及垫款快速下降。截至 2019 年底，公司发放贷款及垫款 8.53 亿元，较上年底下降 57.68%，主要系公司根据金融市场环境加强风险控制并减少发放贷款及垫款规模所致；从构成来看，以企业贷款（占 77.14%）为主；已计提贷款减值准备 0.75 亿元。

2017—2019 年，公司长期股权投资逐年增长。截至 2019 年底，公司长期股权投资 23.92 亿元，较上年底增长 35.90%，主要系公司增加对安徽鸿杰威尔停车设备有限公司（公司持股 24.20%）的股权投资 0.60 亿元、对合肥市卓怡

恒通信息安全有限公司（公司持股 42.00%）的股权投资 2.80 亿元以及按权益法确认对伟士佳杰控股有限公司（公司持股 17.35%）1.24 亿元投资收益、对俊知集团有限公司（公司持股 16.35%）确认 0.59 亿元投资收益以及对浙江通诚格力电器有限公司（公司持股 25.00%）确认 0.74 亿元投资收益所致。

2017—2019 年，公司投资性房地产逐年增长。截至 2018 年底为 13.84 亿元，同比增长 26.29%，全部为房屋及建筑物，其中存货、固定资产、在建工程转入增加 2.81 亿元，主要系公司出于盘活资产考虑，将余量仓储物流仓库等房产资源出租给外部客户，此部分房产由“固定资产”转入“投资性房地产”所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产 13.97 亿元，较上年底变化不大，全部为房屋及建筑物。

2017—2019 年，公司固定资产逐年下降。截至 2019 年底，公司固定资产 14.82 亿元，较上年底下降 4.68%，主要系计提折旧所致。从构成看，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 86.05%，运输工具占 2.81%，电子及其他设备占 11.14%。截至 2019 年底，固定资产累计计提折旧 5.42 亿元，未计提减值准备。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长。截至 2019 年底，公司在建工程 6.22 亿元，较上年底增长 20.66%，主要系公司前海总部基地项目投入增加所致。前海总部基地的总投资规模约 20 亿元，该项目的投资建设资金为银行项目贷款，截至 2019 年底已投入 12.73 亿元。

2017—2019 年，公司无形资产逐年下降。截至 2019 年底，公司无形资产为 10.78 亿元，较上年底变化不大。从构成看，无形资产账面价值中土地使用权为占 81.68%，计算机软件及其他占 18.32%；公司无形资产累计摊销 1.97 亿元，未计提减值准备。

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

表 6 截至 2020 年 3 月底公司所有权或使用权受到限制的资产情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 433.19 亿元，较 2019 年底增长 3.38%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占 79.05%，非流动资产占 20.95%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较 2019 年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

近年来，公司负债规模逐年下降，以流动负债为主；整体债务负担重，考虑到公司资产抵（质）押比率高，短期偿债压力大。

2017—2019 年，公司负债总额逐年下降。截至 2019 年底，公司负债总额 334.76 亿元，较上年底下降 3.69%，主要系流动负债减少所致；其中，流动负债占 88.90%，非流动负债占 11.10%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司流动负债规模逐年下降。截至 2019 年底，公司流动负债 297.60 亿元，较上年底下降 7.22%，主要系短期借款和其他应付款下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 60.83%）和应付票据（占 23.75%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款逐年下降。截至 2019 年底，公司短期借款 181.04 亿元，

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

2017—2019 年，公司应付票据波动增长。截至 2019 年底，公司应付票据 70.69 亿元，较上年底增长 15.64%，主要系公司应付的银行承兑汇票增长所致。从构成看，公司应付票据以银行承兑汇票（占 93.73%）为主。

2017—2019 年，公司应付账款波动下降；截至 2019 年底为 13.40 亿元，较上年底略有增长，全部为应付商品采购款及劳务款。

2017—2019 年，公司预收款项波动增长；截至 2019 年底为 10.23 亿元，较上年底略有增长，主要为预收货款（占 98.63%）。

2017—2019 年，公司其他应付款波动下降；截至 2018 年底为 18.17 亿元，较上年底增长 83.82%，增长主要来自非金融机构借款，其中有息债务规模为 5.68 亿元，主要为第二大股东怡亚通控股的短期借款（期限为 1 年，利率为 9.00%）；截至 2019 年底，公司其他应付款 7.69 亿元，较上年底下降 57.66%，主要系偿还部分借款所致。从构成看，以非金融机构借款（占 59.43%）和押金及保证金（占 26.01%）为主。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至 2019 年底为 11.01 亿元，较上年底下降 13.12%，主要系公司偿还了一年

