

信用等级公告

联合〔2020〕3239号

深圳市怡亚通供应链股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第三期）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，评级展望为“稳定”

深圳市怡亚通供应链股份有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第三期）品种一信用等级为 AAA，品种二信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳市怡亚通供应链股份有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）

信用评级报告

本期债券品种一信用等级：AAA

本期债券品种二信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 4 亿元（含），其中品种一不超过 2.40 亿元（含），品种二不超过 1.60 亿元（含）

债券期限：3 年

担保方及担保方式：品种一由深圳市高新投融资担保有限公司提供连带责任保证担保；品种二由深圳市深担增信融资担保有限公司提供连带责任保证担保

还本付息方式：按年计息，到期还本

评级时间：2020 年 10 月 9 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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国内从事供应链管理业务的上市公司，已形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式。近年来，公司营业收入持续增长，通过不断优化业务模式，经营活动现金流状况持续改善。同时，联合评级也关注到公司业务行业集中度很高、大额应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定资产减值风险、整体债务负担重且短期偿债压力较大、资产受限比例高、毛利率有所下降、期间费用对利润侵蚀较重以及净利润波动较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

2018 年，公司控股股东由深圳市怡亚通投资控股有限公司变更为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），实际控制人由自然人周国辉变更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”）。深圳投控成为控股股东后，对公司的支持将逐步落地，未来有望

进一步优化公司经营模式及发展战略，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券品种一由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）提供连带责任保证担保。高新投融资担保作为政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，资本实力和担保实力强，其担保对本期债券的信用水平有显著的提升作用。

本期债券品种二由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供连带责任保证担保。深担增信作为深圳担保集团全资子公司，股东背景强且支持力度较大，其担保对本期债务的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司有一定行业地位，资源整合能力较强。**公司是国内规模较大的供应链管理服务有限公司，已形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式，具备较强的资源整合能力。

2. **公司业务规模大，覆盖区域广。**公司深度供应链业务物流网络覆盖全国 30 个省级行政区的 300 多个城市，业务量和收入规模不断扩大。

3. **公司股东背景好，政府支持力度大。**2018 年，深圳投控成为公司控股股东。深圳投控作为深圳市国资委全资控股的公司，将在融资、管理等方面为公司提供支持。

4. **高新投融资担保和深担增信为本期债券的偿还提供了有力保障。**本期债券由高新投融资担保和深担增信提供连带责任保证担保，高新投融资担保和深担增信的资本实力和担保实

力强，其担保显著提升了本期债券的信用水平。

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。公司上下游客户行业集中度很高，容易受 IT、通信行业和快速消费品行业波动的影响。公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。

2. 公司综合业务毛利率持续下降。2017—2019 年，受新业务开展初期毛利率水平较低影响，公司综合业务毛利率分别为 6.91%、6.87% 和 5.65%，呈持续下降趋势。

3. 公司资产受限比例高，债务负担重，短期偿债压力大。截至 2020 年 6 月末，公司受限资产占总资产的比重为 30.65%；2017—2019 年，公司全部债务资本化比率分别为 79.85%、77.96% 和 77.98%，短期债务占比均超过 85%。

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

5. 公司大额期间费用对营业利润侵蚀较重，投资收益对营业利润贡献很大。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 5.59%、6.65% 和 5.86%；投资收益占营业利润的比重分别为 21.00%、70.81% 和 28.13%。

分析师

侯珍珍 登记编号（R0040215120003）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

主要财务数据

发行人—怡亚通

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	472.62	433.92	419.01	424.14
所有者权益（亿元）	86.52	86.35	84.25	84.13
长期债务（亿元）	31.27	24.61	34.84	43.95
全部债务（亿元）	342.76	305.40	298.28	309.42
营业总收入（亿元）	685.15	700.72	720.25	288.03
净利润（亿元）	5.85	1.58	0.19	0.25
EBITDA（亿元）	23.50	21.05	20.13	--
经营性净现金流（亿元）	0.41	16.37	26.14	1.57
营业利润率（%）	6.79	6.72	5.52	5.70
净资产收益率（%）	7.12	1.83	0.23	0.60
资产负债率（%）	81.69	80.10	79.89	80.16
全部债务资本化比率（%）	79.85	77.96	77.98	78.62
流动比率（倍）	1.07	1.07	1.12	1.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	1.27	1.13	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.88	5.26	5.03	--

品种一担保方—高新投融资担保

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	10.70	11.45	17.95	56.46
所有者权益（亿元）	6.99	7.30	13.68	51.95
营业收入（亿元）	1.18	1.56	1.60	1.25
期末担保责任余额（亿元）	55.03	41.70	39.80	54.77
融资性担保放大倍数（倍）	7.87	5.71	2.91	1.05
累计担保代偿率（%）	1.04	0.79	0.79	0.90

品种二担保方—深担增信

项目	2019 年
资产总额（亿元）	60.09
所有者权益（亿元）	60.04
营业总收入（亿元）	0.14
期末担保责任余额（亿元）	--
融资性担保放大倍数（倍）	--
累计担保代偿率（%）	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2020 年 1—6 月财务数据及高新投融资担保 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债和其他应付款中相关项目已调整至短期债务及相关指标核算

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

侯希新

李敬之

联合信用评级有限公司

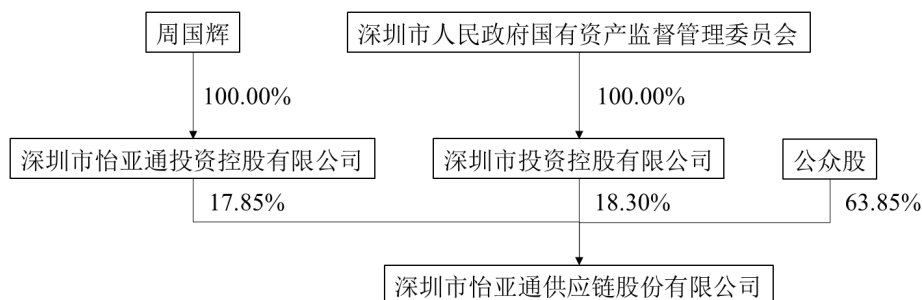
一、主体概况

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“公司”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 7,082.22 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 9,257.43 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 3,100 万股，发行后公司注册资本为 12,357.43 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.SZ）。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“怡亚通控股”）为公司控股股东。怡亚通控股分别于 2018 年 8 月和 2018 年 10 月将其持有的合计 18.30% 的公司股份转让给深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”），股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司 18.30% 股份，为公司第一大股东，怡亚通控股持有公司 17.85% 股份，为公司第二大股东。怡亚通控股于 2018 年 12 月出具了《放弃部分表决权的承诺函》（以下简称“承诺函”），根据承诺函，怡亚通控股持有的公司表决权比例将由 17.85% 下降至 7.85%。公司于 2018 年 12 月收到深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》（以下简称“告知函”），深圳投控确认自怡亚通控股承诺函出具之日起取得公司的控制权，正式成为公司的控股股东，深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）为公司实际控制人。

截至 2020 年 6 月末，公司总股本为 21.23 亿元，控股股东深圳投控持有公司 18.30% 的股权，所持公司股份无质押或冻结；公司实际控制人为深圳市国资委。

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：Wind

公司经营范围：国内商业（不含限制项目）；计算机软硬件开发；企业管理咨询；黄金、白银、K 金、铂金、钯金、钻石、珠宝等首饰的购销；化妆品的进出口及购销；汽车销售；初级农产品的购销以及其他国内贸易；机械设备租赁、计算机及通信设备租赁（不含金融租赁项目及其他限制项目）；网上贸易、进出口业务、供应链管理及相关配套服务；游戏机及配件的进出口、批发及销售；自有物业租赁；食品添加剂销售；化肥购销；铁矿石及镍矿石购销；饲料添加剂及煤炭的购销；铜精矿购销；有色金属制品的购销；润滑油的购销；会议服务（以上不含法律、行政法规、国务院决定规定禁止的及需前置审批的项目，限制的项目须取得许可后方可经营）。预包装食品（含冷藏冷冻食品），乳制品（含婴幼儿配方乳粉）批发；燃料油、沥青、页岩油的批发、进出口及相关配套业务（法律、行政法规、国务院决定规定禁止的及需前置审批的项目，限制的项目须取得许可后方可经营）；酒类的批发与零售；保健食品销售；特殊医学用途配方食品销售；大豆、大米、玉米的购销；

天然气的购销。

截至 2020 年 6 月末，公司本部设总裁办、证券投资部、公共事务发展中心、运营管理部、人力资源中心、财务管理中心、内控管理中心、信息管理中心、基地发展中心等职能部门（见附件 1）；公司纳入合并范围子公司共 526 家，拥有在职员工 11,344 人。

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

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 424.14 亿元，负债合计 340.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 60.07 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 288.03 亿元，净利润（含少数股东损益）0.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.71 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）”。本期债券发行规模为不超过 4.00 亿元（含 4.00 亿元），其中品种一发行规模不超过 2.40 亿元（含 2.40 亿元），品种二发行规模不超过 1.60 亿元（含 1.60 亿元）。债券期限为 3 年。本期债券为固定利率，票面利率根据网下簿记建档结果确定。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券面向专业投资者公开发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券品种一由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）提供连带责任保证担保，品种二由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，剩余部分拟用于补充公司及其下属子公司的流动资金、偿还金融机构借款。

三、行业分析

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

目前我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 1,000 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。