内到期的债券所致。从构成看，一年内到期的长期借款为 5.01 亿元，一年内到期的应付债券为 6.00 亿元。

2017—2019 年，公司其他流动负债快速下降；截至 2018 年底为 4.00 亿元，为公司于 2018 年 9 月发行的 4.00 亿元超短期融资券“18 怡亚通 SCP002”（期限为 180 天），已于到期日偿还。截至 2019 年底，公司其他流动负债 0 元。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长。截至 2019 年底，公司非流动负债 37.16 亿元，较上年底增长 38.55%，主要系应付债券和长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 41.35%）、应付债券（占 52.40%）和递延所得税负债（占 5.78%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款快速增长。截至 2019 年底，公司长期借款 15.37 亿元，全部以固定资产、投资性房地产和无形资产抵押取得，长期借款较上年底增长 32.41%；长期借款以抵押和保证借款为主。从期限分布看，截至 2019 年底，1~2 年内到期的占 14.03%，2~3 年内到期的占 80.85%，3 年以上的占 4.78%，集中偿付压力较大。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降。截至 2019 年底，公司应付债券 19.47 亿元，较上年底增长 49.79%，主要系公司发行公司债券所致。截至本报告出具日，公司共有 7 只存续期内债券，合计 34.00 亿元。

表7 截至本报告出具日公司存续债券情况

债券简称	起息日	到期日	期限	债券类型	债券余额（亿元）
20 怡亚 02	2020-06-16	2023-06-16	3 年	一般公司债	5.00
20 怡亚 01	2020-06-02	2023-06-02	3 年	一般公司债	5.00
19 怡亚 01	2019-12-23	2022-12-23	3 年	一般公司债	2.00
19 怡亚通 MTN002	2019-08-20	2022-08-20	3 年（2+1）	一般中期票据	5.00
19 怡亚通 MTN001	2019-04-25	2022-04-25	3 年	一般中期票据	5.00
18 怡亚 01	2018-12-11	2021-12-11	3 年（2+1）	一般公司债	5.00
18 怡亚 02	2018-12-11	2021-12-11	3 年	一般公司债	5.00
18 怡亚通 MTN001	2018-08-21	2021-08-21	3 年（2+1）	一般中期票据	2.00
合计					34.00

资料来源：Wind 资讯

截至 2019 年底，公司全部债务 298.28 亿元，较上年底变化不大；其中，短期债务占 88.32%，长期债务占 11.68%，以短期债务为主。短期债务 263.44 亿元，较上年底下降 6.18%，主要系公司非金融机构借款减少所致。从偿债指标来看，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.89%、77.98%和 29.25%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 348.33 亿元，较上年底增长 4.05%，主要系流动负债增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 313.51 亿元，较上年底增长 5.10%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.41%、78.70%和 29.52%，较上年底分别上升 0.52 个百分点、0.72 个百分点和 0.27 个百分点。

(2) 所有者权益

近年来，公司所有者权益规模持续下降，少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益规模逐年下降。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 84.25 亿元，较上年底小幅下降，其中归属于母公司所有者权益占比为 70.40%。归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 35.79%、21.81%、9.79%和 28.47%。所有者权益结构稳定性一般。

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

4. 盈利能力

近年来，公司营业总收入持续增长，期间费用对利润侵蚀较重；利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力偏弱。

2017—2019 年，公司营业总收入和营业成本规模持续增长。2019 年，公司实现营业总收入 720.25 亿元，同比增长 2.79%；营业成本

678.60 亿元，同比增长 4.28%。2019 年，实现利润总额 0.22 亿元，同比下滑明显。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用波动增长。2019 年，公司期间费用总额为 42.18 亿元，较上年下降 9.48%，主要系公司优化业务结构，实施精细化运营所致，构成主要由销售费用（占 12.36%）、管理费用（占 46.24%）和财务费用（占 40.98%）构成。其中，销售费用为 5.21 亿元，较上年下降 17.51%，主要系销售费用较高的 380 分销业务减少所致；管理费用为 19.50 亿元，较上年下降 13.37%，主要系公司进行数字化变革、实现前中后台管理扁平化、各职能各业务中心共享化、业务销售去中心化所致；财务费用为 17.28 亿元，同比变化不大；2019 年，公司期间费用率为 5.86%。

2017—2019 年，公司资产减值损失逐年增长。2019 年，公司资产减值损失为 0.83 亿元，存货跌价损失为主；信用减值损失为 2.09 亿元，其中坏账损失 1.70 亿元，发放委托贷款及垫款减值损失 0.38 亿元。

2017—2019 年，公司公允价值变动收益波动较大，2019 年为 0.52 亿元，同比下降 2.71%，主要包括交易性金融资产产生的公允价值变动收益 0.35 亿元和按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动收益 0.14 亿元。

2017—2019 年，公司投资收益逐年增长。2019 年，公司实现投资收益 4.73 亿元，同比大幅增长主要系公司对伟仕佳杰和俊知集团权益法确认的投资收益增加及处置子公司取得的投资收益增加所致。2019 年，投资收益是营业利润的 27.82 倍，对公司营业利润贡献很大。

2017—2019 年，公司营业利润快速下降，分别为 7.48 亿元、2.00 亿元和 0.22 亿元；2018 年，公司营业利润同比下降 73.25%，主要系毛利率下滑所致；2019 年，公司营业利润同比下降 91.61%，主要系坏账损失规模较大所致。公司营业外收入和其他收益分别为 0.15 亿元和 0.29 亿元，对公司利润总额形成补充，其中其

他收益全部为政府补贴，营业外收入主要以业绩补偿和其他营业外收入为主；营业外支出为 0.10 亿元，主要为诉讼赔偿费 0.03 亿元和其他营业外支出 0.08 亿元。2017—2019 年，公司利润总额分别为 7.64 亿元、2.04 亿元和 0.22 亿元。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率逐年下降，2019 年为 5.65%，同比减少 1.34 个百分点；公司总资本收益率逐年增长，2019 年为 4.63%，同比变化不大；净资产收益率快速下降，2019 年为 0.23%，同比减少 1.60 个百分点。公司整体盈利能力偏弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 138.26 亿元，同比下降 12.53%，主要系受新冠肺炎疫情影响所致；当期实现利润总额 0.18 亿元，同比下降 63.31%，主要系公司计提存货跌价准备所致。

5. 现金流

近年来，经营活动现金流状况持续改善，收入实现质量良好；同时，公司加大债务偿还力度，筹资活动现金流持续呈净流出状态。考虑到公司短期债务规模大，供应链业务渠道拓展资金需求持续存在，外部融资压力较大。

从经营活动看，近年来，公司对广度业务结构持续进行转型升级，将部分纯代理业务转为分销业务，收到和支付的其他与经营活动有关的现金中代垫货款规模同比有所下降，客户贷款及垫款净减少额大幅增长；同时，深度业务方面，公司通过调整销售账期和结算方式，实现与上游结算账期的拉长及加快现金回流，经营性现金流得到改善。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量波动增长，2019 年为 933.05 亿元，同比下降 1.21%；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逐年增长，2019 年为 834.86 亿元，现金收入比为 115.91%，收入实现质量良好。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量波动增长，2019 年为 906.91 亿元，同比下

降 2.28%，其中购买商品、提供劳务支付的现金 783.20 亿元，同比略有下降；支付其他与经营活动有关的现金和客户贷款及垫款净增加额合计为 114.73 亿元，同比下降 2.94%。受上述因素影响，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续优化，2019 年为 26.14 亿元，同比增长 59.70%。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量逐年减少，2019 年为 2.40 亿元，同比大幅下降 56.08%，主要系当期赎回理财投资所收到的现金减少所致；收到其他与投资活动有关的现金 1.27 亿元，同比下降 22.24%。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量波动下降，2019 年为 6.40 亿元，同比下降 38.87%，其中支付其他与投资活动有关的现金 2.03 亿元，主要为支付债权投资的现金。受上述因素影响，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金净额波动下降，2019 年为 -3.99 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长，2019 年为 586.47 亿元，同比增长 11.67%，其中取得借款收到的现金 396.68 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，2019 年为 608.14 亿元，同比增长 9.54%，其中偿还债务支付的现金 403.07 亿元；收到和支付其他与筹资活动有关的现金以借取和归还非金融机构借款为主；2019 年，公司保证金存款的减少额和增加额分别为 153.41 亿元和 156.62 亿元，同比分别增长 131.70%和 138.90%。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流持续净流出，2019 年为 -21.67 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 1.30 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -1.41 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 11.96 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标较弱，长期偿债指标一