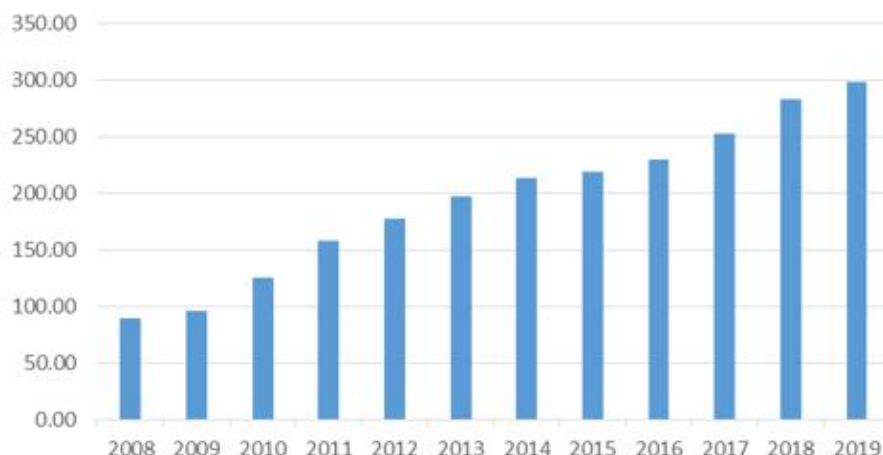
从竞争格局上看，目前供应链管理行业在中国尚处在发展前期，大部分企业已经逐渐认识到供应链的管理价值，但中国整体供应链管理水平和先进国家比仍处于落后位置。国内供应链管理服务行业企业面对的是一个相对分散同时存在巨大潜力的市场。目前国内供应链管理行业上市公司主要有厦门象屿股份有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、怡亚通、深圳市普路通供应链管理股份有限公司等。

（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，我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 2 近年来中国物流总额及变化趋势（单位：万亿）



资料来源：Wind

物流费用方面，2019 年社会物流总费用 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。

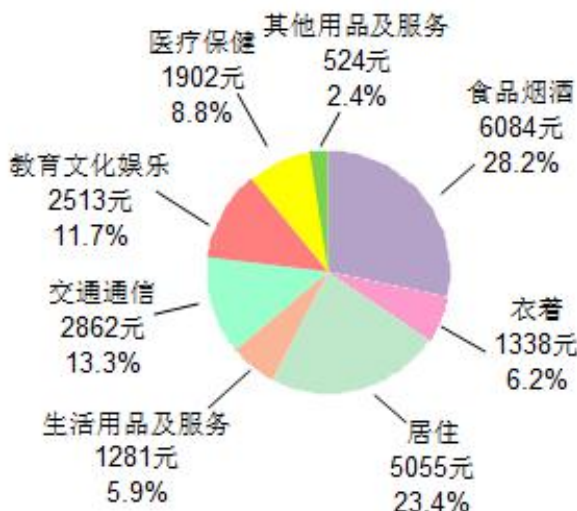
（2）快消品行业

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 411,649 亿元，较上年增长 8.00%。按消费类型统计，商品零售额 364,928 亿元，较上年增长 7.90%；餐饮收入额 46,721 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 85,239.00 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3 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

近年来国家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。

2017年10月，国务院办公厅印发了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（以下简称“指导意见”），国务院首次就供应链出台全面部署指导性文件，指明以提高发展质量和效益为中心，以供应链与互联网、物联网深度融合为路径，以信息化、标准化、信用体系建设和人才培养为支撑，创新发展供应链新理念、新技术、新模式，高效整合各类资源和要素，提升产业集成和协同水平，打造大数据支撑、网络化共享、智能化协作的智慧供应链体系，推进供给侧结构性改革，提升中国经济全球竞争力。《指导意见》明确提出“到2020年将培育100家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心”的发展目标。

2018年1月，国民经济行业分类明确了供应链管理服务单列统计类别：商业服务业-供应链管理服务。这将对供应链管理服务业持续、健康、有序发展发挥重要作用。供应链服务行业属于新经济、新业态，相对传统行业更注重轻资产运作，需具有相应独立的研究评价供应链服务行业的风险、资产质量等指标体系，供应链服务企业的银行授信和政策应用等会趋向于明朗化。

2018年6月，商务部、财政部联合发布《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建〔2018〕101号，以下简称“通知”）。通知提出按照“市场主导、政策引导、聚焦链条、协同推进”原则，以城市为载体，聚焦民生消费行业领域，开展现代供应链体系建设。通知要求充分发挥“链主”企业的引导辐射作用，供应链服务商的一体化管理作用，加快推动供应链各环节设施设备衔接、数据交互顺畅、资源协同共享，促进资源要素跨区域流动和合理配置，整合供应链、发展产业链、提升价值链，加快发展大市场、大物流、大流通，实现供应链提质增效降本。通知强调要围绕供应链组织形态推进供应链体系的标准化、智能化、协同化和绿色化，推动供应链体系的标准统一、物流规范、采购协同、信息互通、平台共享。

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》，《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，适应外贸“单多量小、周转较快”的特点。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需求的产生和发展，这也是当前制约中国物流及供应链管理服务产业快速发展的一个重要瓶颈。

（2）宏观经济波动的影响

目前，我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。供应链管理服务行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行业市场规模产生较大影响，势必会传导至供应链管理服务行业，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育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。但是由于目前中国现代物流及供应链管理服务行业刚刚起步，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行业的发展。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58.6%，其中现代服务业增加值9,306.5亿元，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，营销网络完善，具备较强的资源整合能力。

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，公司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。

公司打造以广度综合商业服务平台、380 新流通服务平台为核心的供应链服务载体，构建服务于各行业、各产业的全程供应链服务，帮助产业链上原材料供应商、品牌商、制造商、下游渠道商、销售终端、大客户、增值服务商等之间实现资源整合、信息连接、平台共享，推动公司向整合型企业发展。公司与 100 余家世界 500 强企业及 2,600 多家国内外知名企业达成战略合作关系，服务行业涵盖快速消费品（母婴、日化、食品、酒饮）、家电、通信、信息技术、医疗、终端零售等多个领域，具备较强的资源整合能力。

公司拥有六大区域集散中心，覆盖全国 30 多个省级行政区的 300 多个城市的物流网络，公司拥有包括大连、深圳龙岗、上海金桥、长沙、上海洋山港在内的五大自有供应链基地，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。

2. 人员素质

公司高级管理人员具备多年的外贸进出口工作经历和企业管理经验；公司员工文化素质能够满足公司经营发展需要。

截至 2020 年 6 月末，公司现有董事、监事及高级管理人员共 16 人，大多已在公司工作多年，对公司整体状况熟悉，具有丰富的企业管理经验。

公司董事长兼总经理周国辉先生，54 岁，中国国籍，深圳大学电子与计算机专业毕业，英国威尔士大学工商管理学硕士，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。现任公司董事长兼总经理。

公司董事姚飞先生，52 岁，中国国籍，华中科技大学西方经济学专业毕业，经济学博士。历任中油资产管理有限公司副总经理、党委委员，兼任昆仑信托有限责任公司副总裁、海通昆仑股权投资管理（上海）有限公司董事长、黑龙江龙煤矿业集团股份有限公司监事等职务。现任深圳投控副总经理。

截至 2020 年 6 月末，公司拥有在职员工 11,344 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 24.29%、35.96%和 39.75%；按岗位划分，管理人员占 0.67%、技术人员占 1.69%、销售人员占 38.24%、行政及其他人员占 59.40%。

3. 税收优惠

深圳市对高新技术企业的税收优惠政策利于公司发展。

公司于 2017 年 7 月收到由深圳市科技创新委员会、深圳市财政委员会、深圳市国家税务局、深圳市地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》（证书编号：GR201744201681）。根据国家对高新技术企业的相关税收优惠政策，公司自获得高新技术企业认定当年起三年内享受 15%的所得税税率的税收优惠。公司已于 2018 年 2 月 6 日向深圳市宝安区地方税务局新安税务所备案 2018 年度高新技术企业减按 15%的税率征收企业所得税。截至报告出具日，该证书已到期，目前公司正在申请新证书过程中。

国家财政部、国家税务总局发布了《前海企业所得税优惠目录》，其中包含现代物流业、信息服务业、科技服务业、文化创意产业四大门类 21 个优惠条目；同时，明确主营业务收入符合《前海企业所得税优惠目录》范围且达到 70%的企业，可按 15%的优惠税率缴纳企业所得税。

五、公司管理

1. 公司治理

公司作为上市公司，其治理结构完善，能够满足公司经营管理的需要。

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，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，其中独立董事四名。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。监事会中的职工代表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。监事的任期每届为三年，可连选连任。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。

公司设总经理一名，副总经理若干名，由董事会解任或解聘，每届任期三年，连聘可以连任。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。

2. 管理制度

公司管理制度较健全，能够满足公司正常运营需要。但近年来，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，增加了管理难度。

截至 2020 年 6 月末，公司根据职责划分结合业务运营实际情况，设立了总裁办、证券投资部、公共事务发展中心、运营管理部、基地发展中心、财务管理中心、人力资源中心、内控管理中心、信息管理中心等职能部门，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、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。财务管理以本部财务为核心，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》《募集资金管理制度》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、本部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》和发布《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，公司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。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入有所增长，但净利润受产品盈利能力下降，以及期间费用和信用减值损失侵蚀影响，呈大幅下降态势；受新业务开展初期毛利率水平较低影响，公司综合业务毛利率持续下降。

公司以广度综合商业服务平台和 380 新流通服务平台为供应链服务载体，构建服务于各产业、各行业的全程供应链服务。2017—2019 年，公司营业总收入分别为 685.15 亿元、700.72 亿元和 720.25 亿元，年均复合增长 2.53%，主要系广度综合商业服务平台业务规模扩张所致；公司净利润年均复合下降 81.80%，分别为 5.85 亿元、1.58 亿元和 0.19 亿元。2018 年公司净利润减少主要系融资成本上升，期间费用对利润侵蚀较重所致；2019 年公司净利润减少主要系受宏观金融环境影响，公司为控制风险收缩供应链金融业务导致利润大幅下降，且公司实行新金融工具准则，对资产减值的计量方法由已发生信用损失模型变为预期信用损失模型导致的计提减值准备金额增长所致。

从公司营业总收入的构成来看，广度综合商业服务平台业务和 380 新流通服务平台业务为公司主要收入来源，占公司营业总收入比重超过 95%，主营业务十分突出。2017—2019 年，380 新流通服务平台业务分别实现收入 403.50 亿元、408.67 亿元和 330.26 亿元，收入占比分别为 58.89%、58.32% 和 45.85%。2019 年，380 新流通服务平台业务收入较上年下降 19.19%，主要系公司 380 新流通服务平台在流通领域的合理规划并加强平台精细化管理所致。2017—2019 年，广度综合商业服务平台业务分别实现收入 283.27 亿元、287.44 亿元和 386.50 亿元，持续增长；收入占营业总收入的比重分别为 41.34%、41.02% 和 53.66%。2019 年，公司广度综合商业服务平台业务收入较上年增长 34.46%，主要系公司广度供应链业务所覆盖的行业领域增加，同时推动“分销+营销”、政企采购等创新业务模式所致。2017—2019 年，公司物流平台业务分别实现收入 5.40 亿元、7.72 亿元和 8.06 亿元，收入占比分别为 0.79%、1.10% 和 1.12%，收入和占比均持续增长，主要系公司加强物流平台建设，拓展外部业务所致。

毛利率变化方面，2017—2019 年，380 新流通服务平台业务毛利率持续上升，分别为 7.93%、8.10% 和 8.15%，主要系 380 新流通服务平台减少项目并购，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。2017—2019 年，广度综合商业服务平台业务毛利率持续下降，分别为 5.07%、4.74% 和 3.26%，主要系新增加的部分电商合作业务初期毛利率较低，且供应链金融服务业务收入和利润规模持续缩小所致；2017—2019 年，公司物流平台业务毛利率分别为 18.39%、17.69% 和 14.08%，呈持续下降趋势，主要系物流平台新导入部分购销业务的毛利较低所致。受上述因素的影响，2017—2019 年，公司综合业务毛利率呈持续下降态势，分别为 6.91%、6.87% 和 5.65%。

表1 近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
380 新流通服务平台	403.50	58.89	7.93	408.67	58.32	8.10	330.26	45.85	8.15	144.18	50.06	7.76
广度综合商业服务平台	283.27	41.34	5.07	287.44	41.02	4.74	386.50	53.66	3.26	147.09	51.07	3.53
物流平台	5.40	0.79	18.39	7.72	1.10	17.69	8.06	1.12	14.08	3.22	1.12	11.34

平台间关联交易	-7.02	-1.02	--	-3.10	-0.44	--	-4.56	-0.63	--	-6.46	-2.24	--
合计	685.15	100.00	6.91	700.72	100.00	6.87	720.25	100.00	5.65	288.03	100.00	5.81

资料来源：公司提供

2020年1—6月，公司实现营业总收入288.03亿元，较上年同期下降5.39%，主要系受新冠疫情影响所致。2020年1—6月，公司实现净利润0.25亿元，较上年同期下降61.99%，主要系公司收缩供应链金融业务导致利润大幅下降，以及根据新金融工具准则增加计提存货跌价准备所致。

2. 380新流通服务平台

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

（1）业务模式

380新流通服务平台是一种通过整合“供应链+金融+营销+物流+系统”等综合服务能力，为品牌方与合伙人打造服务模式的平台。380新流通服务平台业务针对优质品牌进行品牌运营服务，为优质品牌进行培养、赋能和运营，同时基于公司供应链商品多样化优势和覆盖全国的渠道优势，利用电商、无人售货机、社群团购等渠道拓展消费者购物场景。目前380新流通服务平台业务已从传统分销模式转向“能力驱动”业务模式。

380新流通服务平台业务包括380平台服务、品牌运营业务和新零售业务。

380新流通服务平台的发展主要依托于380平台业务。380平台业务集合快消、家电和医疗等业务平台为品牌方提供代销、直供、物流和营销等一体化服务，针对不同品牌特性设计转述平台服务转型方案。平台服务可以降低公司经营风险，提升可预期收益，实现由“资金驱动”向“能力驱动”转型。

品牌运营是指公司通过多维度多种类的服务能力，加深与品牌方合作，提升业务毛利，在现有供应链服务基础上，聚焦品牌服务板块，通过品牌管理（助力传统的品牌突围），品牌运营（助力成长中的品牌做大做强），品牌孵化（助力中小品牌成长）的创新品牌服务模式，打造高利润产品。品牌服务模式重点针对母婴、酒水、食品、日化、小家电五大品类。

新零售业务是指基于公司供应链商品多样化优势和覆盖全国的渠道优势，利用电商、无人售货机、社群团购、连锁加盟等消费渠道拓展消费者购物场景的业务模式。公司用新零售模式对原有的商业模式进行升级，构建“380生活超市&便利店（连锁商超）+智能零售（无人售货机）+星链云（电商平台）”的商业模式，从而对传统零售业进行全面升级。

从经营模式来看，公司与上游的品牌商（主要为世界五百强或行业前三的知名品牌，包括宝洁、联合利华、雀巢、中粮、美赞臣、欧莱雅等）签署经销协议，约定公司在特定区域或渠道经销品牌商的产品，公司从供应商采购货物后，将货物销售给大卖场、中型超市、药店、母婴店、批发商等终端门店。下游合作伙伴中，全国性超市有20多家，主要有沃尔玛、步步高、家乐福、华润万家、大润发、人人乐、新华都、易初莲花、欧尚、北京华联等，并为京东商城、唯品会等电商客户提供产品。公司与上游品牌商及下游终端客户均签署买卖合同，从合同形式来看，商品买卖为买断和卖断形式。

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。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天至120天账期改为提前支付货款或90天银行承兑汇票。

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。

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。

近年来，公司全面促进380一体化平台业务的发展。380分销服务平台公司已超过400家，并与超过2,000个快消及家电品牌商达成战略合作，业务覆盖全国30个省级行政区的300多个城市，服务覆盖超过150万个终端零售门店。2018年，公司对没有达到合作业绩目标或无法融入公司体系的380分销服务平台公司实行了退出机制，共退出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。

（2）业务运营

2017—2019年，380新流通服务平台业务收入主要由医疗类、快速消费品类、家电类和其他商品构成。2019年，380新流通服务平台业务中，快速消费品和家电类收入分别较上年下降18.93%和21.34%，主要系公司优化业务结构，缩减资金占用较高、盈利水平较低的项目所致；其他类占比较低，对380新流通服务平台业务收入影响不大。2019年，公司380新流通服务平台业务前五大供应商采购金额占该板块总采购金额的23.23%，前五大客户销售金额占该板块销售总额的11.15%，客户集中度较低。从业务收入行业板块看，2019年，公司380新流通服务平台业务收入中快速消费品占76.58%，行业集中度高。

表2 近年来380新流通服务平台业务行业收入分布（单位：亿元、%）

产品	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家电	66.12	16.39	90.36	22.11	71.07	21.52	35.28	24.47
快速消费品	334.03	82.78	311.97	76.34	252.91	76.58	105.89	73.44
医疗	0.66	0.16	3.57	0.87	4.26	1.29	2.16	1.50
其他	2.70	0.67	2.78	0.68	2.02	0.61	0.86	0.59
合计	403.50	100.00	408.67	100.00	330.26	100.00	144.18	100.00

资料来源：公司提供

2017—2019 年，380 一体化平台主要业务成本为商品采购成本，分别占总成本的 95.16%、94.74% 和 94.79%。除商品采购成本外，其他成本包括物流费用、仓储费用和分销成本。除自建自营的五大仓储基地外，公司其他仓储均租用第三方仓储，并通过公司派驻编制内人员进行现场管理；物流基本通过外包给第三方形式。

3. 广度综合商业服务平台

近年来，公司广度业务收入持续增长，所覆盖行业持续增加。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；但广度业务为客户垫付货款规模较大，对营运资金形成占用。此外，客户行业集中度高，降低了公司的综合抗风险能力。

广度综合商业服务平台专注于非核心业务外包，将供应链服务进行模块化输出，满足上下游客户定制化服务需求。该平台重点围绕生产制造企业，发展采购与采购执行、销售与销售执行等供应链服务，重点聚焦在 IT 设备、通讯设备、医疗器械和工业原材料等行业领域，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。广东综合商业服务平台主要分为广度业务平台和综合商业平台 2 个板块业务。其中，广度业务平台通过采购服务与销售服务为上下游客户供需提供桥梁，通过直供服务为上下游客户提供渠道连接，通过对供应商管理为上下游客户库存周转提供缓冲，利用“平台+营销合伙人”模式推动上下游客户销量增加。综合商务平台是公司以输出品牌、商业模式、运营及风控管理、信息化大数据管理和共享团队的模式，结合产业链发展和当地产业转型需要，通过与地方国企合作，整合产业资源、政策资源、金融资源和技术人才等资源，构建当地产业供应链。