般。但考虑到，公司经营现金流受业务结构调整持续得到改善，以及深圳投控对公司资金及再融资方面的支持力度大且持续性强等因素，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率均值分别为109.22%和83.65%，截至2019年底分别为111.63%和87.20%，较上年底分别增加4.84个百分点和5.93个百分点。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为110.29%和87.44%，较上年底变化不大。截至2020年3月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）/短期债务为0.11倍。考虑到公司货币资金中受限资金占比很高，短期债务规模大，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年公司EBITDA分别为21.61亿元、21.05亿元和20.13亿元；EBITDA利息倍数分别为1.85倍、1.27倍和1.13倍；相应的，全部债务/EBITDA倍数分别为15.86倍、14.51倍和14.81倍。

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

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

截至2020年3月底，公司对并表平台提供贷款担保额度合计86.92亿元，实际担保金额56.85亿元；公司对外担保额度5.20亿元，实际对外担保余额为1.91亿元，担保比率为2.25%；被担保对象主要为流通领域行业小微客户以及长期股权投资对象，公司存在或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

公司本部作为融资主体，债务负担很重，主要为短期借款和应付票据；资产以货币资金、应收账款、其他应收款和长期股权投资为主；投资收益为公司本部利润的主要来源；经营活

动现金流呈净流入状态。

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

截至2019年底，公司本部负债合计239.04亿元，较上年底增长8.13%。其中，流动负债211.75亿元，非流动负债27.29亿元；流动负债以短期借款（占59.92%）、应付票据（占20.26%）、应付账款（占6.90%）和其他应付款（占7.96%）为主；非流动负债以长期借款（占26.54%）和应付债券（占71.36%）为主。截至2019年底，公司本部债务202.84亿元，其中短期债务176.13亿元；产负债率为84.31%，本部债务负担很重。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计44.48亿元，较上年底下降0.97%。其中，实收资本21.23亿元（占47.72%），资本公积10.56亿元（占23.74%），其他综合收益1.90亿元（占4.28%），盈余公积2.44亿元（占5.48%），未分配利润8.35亿元（占18.77%）。

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

2019年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为345.90亿元和343.90亿元，经营活动现金流量净额为2.00亿元，由上年的-5.61亿元转为净流入；公司投资活动现金流量净额-27.72亿元，由上年的6.18亿元转为净流出；公司筹资活动现金流入量和流出量分别为245.14亿元和229.42亿元，筹资活动现金流量净额为15.72亿元。

十、债权保护条款分析

1. 担保条款

深担增信对本期中期票据提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用和其他应支付的费用。

2. 担保人担保能力分析

(1) 主体概况及企业实力

深担增信成立于 2019 年 11 月，是深圳担保集团有限公司（以下简称“深圳担保集团”）设立的增信融资担保子公司，初始注册资本 60.00 亿元。深圳担保集团成立于 1999 年 12 月，前身为深圳市中小企业信用担保中心，是深圳市政府为解决中小企业融资难、扶持中小企业健康发展而设立的专业担保机构，2019 年 11 月由“深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司”更为现名；2019 年 12 月，深圳担保集团引进深圳市平稳发展投资有限公司（以下简称“平稳发展公司”），平稳发展公司向深圳担保集团增资 50.00 亿元，其中 34.05 亿元计入注册资本，其余作为资本公积，目前工商变更手续正在办理中，办理完成后注册资本为 114.05 亿元。深圳担保集团实际控制人为深圳市国资委。截至 2019 年底，深担增信实收资本 60.00 亿元。

表 8 2019 年底深担增信股东及持股情况

序号	股东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	深圳担保集团有限公司	60.00	100.00
合计		60.00	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理