按照服务指向不同，业务分为采购执行和分销执行。

（1）业务模式

公司采购执行业务是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。采购执行业务包括交易类采购执行和服务类采购执行。

从经营模式来看，交易类采购执行是公司委托方签署供应链服务协议，接受客户委托，代理客户从境外（含香港）进口指定商品，同时同供应商和客户分别签署采购和销售合同，向供应商支付价款。客户按照货物总价款的一定比例向公司支付费用（含装货费、汽运费、报关费、保险费、运输费、开证费等），公司按费用和货物总值的合计金额向客户收取代理采购的价款。服务类采购执行是公司与客户签署供应链服务协议，接受客户委托，代理客户从境外（含香港）进口指定产品，客户与供应商直接签署购销合同，公司只作为收货人与供应商接洽。服务类采购执行业务中，有不超过三分之一的业务需要公司代垫货款或税金，公司主要通过开立信用证方式支付货款，因此客户占用的主要是信用证额度，较少涉及货币资金占用。

从盈利模式来看，交易类采购执行业务通过进口货物的买卖差价盈利，服务类采购执行业务按进口货物完税金额的一定比例向客户收取服务费。

从经营风险角度看，对于交易类采购执行业务，在货物进口环节，公司作为买方在海关缴纳进口增值税，因此与进口有关的违法违规风险主要由公司承担。公司系代理客户进行采购，由于与客户和供应商签署的购销合同实现货物所有权转移，如果客户弃单或违约，公司需承担相关存货风险，并通过处置相关产品、没收客户保证金等方式收回资金。公司对代理采购的客户制定了严格的筛选机制，代理采购产品设置了行业和产品名录，产品主要集中在通用性强、变现较快的电子类产品，同时制定了严格的风险控制体系，如客户出现违约风险，公司可通过产品的变现及时回收资金。对于服务类采购执行业务，公司在收到代垫款项之前，要求全程控货，以避免发生资金回收的风险。

对于不需要垫付款项的客户，公司承担的经营风险为客户不支付综合服务费的风险。

分销执行业务主要集中在电子产品领域，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（电商、直供客户和其他指定渠道）。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。

从经营模式来看，分销执行中，公司与电子产品生产商或代理商签署协议，向其按照协定价格采购电子产品，按照厂商指定价格销售给协议约定的电商客户或者在协议约定的渠道销售商品。公司提供渠道管理、信息数据服务、物流配送等供应链服务。

从盈利模式来看，公司与供应商和客户分别签署采购合同（订单）和销售合同（订单），通过货物买卖差价盈利。

从经营风险角度看，分销执行业务根据协议对象不同风险各有差异。如与飞利浦中国投资有限公司、中国移动通信广东分公司的合作中，公司分别作为飞利浦小家电的经销商和苹果手机的经销商，在协议约定渠道内进行销售，产品以买断的形式进行采购，合同约定供应商原则上不负责退货或保价，公司需要承担一定的存货风险。但在实际运营过程中，小家电产品的更新换代比较慢，公司采购的安全库存保持在 90 天之内，存货跌价损失风险较小，对于超期较久的库存商品，供应商会给予优惠政策。苹果手机的需求量较大，周转速度较快，没有出现滞销导致的库存风险。而公司与青岛雷神科技有限公司、苏州海尔信息科技有限公司、北京百纳威尔科技有限公司等公司的合作中，公司作为供应链服务商，向上述供应商采购的产品均销售给供应商指定的电商或特定客户，公司按照采购金额的一定比例收取服务费，服务费一般在每批次公司应付供应商的货款中以折扣形式抵消，最终体现为货物买卖差价。该类分销服务中，存货跌价损失风险较小。

（2）业务运营

收入分布方面，2017—2019年，广度综合商业服务平台业务收入来源均以IT、通信类为主。2017—2019年，公司广度综合商业服务平台业务收入中IT、通信占比持续下降，主要系下游消费需求变化、手机行业景气度下降所致。2017—2019年，广度综合商业服务平台业务收入中家电类收入占比持续上升，主要系市场需求变化所致。2018年以来，受行业景气度及相关产品利润率影响，公司对各行业板块进行了战略调整，公司广度综合商业服务平台业务拓展至化工原料、冻品、快消品、汽车、木材、建材、有色金属、生鲜、医药、安防等领域。2019年，母婴类收入占比上升至27.02%，仅次于IT、通信类。2019年，公司广度综合商业服务平台业务前五大供应商采购金额占该板块总采购金额31.79%，其中快消品类采购金额占采购总额的比例超过20.24%；前五大客户销售金额占销售总额的49.07%，销售产品主要为母婴类、IT、通信类和家电类，客户集中度高。

表 3 近年来广度综合商业服务平台业务收入行业分布（单位：亿元、%）

产品	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	158.03	55.79	116.89	40.67	145.88	37.74	38.59	26.23
家电	24.26	8.56	29.10	10.12	69.09	17.87	40.84	27.77
医疗	6.02	2.12	6.52	2.27	3.58	0.93	0.54	0.37
化工	78.48	27.71	80.77	28.10	43.68	11.30	12.95	8.81
母婴	--	0.00	35.46	12.33	104.43	27.02	48.04	32.66
纺织品	4.45	1.57	3.97	1.38	3.87	1.00	1.31	0.89
宇商金融	5.51	1.95	3.92	1.36	2.05	0.53	0.71	0.48
其他	6.52	2.30	10.81	3.76	13.92	3.60	4.12	2.80
合计	283.27	100.00	287.44	100.00	386.50	100.00	147.09	100.00

资料来源：公司提供

从成本来看，2017—2019年，公司广度综合商业服务平台业务成本主要由产品采购成本和物流成本两部分构成，其中采购成本分别为259.44亿元、264.83亿元和366.66亿元，持续上升；物流成本分别为4.20亿元、3.26亿元和3.16亿元，持续下降，主要系物流成本占比较高的进口业务减少所致。物流运营主要通过集团自有物流平台服务，以及外包物流业务完成。

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6月末，公司广度综合商业服务平台共有仓库45个，仓库面积达到8.30万平方米，仓库吞吐量40.00万立方米/年，仓库性质为租赁和自有，主要分布在北京、上海、深圳、大连、武汉、成都、苏州等一二线城市。

4. 重大事项

(1) 子公司宇商保理股权转让

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

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

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

5. 经营效率

近年来，公司整体经营效率处于行业中下水平。

2017—2019年，公司应收账款周转次数波动上升，分别为5.42次、5.31次和5.49次；存货周转次数波动上升，分别为7.06次、7.05次和8.65次；随着业务结构优化，公司营业收入持续增长，应收账款和存货的周转效率有所提高。2017—2019年，公司总资产周转次数分别为1.53次、1.55次和1.69次，持续上升。

与同行业上市公司对比，公司经营效率指标处于行业中下水平。

表4 2019年供应链管理行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
普路通	5.07	34.61	0.72
厦门象屿	52.61	15.11	4.52
瑞茂通	9.88	40.61	1.86
怡亚通	5.67	8.78	1.69
平均值	18.31	24.78	2.20

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据。

资料来源：Wind

6. 经营关注

(1) 管理压力和资金占用风险

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

(2) 业务集中风险

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

(3) 汇率风险

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

(4) 物流外包风险

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

7. 未来发展

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

(1) 广度平台转型整合型供应链综合运营服务商

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

(2) 380 分销转型“三维一体”新流通

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

(3) 数字化转型助推新运营体系搭建

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

(4) 引入战略投资，推动生态链公司快速发展

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年财务报表均已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见，公司2020年1—6月财务数据未经审计。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》和其他各项会计准则及其他相关规定进行编制。

从合并范围变化来看，2017年，公司合并范围新增子公司91家，减少子公司22家；2018年，公司合并范围新增子公司37家，减少子公司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—6月，公司合并范围内新增子公司4家，减少子公司25家。截至2020年6月末，公司合并范围内子公司合计526家。近年来，公司主营业务范围未发生显著变化，但合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

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

截至2020年6月末，公司合并资产总额424.14亿元，负债合计340.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.13亿元，其中归属于母公司所有者权益60.07亿元。2020年1—6月，公司实现营业总收入288.03亿元，净利润（含少数股东损益）0.25亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.61亿元；经营活动产生的现金流量净额1.57亿元，现金及现金等价物净增加额8.71亿元。

2. 资产质量

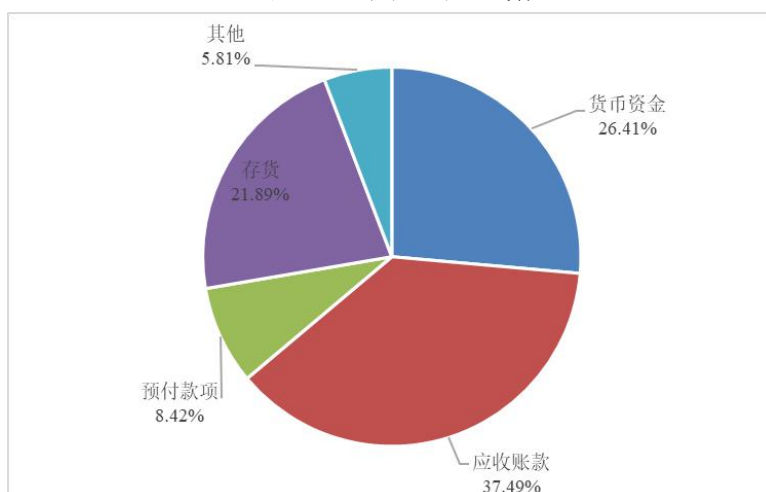
2017—2019年，公司资产规模持续下降，以流动资产为主；应收账款及存货规模大，对营运资金存在占用；公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