深担增信作为深圳担保集团根据监管政策要求以及自身发展需求而设立的子公司，将立足深圳地区，并辐射大湾区，主要承担债券增信及其他大额融资担保业务。深担增信在高管团队、管理制度和业务策略等方面均沿袭母公司安排，为各项业务开展奠定了良好的基础。

根据深担增信的管理安排，深担增信在获得融资担保业务牌照后主要承担债券增信及其他大额融资担保业务，而母公司将主要承担管理职能。

2018 年，深圳市委市政府致力于促进民营经济健康发展，创新推出“四个千亿”扶持政策：减负降成本 1000 亿元以上；新增中小微企业银行信贷规模 1000 亿元以上；提供 100 亿元发债增信资金支持，新增民营企业发债 1000 亿元以上；设立总规模 1000 亿元的深圳市民营企业平稳发展基金。2019 年 3 月，深圳担保集团联合多家金融机构共同签署了《支持深圳民营企业债券融资战略合作协议》，计划为 100 家以上深圳民营企业提供 500 亿元以上的债券融资支持。在此背景下，加之受《条例》及四项配套制度影响，深圳担保集团亟需架构调整，故设立增信子公司以助力深圳市政府“四个千亿”计划的推进。

公司治理方面，深担增信初步搭建了由单一股东、执行董事、监事和经营管理机构组成的公司治理架构，各层级人员均为母公司人员兼任，高管人员具有丰富的专业背景和管理经验；深圳担保集团对深担增信已经形成了实质性的管理和控制，成立初期有利于其在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东的有力支持。内部控制方面，依托于深圳担保集团的支持，深担增信初步构建了内控管理体系并制定了相应的管理制度，能够满足当前的业务发展需求；但深担增信成立时间短，随着业务的逐步开展，人力资源的配置和相关的制度办法仍需不断完善，深担增信内控管理的有效性有待进一步检验。

(2) 业务发展

按照深担增信成立初期设定的业务规划，深担增信将作为深圳担保集团开展增信业务的主体，深圳担保集团的增信业务将逐步过渡至公司。深担增信将继续按照深圳担保集团较为稳健的业务发展思路，以深圳本地企业为主，逐步延伸拓展到大湾区其他城市，为债券

市场的优质发行人提供债券担保。由于深担增信成立时间较短，目前尚未有债券增信项目落地。

委托贷款业务方面，深担增信在成立初期利用闲置资金开展了一定规模的委托贷款业务。深担增信按照深圳担保集团的委托贷款业务思路开展相应业务，主要是为深圳担保集团贷款及债券担保客户进行前置服务以及为上市公司实际控制人提供股票质押服务，为客户提供短期流动资金。深担增信委托贷款期限均在一年以内，大多采取房产、土地、机器设备抵押，法人、实际控制人连带担保等方式作为反担保措施。截至 2019 年底，深担增信共开展 8 笔委托贷款业务，委托贷款净额为 20.50 亿元，计提减值准备比例为 0.5%。从客户集中情况来看，深担增信单一最大客户贷款余额为 5.00 亿元，存在一定客户集中风险。截至 2020 年 3 月 18 日，深担增信委托贷款业务尚未出现风险。

总体看，深担增信作为深圳担保集团的子公司，在高管团队、管理制度、业务策略等方面均沿袭母公司安排，为各项业务开展奠定了良好的基础。目前深担增信主要以闲置资金开展一定规模的委托贷款业务，未来，随着债券增信业务的逐步发展，其展业能力将逐步得到显现，业务结构将得以优化调整；但仍需关注委托贷款业务调整情况以及可能面临的风险。

（3）财务质量分析

深担增信提供了 2019 年 12 月份财务报表，财务报表未经审计。

截至 2019 年底，深担增信所有者权益合计 60.04 亿元，其中实收资本 60.00 亿元。深担增信负债为少量的应交税费和其他应付款，尚无其他负债。成立初期，深担增信资产配置以为货币资金为主，另有部分委托贷款和少量应收账款。截至 2019 年末，深担增信资产总额 60.09 亿元，其中委托贷款净额 20.50 亿元；应收账款余额 0.01 亿元。公司针对委托贷款共计提减值准备余额 0.10 亿元。

表 9 截至 2019 年底深担增信资产负债结构

（单位：亿元）

项目	2019 年底
资产总额	60.09
其中：货币资金	39.50
应收账款	0.01
其他应收款	0.08
委托贷款	20.50
负债总额	0.05
所有者权益	60.04