2017—2019年，公司合并资产总额持续下降，年均复合下降5.84%。截至2019年末，公司合并资产总额419.01亿元，较年初下降3.44%。其中，流动资产占79.28%，非流动资产占20.72%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大，符合供应链管理行业特点。

(1) 流动资产

2017—2019年，公司流动资产持续下降，年均复合下降6.12%。截至2019年末，公司流动资产332.21亿元，较年初下降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。如下图所示。

图 4 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 4.84%。截至 2018 年末，公司货币资金为 83.52 亿元，较年初下降 13.78%，主要系公司偿还到期债务以及年末集中支付货款所致；截至 2019 年末，公司货币资金 87.72 亿元，较年初增长 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，公司应收账款波动下降，年均复合下降 1.54%。截至 2019 年末，公司应收账款 124.53 亿元，较年初下降 3.30%。应收账款以按组合计提预期信用损失的应收账款（占 98.80%）为主，其中，按账龄分析法组合的应收账款账面价值为 122.02 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 96.86%，1~2 年占 2.45%，2~3 年占 0.69%。公司应收账款累计计提坏账准备 5.33 亿元，计提比例 4.28%。从集中度来看，公司应收账款前五名合计 7.07 亿元，占应收账款总额的 5.68%，集中度低。公司应收账款规模较大，对营运资金形成占用。

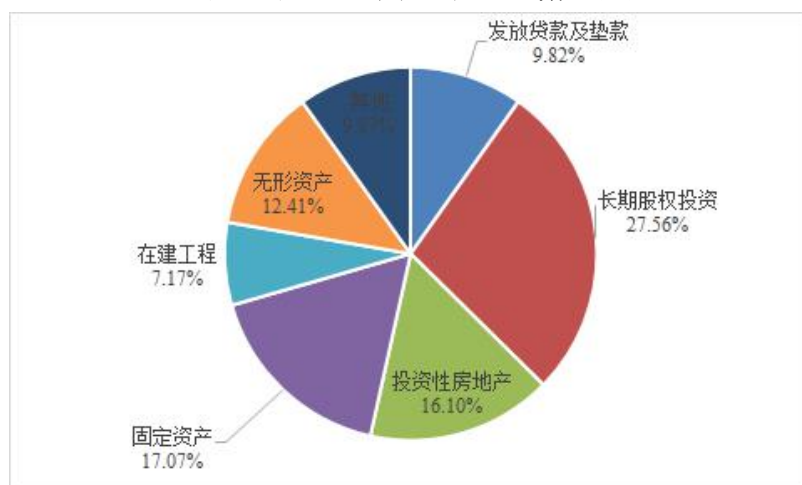
2017—2019 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 5.87%。截至 2019 年末，公司预付款项 27.96 亿元，较年初下降 15.77%，主要系 380 分销业务减少所致。从账龄结构看，截至 2019 年末，1 年以内的占 97.90%，1~2 年的占 1.90%，2 年以上的占 0.20%。从集中度看，按预付对象归集的期末余额前五名的预付款合计 3.25 亿元，占期末预付款项总额的 11.62%，集中度低。

2017—2019 年，公司存货持续下降，年均复合下降 14.94%。截至 2019 年末，公司存货 72.71 亿元，较年初下降 11.21%，主要系库存商品减少所致；其中库存商品占 99.89%。公司累计计提存货跌价准备 1.40 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备；考虑到公司业务集中于 IT、通信及快消品行业，其存在一定的存货跌价风险。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产持续下降，年均复合下降 4.75%，截至 2019 年末，公司非流动资产 86.80 亿元，较年初下降 5.01%，主要系公司持续主动收缩宇商金控平台业务所致；公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 9.82%）、长期股权投资（占 27.56%）、投资性房地产（占 16.10%）、固定资产（占 17.07%）、在建工程（占 7.17%）和无形资产（占 12.41%）构成。

图 5 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司发放贷款及垫款持续下降，年均复合下降 44.82%。截至 2019 年末，公司发放贷款及垫款 8.53 亿元，较年初下降 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，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 24.19%，主要系公司增加对联营企业的投资所致。截至 2019 年末，公司长期股权投资 23.92 亿元，较年初增长 35.90%，主要系公司增加对安徽鸿杰威尔停车设备有限公司（公司持股 24.20%）的股权投资 0.60 亿元、对合肥市卓怡恒通信息安全有限公司（公司持股 42.00%）的股权投资 2.80 亿元以及按权益法确认对伟士佳杰控股有限公司（公司持股 17.35%）1.24 亿元投资收益、对俊知集团有限公司（公司持股 16.35%）确认 0.59 亿元投资收益以及对浙江通诚格力电器有限公司（公司持股 25.00%）确认 0.74 亿元投资收益所致。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2017—2019 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 12.93%。截至 2018 年末，公司投资性房地产为 13.84 亿元，较年初增长 26.29%，全部为房屋及建筑物，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，由固定资产转入所致。截至 2019 年末，公司投资性房地产 13.97 亿元，较年初增长 0.99%。

2017—2019 年，公司固定资产持续下降，年均复合下降 10.83%。截至 2019 年末，公司固定资产 14.82 亿元，较年初下降 4.68%，主要系计提折旧所致。从构成看，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 86.05%，运输工具占 2.81%，电子及其他设备占 11.14%。截至 2019 年末，公司固定资产成新率为 74.90%，固定资产累计计提折旧 5.42 亿元，未计提减值准备。

2017—2019 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 431.05%。截至 2019 年末，公司在建工程 6.22 亿元，较年初增长 20.66%，主要系公司前海总部基地项目投入增加所致。

2017—2019 年，公司无形资产持续下降，年均复合下降 15.29%。截至 2018 年末，公司无形资产为 11.14 亿元，较年初下降 25.79%，主要系前海总部基地部分土地使用权转入在建工程所致。截至 2019 年末，公司无形资产 10.78 亿元，较年初变化不大。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 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 129.99 亿元，占总资产的比重为 30.65%，资产受限比例高。

表 5 截至 2020 年 6 月末公司所有权或使用权受到限制的资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	72.37	用于银行质押贷款
存货	3.2	用于银行抵押贷款
固定资产	7.78	用于银行抵押贷款
无形资产	7.86	用于银行抵押贷款
应收账款	11.24	用于银行保理借款
发放贷款及垫款	1.5	用于银行质押、保理借款
投资性房地产	3.96	用于银行抵押贷款
在建工程	6.32	用于银行抵押贷款
长期股权投资	15.76	用于银行质押贷款
合计	129.99	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 424.14 亿元，较年初增长 1.22%。其中，流动资产占 78.43%，非流动资产占 21.57%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2017—2019 年，公司负债规模持续下降，且以流动负债为主；整体债务负担重，短期偿债压力大。

2017—2019 年，公司负债总额持续下降，年均复合下降 6.89%。截至 2019 年末，公司负债总额 334.76 亿元，较年初下降 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，负债结构较年初变化不大。

①流动负债

2017—2019 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 8.15%。截至 2019 年末，公司流动负债 297.60 亿元，较年初下降 7.22%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 60.83%）和应付票据（占 23.75%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款持续下降，年均复合下降 8.65%。截至 2019 年末，公司短期借款 181.04 亿元，较年初下降 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，年均复合增长 1.36%。截至 2018 年末，公司应付票据 61.13 亿元，较年初下降 11.16%，主要系公司出于控制风险考虑，减少相关商业承兑汇票规模所致。截至 2019 年末，公司应付票据 70.69 亿元，较年初增长 15.64%，主要系公司应付的银行承兑汇票增长所致。从构成看，公司应付票据以银行承兑汇票（占 93.73%）为主。

②非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 5.58%。截至 2018 年末，公司非流动负债合计 26.82 亿元，较年初下降 19.54%，主要系应付债券减少所致；截至 2019 年末，公司非流动负债 37.16 亿元，较年初增长 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，公司长期借款持续增长，年均复合增长 21.86%。截至 2019 年末，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，长期借款较年初增长 32.41%；长期借款以抵押和保证借款为主。从期限分布看，截至 2019 年末，1~2 年内到期的占 14.03%，2~3 年内到期的占 80.85%，3 年以上的占 4.78%，集中偿付压力较大。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 3.52%。截至 2018 年末，公司应付债券为 13.00 亿元，较年初大幅下降 37.85%，主要系部分债券到期兑付或重分类至一年内到期的长期非流动负债所致。截至 2019 年末，公司应付债券 19.47 亿元，较年初增长 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 8 只存续期内债券，合计 38.00 亿元，公司存在一定集中偿付压力。

表 6 截至本报告出具日公司存续期内应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期日	期限	债券类型	债券余额
19 怡亚 01	2019-12-23	2022-12-23	3 年	一般公司债	2.00
19 怡亚 MTN002	2019-08-20	2022-08-20	3 年（2+1）	一般中期票据	5.00
19 怡亚 MTN001	2019-04-25	2022-04-25	3 年	一般中期票据	5.00
18 怡亚 02	2018-12-11	2021-12-11	3 年	一般公司债	5.00
18 怡亚 01	2018-12-11	2021-12-11	3 年（2+1）	一般公司债	5.00
20 怡亚 01	2020-06-02	2023-06-02	3 年	一般公司债	5.00
20 怡亚 02	2020-06-16	2023-06-16	3 年	一般公司债	5.00
20 怡亚通 MTN001	2020-08-14	2023-08-14	3 年	一般中期票据	6.00
合计					38.00