数据来源：深担增信财务报表，联合资信整理

2019 年，深担增信实现营业收入 0.14 亿元，以提供咨询服务业务收入为主，另有部分委托贷款利息收入；营业成本-0.04 亿元，其中主营业务成本 0.04 亿元、税金及附加支出 0.02 亿元、货币资金利息收入 0.10 亿元；资产减值损失 0.10 亿元，为针对委托贷款计提的减值准备；实现净利润 0.04 亿元。由于深担增信成立时间尚短，偿债及代偿方面压力不大，随着其持续经营，需对财务表现的定量评价结果保持持续关注。

表 10 深担增信收益指标（单位：亿元）

项目	自成立之日—2019 年底
营业收入	0.14
营业成本	-0.04
其中：主营业务成本	0.04
税金及附加	0.02
财务费用	-0.10
资产减值损失	0.10
净利润	0.04

数据来源：深担增信财务报表，联合资信整理

发展战略方面，深担增信在成立之初制定了经营发展战略和规划，对深担增信 2020—2022 年的业务规模、盈利能力、利润分配等方面提出了具体的要求。作为深圳担保集团对债券增信业务的开展主体，深担增信将致力于降低民营企业的债券融资成本，有效落实深圳市关于支持民营企业发债融资的政策以及深圳担保集团的相关战略，逐步成为一家立足深圳、辐射广东、服务全国的专业型融资担保机构。

根据深担增信的规划和测算，2020—2022 年，深担增信的业务发生额预计分别达到 606 亿、676 亿和 763 亿；实现的净利润预计分别为 5.0 亿元、6.3 亿元和 7.1 亿元；净资产收益率预计分别为净 8.02%、9.19%和 9.45%。

为了保证上述发展目标的顺利实现，深担增信将根据监管和母公司要求，建立规范的内控、财务、业务、管理及信息披露等日常管理机制。一是梳理并完善涵盖各部门和各个业务环节的业务流程，完善相关管理制度；二是完善深担增信的内部监督、风险评估和内控评价制度，确保深担增信内部控制能够有效实施、发挥作用并适时更新；三是建立健全财务制度，保证会计信息的真实、完整、可靠，客观反映预算执行情况，为决策提供依据；四是在深担增信内部逐步完善决策权、执行权和监督权的分立机制，防止权力的滥用，预防腐败行为的发生；五是实施优胜劣汰的用人机制，充分发挥员工的潜能，调动全体员工的积极性。

总体看，深担增信构建了符合自身目前情况的经营理念和发展目标，市场定位清晰，在良好资本实力及股东背景的支撑下，未来业务具有较大的发展空间。另一方面，由于成立时间短，目前母公司对增信业务的转移过程尚未完成，公司实质开展的业务较少，加之在公司治理、组织架构及人力资源配置等方面仍需健全和完善，中长期发展规划尚需在实践过程中检验。

（4）综合评价

深担增信作为深圳担保集团的子公司，高级管理层人员均来自深圳担保集团，具备丰富的金融从业经验以及较高的专业水平，加之深担增信业务发展策略及管理制度均沿袭母公司，为各项业务开展奠定了良好的基础，有助于深担增信在运营初期即具备较高的专业化运营水平；资本实力及股东背景强，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东的有力支持。另一方面，深担增信成立时间短，在治理、组织架构及人力资源配置等方面仍需

健全和完善，且随着业务的开展，将对其公司治理和内部控制水平提出更高要求；深担增信目前开展一定规模的委托贷款业务，未来业务结构调整以及可能面临的信用风险需关注。综上，联合资信认为深担增信未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

经联合资信评估，深担增信主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

十一、 本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 6.00 亿元，本期中期票据发行额度占 2020 年 3 月底长期债务的 16.88%，占全部债务的 1.91%，对公司现有债务影响不大。

截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.41%、78.34%和 29.52%。考虑到本期中期票据募集资金全部将用于偿还公司有息债务，发行后公司实际债务负担变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 878.45 亿元、944.48 亿元和 933.05 亿元，分别是本期中期票据发行额度的 146.41 倍、157.41 倍和 155.51 倍。同期，公司 EBITDA 分别为 21.61 亿元、21.05 亿元和 20.13 亿元，EBITDA/本期中期票据发行额度分别为 3.60 倍、3.51 倍和 3.36 倍。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