资料来源：Wind

2017—2019 年，公司全部债务持续下降，年均复合下降 6.71%，主要系短期债务持续下降所致。截至 2019 年末，公司全部债务 298.28 亿元，较年初变化不大；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，较年初下降 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，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 81.69%、80.10%和 79.89%，持续下降。全部债务资本化比率分别为 79.85%、77.96%和 77.98%，波动下降。长期债务资本化比率分别为 26.55%、22.18%和 29.25%，波动上升。公司整体债务负担重。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 340.01 亿元，较年初增长 1.57%。其中，流动负债占 86.34%，非流动负债占 13.66%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 309.42 亿元，较年初增长 3.73%；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 80.16%、78.62%和 34.31%，较年初分别上升 0.27 个百分点、0.65 个百分点和 5.06 个百分点。公司整体债务负担较年初变化不大。

（2）所有者权益

2017—2019 年，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，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 1.32%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 84.25 亿元，较年初变化不大，其中归属于母公司所有者权益占比为 70.40%。归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、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 6 月末，公司所有者权益合计 84.13 亿元，较年初略有下降，其中归属于母公司所有者权益占比为 71.40%，所有者权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业总收入持续增长，但公司费用控制能力较弱，期间费用对利润侵蚀较重；公司业务涉及较多的外币结算，存在一定汇兑损益风险；公司营业利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力处于行业中下水平。

2017—2019 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 2.53%。2017—2019 年，公司营业利润分别为 7.48 亿元、2.00 亿元、0.17 亿元，持续下降，年均复合下降 85.02%，主要系公司综合毛利率下降、信用减值损失增加所致；公司净利润分别为 5.85 亿元、1.58 亿元、0.19 亿元，持续下降，年均复合下降 81.80%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 4.92%。2018 年，公司期间费用总额为 46.60 亿元，较上年增长 21.63%，主要系随着 380 一体化平台业务快速发展，公司增加融资规模导致财务成本增加所致。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。2019 年，公司期间费用主要由销售费用（占 12.36%）、管理费用（占 46.24%）和财务费用（占 40.98%）构成。其中，销售费用为 5.21 亿元，较上年下降 17.51%，主要系销售费用较高的 380 业务减少所致；管理费用为 19.50 亿元，较上年下降 13.37%，主要系公司进行数字化变革、实现前中后台管理扁平化、各职能各业务中心共享化、业务销售去中心化所致；财务费用为 17.28 亿元，较上年变化不大。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 5.59%、6.65%和 5.86%，波动下降，公司费用控制能力较弱。

2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 0.38 亿元、0.22 亿元和 0.83 亿元，公司信用减值损失分别为 0.73 亿元、0.75 亿元和 2.09 亿元，公司公允价值变动收益分别为 -1.54 亿元、0.54 亿元和 0.52 亿元，公司投资收益分别为 1.57 亿元、1.42 亿元和 4.73 亿元。2019 年，受到汇率下行影响，公允价值变动收益和投资收益中涉及到的汇兑损失金额为 0.10 亿元。2019 年，公司投资收益较上年大幅增加，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是 28.13 倍，对公司营业利润贡献很大。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 6.79%、6.72%和 5.52%，持续下降；公司总资产收益率分别为 4.91%、4.39%和 4.57%，波动下降。公司总资产报酬率分别为 4.74%、4.07%和 4.16%，波动下降。公司净资产收益率分别为 7.12%、1.83%和 0.23%，持续下降。与国内同行业供应链管理上市公司比较，公司各项盈利指标均处于行业中下水平。

表7 2019年供应链管理上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
厦门象屿	3.10	4.48	8.14
瑞茂通	7.15	3.85	6.70
普路通	9.23	1.55	4.56
怡亚通	5.53	3.85	1.52

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。
资料来源：Wind

2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 288.03 亿元，较上年同期下降 5.39%，主要系受新冠肺炎疫情影响所致。实现营业利润 0.31 亿元，较上年同期下降 66.39%，主要系公司收缩供应链金融业务导致利润大幅下降，以及根据新金融工具准则增加计提存货跌价准备金额所致。受以上因素影响，2020 年 1—6 月，公司实现净利润 0.25 亿元，较上年同期下降 61.99%。

5. 现金流

近年来，公司通过持续优化广度业务结构并收缩宇商金控平台业务规模，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。

从经营活动来看，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，波动增长，年均复合增长3.06%，其中销售商品提供劳务收到的现金分别为762.60亿元、829.13亿元和834.86亿元，主要系公司业务量增长所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出量分别为878.04亿元、928.11亿元和906.91亿元，波动增长，年均复合增长1.63%。受上述因素影响，2017—2019年，公司经营活动现金净额分别为0.41亿元、16.37亿元和26.14亿元，持续增长，年均复合增长701.95%。2017—2019年，公司现金收入比分别为111.30%、118.33%和115.91%，波动上升，公司收入实现质量良好。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量分别为9.73亿元、5.48亿元和2.40亿元，持续下降，年均复合下降50.29%。2019年，公司投资活动现金流入2.40亿元，较上年下降56.08%，主要系2018年公司赎回理财投资所收到的现金较大所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出量分别为9.27亿元、4.61亿元和6.40亿元，波动下降，年均复合下降16.92%。其中，2018年，投资活动现金流出量较上年下降50.30%，主要系公司购置固定资产、无形资产和其他长期资产和对外投资支出现金减少所致；2019年，投资活动现金流出6.40亿元，较上年增长38.87%，主要系公司支付其他与投资活动有关的现金增长所致。2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为0.47亿元、0.87亿元和-3.99亿元，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量分别为420.81亿元、525.17亿元和586.47亿元，持续增长，年均复合增长18.05%，主要系公司新增借款、减少保证金存款额及非金融机构票据贴现所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量分别为422.40亿元、555.18亿元和608.14亿元，年均复合增长19.99%，主要系公司偿还债务支付的现金和保证金存款增加所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-1.59亿元、-30.01亿元和-21.67亿元，筹资活动现金流持续呈净流出状态。

2020年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额1.57亿元，投资活动产生的现金流量净额-1.57亿元，筹资活动产生的现金流量净额8.69亿元，现金及现金等价物净增加额8.71亿元。

6. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.07倍、1.07倍和1.12倍，速动比率分别为0.78倍、0.81倍和0.87倍，基本保持稳定。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.33倍、0.30倍和0.34倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力有待提升。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为23.50亿元、21.05亿元和20.13亿元，持续下降。从构成看，2019年，公司EBITDA主要由折旧（占5.60%）、摊销（占6.30%）和计入财务费用的利息支出（占87.00%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为1.73倍、1.27倍和1.13倍，持续下降，公司EBITDA对利息保障能力一般；2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.07倍和0.07倍，EBITDA对全部债务的保障程度较低。整体看，公司

长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月末，公司合并范围内共获得银行授信额度 298.38 亿元，尚未使用额度 114.98 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 6 月末，公司涉及未决诉讼金额合计为 7.31 亿元，主要系合同纠纷所致。

截至 2020 年 6 月末，公司实际对外担保余额为 2.08 亿元，占当期净资产的 2.47%；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。

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 9 月 9 日，公司本部不存在未结清不良信贷信息记录。公司已结清信贷记录中包括 2 笔合计 1.80 亿元人民币的关注类流动资金贷款，根据国家开发银行深圳市分行于 2017 年 6 月 19 日出具的《关于怡亚通贷款质量分类说明》，人行银行企业征信系统显示怡亚通的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；1 笔 1,582.28 万港元关注类流动资金贷款和 4 笔（包括 850.93 万美元和 1,582.28 万港元）关注类贸易融资贷款，根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2 笔共 107.89 万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

7. 公司本部财务概况

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

截至 2019 年末，公司本部资产总额 283.52 亿元，较年初增长 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 年末，公司本部负债合计 239.04 亿元，较年初增长 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。公司本部 2019 年资产负债率为 84.31%，债务负担很重。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益合计 44.48 亿元，较年初下降 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%），权益结构稳定性较高。

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 326.77 亿元和 299.94 亿元，筹资活动现金流量净额为 26.83 亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务总额为 309.42 亿元，本期拟发行债券规模为 4.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行对公司整体债务水平影响不大。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 4.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.35%、78.84%和 36.30%，分别较发行前上升 0.19 个百分点、0.22 个百分点和 1.99 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到部分募集资金用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，2019 年公司 EBITDA 为 20.13 亿元，为本期公司债券发行额度（4.00 亿元）的 5.03 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；2019 年公司经营活动产生的现金流入量 933.05 亿元，为本期公司债券发行额度（4.00 亿元）的 233.26 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内领先的供应链服务提供商，在规模、品牌、物流和网络等方面具有综合竞争优势，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

本期债券品种一由高新投融资担保提供连带责任保证担保，品种二由深担增信提供连带责任保证担保。

1. 高新投融资担保担保条款

根据公司与高新投融资担保签署的《担保函》，高新投融资担保为公司本期发行的期限不超过 3 年，发行规模不超过 2.40 亿元的公司债券品种一提供连带责任保证担保。高新投融资担保保证的范围包括本期债券品种一的本金、利息以及实现债权的合理费用。本期债券可一次性发行，也可分期发行。本期债券的任一期发行均需获得高新投融资担保同意发行的书面确认函。高新投融资担保对未经其书面同意发行的任一期债券不承担担保责任。高新投融资担保承担担保责任的期间为本期债券品种一的存续期及债券到期之日起两年。本期债券品种一的持有人以及受托管理人在此期间内未要求高新投融资担保承担担保责任的，高新投融资担保免除担保责任。

2. 高新投融资担保信用分析

（1）高新投融资担保主体概况

高新投融资担保于 2011 年 4 月由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）发起设立，初始注册资本 6.00 亿元。2018 年 6 月，高新投集团向高新投融资担保增资 6.00 亿元，注册资本增至 12.00 亿元。2019 年 9 月，高新投集团和新引入股东深圳市罗湖引导基金投资有限公司（以下简称“罗湖引导基金”）分别向高新投融资担保增资 18.00 亿元和 20.00 亿元，其中增加注册资本分别为 13.30 亿元和 14.78 亿元，剩余增资转入资本公积，2019 年 10 月，高新投融资担保将 9.91 亿元资本公积转增注册资本，截至 2019 年 10 月末，高新投融资担保注册资本为 50.00 亿元，2019 年 12 月，高新投融资担保引入新股东深圳市财政金融服务中心，新股东对高新投融资担保增资 20.00

亿元，其中增加注册资本 18.12 亿元，剩余 1.88 亿元计入资本公积，截至 2019 年末，高新投融资担保注册资本为 68.12 亿元，已全部实缴到位，其中高新投集团持股 46.34%，为高新投融资担保控股股东，高新投集团实际控制人为深圳市国资委，因此高新投融资担保实际控制人为深圳市国资委。

表 8 截至 2019 年末高新投融资担保股权结构（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市高新投集团有限公司	46.34
深圳市罗湖引导基金投资有限公司	27.07
深圳市财政金融服务中心	26.60
合计	100.00

资料来源：高新投融资担保提供

（2）高新投融资担保业务运营

①业务概况

高新投融资担保收入主要来源于融资性担保业务，主营业务突出，近年来收入规模保持增长趋势，整体经营状况稳定。

高新投融资担保主营业务收入主要来源于融资性担保业务收入。2016—2018 年，高新投融资担保营业收入呈持续增长趋势，年均复合增长 16.26%。2017 年实现营业收入 1.56 亿元，同比大幅增长 31.45%，主要是与网贷平台深圳市鹏金所互联网金融服务有限公司（以下简称“鹏金所”）合作，担保业务规模大幅增加所致，2018 年高新投融资担保实现营业收入 1.60 亿元，同比增长 2.82%。2016—2018 年，高新投融资担保实现净利润分别为 0.19 亿元、0.31 亿元和 0.28 亿元，年均复合增长 42.63%，净利润增幅高于收入增幅主要是由于营改增导致 2017 年以后税金及附加减少以及管理费用减少所致。

2019 年 1—9 月，高新投融资担保实现营业收入 1.25 亿元，同比增长 24.96%，主要是融资性担保保费收入增长、基债及理财收入和财务顾问费收入增长所致；营业成本 0.90 亿元，同比增长 63.40%，主要是担保业务成本及管理费用增加所致；实现净利润 0.28 亿元，同比下降 17.44%。

②担保业务分析

高新投融资担保担保业务以间接融资性担保业务为主，2020年起高新投融资担保承接高新投集团本部金融产品担保业务，业务发展空间较大。

高新投融资性担保担保业务以银行贷款担保和票据承兑担保等间接融资性担保业务为主。2016—2018 年，高新投融资担保当期担保责任发生额分别为 56.55 亿元、84.37 亿元和 50.54 亿元，年均复合下降 5.46%，其中 2017 年担保责任发生额大幅增长 49.20%，主要是由于当年与鹏金所合作短期项目较多致发生额大幅增加，剔除此因素后大致比较平稳，2018 年担保责任发生额大幅下降 40.10% 至 50.54 亿元，2016—2018 年末，高新投融资担保期末担保责任余额分别为 55.03 亿元、41.70 亿元和 39.80 亿元，年均复合下降 14.96%；2016—2018 年末，高新投融资担保在保户数分别为 527 户、592 户和 801 户，2018 年高新投融资担保单户金额下降。融资性担保放大倍数方面，2016—2018 年末，高新投融资担保融资性担保放大倍数分别为 7.87 倍、5.71 倍和 2.91 倍，高新投融资担保融资性担保放大倍数水平较低，业务发展空间较大。

表 9 高新投融资性担保担保业务发展数据（单位：亿元、户、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当期担保责任发生额	56.55	84.37	50.54	45.58

其中：间接融资性担保	56.55	84.37	50.54	45.58
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00
当期解除担保责任金额	51.28	97.69	52.45	30.60
期末担保责任余额	55.03	41.70	39.80	54.77
其中：间接融资性担保	54.53	55.80	54.80	54.77
金融产品担保	0.50	0.50	0.00	0.00
期末在保户数	527	592	801	921
融资性担保放大倍数	7.87	5.71	2.91	1.05

注：融资性担保放大倍数=期末融资性担保责任余额/净资产

资料来源：高新投融资担保提供，联合评级整理

2019年1—9月，高新投融资担保担保发生额45.58亿元，全部系间接融资性担保业务，截至2019年9月末，高新投融资担保担保责任余额为54.77亿元，较年初变化不大，融资性担保放大倍数为1.05倍，业务发展空间较大。

从前十大客户情况来看，高新投融资担保单一客户集中度未超过监管要求的10%，单一客户集中度不高。从行业分布来看，高新投融资担保间接融资性担保业务主要集中在信息技术业和各类制造业。从区域来看，受行业政策及业务地域特性强的影响，高新投融资担保间接融资性担保业务全部集中在深圳市，区域集中度较高。

2018年，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台，高新投集团面临牌照问题，高新投集团本部经营金融产品担保业务需于2019年12月31日前完成整改以符合监管要求，自2020年起高新投集团本部新增的金融产品担保业务下沉至高新投融资担保，高新投集团本部将逐步退出金融产品担保业务，2019年高新投融资担保引入新的战略投资者后，资本实力进一步增强，高新投融资担保将坚持政策性定位，加强对中小企业尤其是深圳市内的高新科技型企业的扶持力度。

③风险管理水平

受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，2019年高新投融资担保担保代偿规模有所上升，代偿回收率水平较高。高新投融资性担保业务反担保措施以信用类为主，需对其风险管理水平及代偿回收情况保持关注。

近年来高新投融资担保开始积极调整业务结构，主动退出风险较高的行业，当期代偿规模持续下降，2016—2018年，高新投融资担保当期担保代偿金额分别为0.85亿元、0.00亿元和0.39亿元，同期累计担保代偿额分别为2.33亿元、2.33亿元和2.71亿元。从代偿率来看，2016—2018年，高新投融资担保当期担保代偿率分别为1.65%、0.00%和0.79%，累计担保代偿率分别为1.04%、0.79%和0.79%，高新投融资担保代偿率水平不高，处于下降趋势。从代偿回收情况来看，2016—2018年，当期代偿回收额分别为0.32亿元、0.34亿元和0.56亿元，累计代偿回收金额分别为0.69亿元、1.03亿元和1.59亿元，累计代偿回收率分别为29.85%、44.29%和58.51%，高新投融资担保代偿回收率水平较高。

表10 高新投融资担保风险管理水平（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
当期担保代偿额	0.85	0.00	0.39	0.71
累计担保代偿额	2.33	2.33	2.71	3.43
当期担保代偿率	1.65	0.00	0.79	1.33
累计担保代偿率	1.04	0.79	0.79	0.90
当期代偿回收额	0.32	0.34	0.56	0.51

累计代偿回收额	0.69	1.03	1.59	2.10
累计代偿回收率	29.85	44.29	58.51	61.11

资料来源：高新投融资担保提供

2019年1—9月，高新投融资担保当期担保代偿额为0.71亿元，大幅上升，主要是宏观经济下行压力较大等因素影响，导致被担保客户流动性紧张所致，当期担保代偿率为1.33%，累计担保代偿率为0.90%；从回收情况来看，当期代偿回收额0.51亿元，累计代偿回收额2.10亿元，累计代偿回收率为61.11%，代偿回收率水平较高。

高新投融资担保的担保项目主要采用股票质押、房产抵押、信用保证等主要措施，在此基础上视企业情况而定，主要根据企业的综合情况来判定担保项目的风险程度，视判定的风险程度来确定并采取何种反担保措施。截至2019年9月末，高新投融资担保间接融资性担保业务反担保措施以信用担保为主，占比为58.35%，房产抵押和股票质押占比分别为25.70%和11.90%，高新投融资担保反担保措施以信用类为主，或将对代偿回收造成一定的压力。

从代偿追缴方面看，高新投融资担保发生代偿后立即委托诉讼，尽快诉至法院立案并推进案件法官分配及排期；与被告联系要求协助解决送达的问题，缩短诉讼及执行期间；有抵押房产的联系受封法院将抵押物移交至该法院处置。从目前代偿规模来看，高新投融资担保风险防控措施较好，但受宏观环境影响，以及目前信用类反担保措施占比较高，需关注高新投融资担保后续代偿回收水平变化情况。