十二、 结论

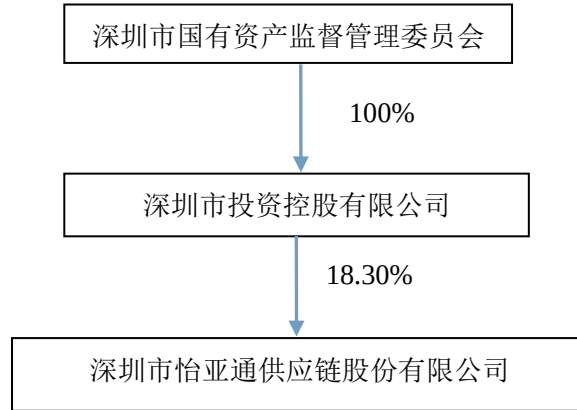
公司作为国内首家上市供应链企业，业务范围涵盖广度、深度、全球采购和供应链金融四大领域，在平台建设、流通渠道、行业覆盖度和客户资源方面具有较强竞争优势，形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运

营模式。近年来，公司持续优化业务结构、进行精细化管理并提升风险管控水平，收缩部分垫资重的项目后经营现金流净额状况改善明显，但相应利润规模呈现下滑；深圳投控入股后，公司本部融资环境得到改善，并先后获得控股股东借款及担保借款，融资压力得以缓释。公司资产中应收账款及存货规模大，对运营资金形成了大量占用，受业务模式影响，受限资产占比高，债务负担重、短期偿债压力大。此外，公司下属子公司较多且管理难度高、小贷业务客户贷款及垫款存在一定回收风险等因素对公司信用水平带来一定不利影响。

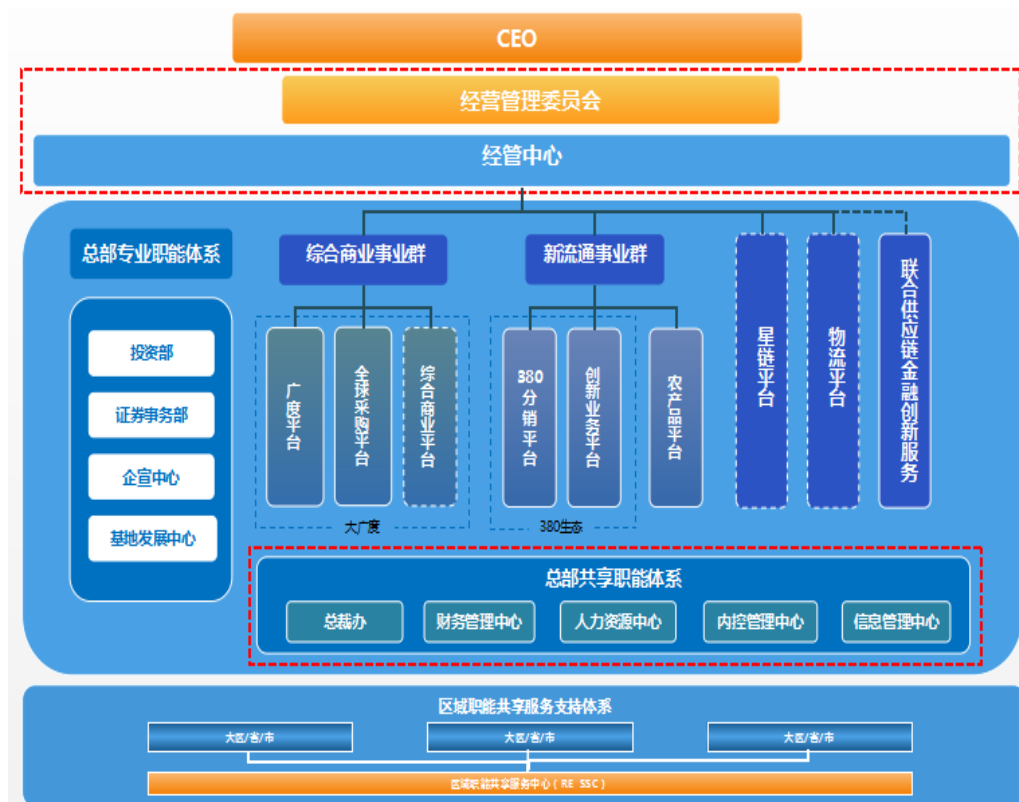
公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据由深担增信提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

综合评估，公司主体偿债风险很小，本期中期票据偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.84	19.60	19.46	30.87
资产总额(亿元)	472.62	433.92	419.01	433.19
所有者权益(亿元)	86.52	86.35	84.25	84.87
短期债务(亿元)	311.50	280.79	263.44	277.96
长期债务(亿元)	31.27	24.61	34.84	35.55
全部债务(亿元)	342.77	305.40	298.28	313.51
营业总收入(亿元)	685.15	700.72	720.25	138.26
利润总额(亿元)	7.64	2.04	0.22	0.18
EBITDA(亿元)	21.61	21.05	20.13	--
经营性净现金流(亿元)	0.41	16.37	26.14	1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.21	5.31	5.65	--
存货周转次数(次)	7.12	7.14	8.78	--
总资产周转次数(次)	1.53	1.55	1.69	--
现金收入比(%)	111.30	118.33	115.91	115.04
营业利润率(%)	7.01	6.99	5.65	5.80
总资本收益率(%)	4.09	4.60	4.63	--
净资产收益率(%)	6.76	1.83	0.23	--
长期债务资本化比率(%)	26.55	22.18	29.25	29.52
全部债务资本化比率(%)	79.85	77.96	77.98	78.70
资产负债率(%)	81.69	80.10	79.89	80.41
流动比率(%)	106.85	106.79	111.63	110.29
速动比率(%)	78.37	81.26	87.20	87.44
经营现金流流动负债比(%)	0.12	5.10	8.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.27	1.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.86	14.51	14.81	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分，其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标，长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.00	44.23	33.82	46.84
资产总额(亿元)	282.95	265.97	283.52	286.60
所有者权益(亿元)	39.79	44.92	44.48	44.82
短期债务(亿元)	174.08	113.09	176.13	185.06
长期债务(亿元)	29.50	19.93	26.71	27.26
全部债务(亿元)	203.58	133.02	202.84	212.33
营业收入(亿元)	139.97	164.84	283.44	48.38
利润总额(亿元)	3.00	6.54	0.30	0.03
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	25.61	-5.61	2.00	1.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.23	3.78	4.99	--
存货周转次数(次)	15.49	17.58	28.80	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.60	1.03	--
现金收入比(%)	125.09	97.83	100.63	126.30
营业利润率(%)	11.17	9.37	4.78	7.04
总资本收益率(%)	3.65	9.23	4.88	--
净资产收益率(%)	6.22	14.05	1.34	--
长期债务资本化比率(%)	42.57	30.73	37.52	37.82
全部债务资本化比率(%)	83.65	74.76	82.02	82.57
资产负债率(%)	85.94	83.11	84.31	84.36
流动比率(%)	94.08	91.05	93.20	93.17
速动比率(%)	89.48	86.58	88.13	87.74
经营现金流动负债比(%)	12.02	-2.80	0.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	中国中纺集团有限公司	厦门建发股份有限公司	安徽国贸集团控股有限公司	深圳市怡亚通供应链股份有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AAA	AA ⁺	AA
企业性质	中央国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	2019 年			
风险敞口（倍）	0.60	0.58	0.38	0.33
资产减值损失率（倍）	0.00	0.20	0.63	0.41
净营业周期（天）	108.47	162.83	39.02	102.31
财务数据时点	2019 年			
资产总额（亿元）	224.17	2953.99	332.60	419.01
所有者权益（亿元）	80.86	661.04	85.71	84.25
营业总收入（亿元）	262.88	3372.39	508.94	720.25
利润总额（亿元）	6.04	110.55	5.62	0.22
经营活动现金流净额（亿元）	16.96	112.15	17.19	26.14
资产负债率（%）	63.93	77.62	74.23	79.89

资料来源：联合资信整理

附件 5 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	营业总收入 / (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/营业总收入×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-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+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 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：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 6-2 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 6-3 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

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 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，深圳市怡亚通供应链股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳市怡亚通供应链股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现深圳市怡亚通供应链股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳市怡亚通供应链股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳市怡亚通供应链股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。