（3）高新投融资担保财务分析

①资本结构

近年来受股东增资影响，高新投融资担保资本实力不断增强，整体资本实力很强；受担保业务规模增长影响，准备金规模有所增加，但负债水平很低。

所有者权益

高新投融资担保日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金及日常利润留存。2016—2018年末，呈持续增长趋势，年均复合增长39.88%，截至2018年末，高新投融资担保股东权益合计13.68亿元，较年初增长87.39%，主要是高新投集团对高新投融资担保增资所致。2019年通过引入新股东，并对其进行增资，高新投融资担保注册资本增至69.12亿元，资本实力显著增强，资本实力很强。

截至2019年9月末，高新投融资担保所有者权益合计51.95亿元，较年初大幅增加38.28亿元，主要是股东增资所致。

负债

2016—2018年末，高新投融资担保负债总额年均复合增长7.24%，主要是随着担保业务规模的扩大所提取的准备金规模增长。截至2018年末，高新投融资担保负债总额为4.27亿元，较年初增长2.76%，高新投融资担保负债主要以应付职工薪酬（占比为8.43%）、应交税费（占比为5.15%）、其他应付款（占比为5.78%）、短期责任准备金（占比为12.29%）和担保赔偿准备金（占比为12.29%）为主。截至2018年末，应付职工薪酬、应交税费和其他应付款分别为0.36亿元、0.22亿元和0.25亿元，其他应付款主要是高新投融资担保与母公司及母公司下属企业之间的往来款，2016年末和2017年末，长期应付款¹均为0.40亿元，主要是盐田区经济促进局拨付的产业发展资金，2018年以来随着股东增资等资金支持力度的加大，专项资金规模有所减少，2018年末及2019年9月末长期应付款余额均为0.00亿元。2016—2018年末，高新投融资担保实际资产负债率分别为11.90%、10.54%

¹ 2016年列示在专项应付款科目中。

和 5.25%，负债水平较低。

截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保负债总额 4.51 亿元，较年初增长 5.62%，截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保负债主要由应付职工薪酬（占比为 7.35%）、担保赔偿准备金（占比为 71.02%）和短期责任准备金（占比为 11.63%）构成。截至 2019 年 9 月末，应付职工薪酬 0.33 亿元；担保赔偿准备金 3.20 亿元，较年初增长 15.04%，主要是担保责任余额增长所致；短期责任准备金 0.52 亿元，较年初无变化。截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保实际资产负债率为 1.35%，较年初大幅下降，负债水平很低。

②资产质量

受股东增资影响，高新投融资担保资产规模有所增长，资产以货币资金、股东单位之间往来款和发放委托贷款及垫款为主。近年来外部信用风险上升，发放委托贷款及垫款资产质量存在一定的下行压力，高新投融资担保资产质量较好。

2016—2018 年末，高新投融资担保资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 29.50%。截至 2018 年末，高新投融资担保资产总额 17.95 亿元，较年初增长 56.69%，主要股东高新投集团增资所致，高新投融资担保资产主要由货币资金（占比为 22.19%）、其他应收款（占比为 21.49%）、存出再担保保证金（占比为 10.15%）、应收代偿款（占比为 9.16%）和其他流动资产（占比 27.86%）构成。

2016—2018 年末，高新投融资担保货币资金呈波动下降趋势，年均复合下降 19.51%，2017 年末货币资金较年初增长 7.49%，截至 2018 年末货币资金 3.98 亿元，较年初减少 39.73%，主要是股东增资后高新投融资担保发放委托贷款规模增长、购买理财产品增长以及关联方往来款增加，导致货币资金规模下降，高新投融资担保货币资金以银行存款为主，无受限资金。2016—2018 年末，其他应收款呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 399.27%，2018 年末其他应收款 3.86 亿元，较年初大幅增加 3.31 亿元，主要是与高新投集团的往来款所致。2016—2018 年末，存出再担保保证金呈持续增长趋势，年均复合增长 11.31%，主要是收到再担保中心的补贴增加所致，截至 2018 年末，存出再担保保证金 1.82 亿元，较年初增长 11.73%。2016—2018 年末，应收代偿款呈持续下降趋势，年均复合下降 8.76%，2017 年末应收代偿款较年初大幅下降 15.72%，主要是高新投融资担保收回代偿款所致，截至 2018 年末，应收代偿款为 1.64 亿元，较年初变化不大。截至 2018 年末，新增其他流动资产为 5.00 亿元，主要是购买的银行理财产品。2016—2017 年末，发放委托贷款及垫款分别为 0.45 亿元和 0.41 亿元，2016—2018 年末，委托贷款计提减值准备分别为 0.05 亿元、0.05 亿元和 0.05 亿元，2018 年末无发放委托贷款及垫款，主要是受担保新条例出台影响，高新投融资担保对三级资产管理按照监管要求调整，减少委托贷款规模所致。

截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保资产总额 56.46 亿元，较年初大幅增加 38.52 亿元，主要是股东增资所致，资产主要由货币资金（占比为 9.56%）、买入返售金融资产（占比为 57.03%）、内部往来（占比为 10.83%）和发放委托贷款及垫款（占比为 13.96%）。截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保货币资金 5.40 亿元，较年初增长 35.50%，货币资金主要是银行存款，无受限资金；新增买入返售金融资产 32.20 亿元，主要是为提高资金使用效率，购买的短期银行理财产品；内部往来 6.11 亿元，主要是高新投融资担保资金收归高新投集团统一管理，内部往来是与高新投集团的往来款；发放委托贷款及垫款 7.88 亿元，主要是 2019 年增资款到位后，高新投融资担保为提高资金使用效率，加大资金业务投放规模所致，期末委托贷款减值准备 0.95 亿元，需对高新投融资担保委托贷款业务质量情况保持持续关注。

③盈利能力

近年来随着融资担保业务规模的扩大，高新投融资担保营业收入及利润规模持续增长，随着业

务规模的扩大，盈利能力有望进一步提升。

2016—2018 年，得益于融资性担保业务规模的增长，高新投融资担保营业收入呈持续增长趋势，年均复合增长 16.26%，2018 年高新投融资担保实现营业收入 1.60 亿元，同比增长 2.82%。2016—2018 年，融资性担保业务收入分别为 0.86 亿元、1.28 亿元和 1.14 亿元，担保业务收入贡献度分别为 72.98%、81.97%和 71.27%，担保业务收入贡献度高。

从盈利规模来看，2016—2018 年，高新投融资担保营业利润呈持续增长趋势，年均复合增长 31.69%，净利润呈持续上升趋势，年均复合增长 42.63%。2018 年，高新投融资担保实现营业利润和净利润分别为 0.61 亿元和 0.38 亿元，同比分别增长 18.91%和 22.61%。

从盈利能力指标来看，2016—2018 年，营业利润率分别为 29.69%、32.94%和 38.10%，呈持续上升趋势。2016—2018 年，高新投融资担保净资产收益率分别为 2.70%、4.32%和 3.61%；总资产收益率分别为 1.70%、2.79%和 2.57%，均呈持续增长趋势，考虑到高新投融资担保政策性定位明确，近年来受股东支持力度较大，2020 年高新投融资担保承接高新投集团本部金融产品担保业务后，随着高新投融资担保业务规模的扩大，盈利能力有望进一步提升。2016—2018 年，高新投融资担保担保赔付率分别为 96.61%、0.00%和 33.89%，2017 年高新投融资担保无代偿，2018 年赔付率水平较低。

2019 年 1—9 月，高新投融资担保实现营业收入 1.25 亿元，净利润 0.28 亿元，营业收入同比增长 24.96%，净利润同比下降 17.44%，担保业务收入贡献度为 62.94%，营业利润率为 29.56%，净资产收益率为 0.84%，总资产收益率为 0.74%，担保赔付率为 91.20%，赔付率水平大幅上升，赔付水平较高。

④资本充足性及代偿能力

自 2019 年起高新投融资担保股东对其增资力度较大，资本实力显著增强，资本充足性较好，2019 年 9 月末高新投融资担保可快速变现资产和准备金之和对期末担保责任余额和代偿覆盖程度较高，高新投融资担保整体代偿能力极强。

高新投融资担保面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投融资担保将以自有资本承担相应的损失。高新投融资担保实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、净资产规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

2016—2018 年末，高新投融资担保净资产保持持续增长趋势，年均复合增长 39.88%，截至 2018 年末，高新投融资担保净资产规模 13.68 亿元，依靠于股东的增资较年初增长 87.39%，资本实力增强。2016—2018 年末，高新投融资担保可快速变现资产分别为 6.15 亿元、6.61 亿元和 4.99 亿元，呈波动下降趋势，年均复合下降 9.89%，2017 年末较年初增长 7.49%，2018 年末较年初大幅减少 24.46%，主要是货币资金减少所致；可快速变现资产/期末担保责任余额分别为 11.17%、15.84%和 12.54%，可快速变现资产对期末担保责任余额保障程度持续波动下降，覆盖程度尚可，可快速变现资产/2020 年到期解保规模分别为 14.90%、16.02%和 12.10%，覆盖程度一般。此外，高新投融资担保还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2016—2018 年末，高新投融资担保准备金之和分别 2.44 亿元、2.95 亿元和 3.33 亿元，年均复合增长 16.80%。2016—2018 年末，代偿准备金比率分别为 34.75%、0.00%和 11.62%，拨备覆盖率分别为 148.70%、226.78%和 297.07%，拨备覆盖率水平较高。

表 11 高新投融资担保资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
净资产	6.99	7.30	13.68	51.95
可快速变现资产	6.15	6.61	4.99	37.60
可快速变现资产/期末担保责任余额	11.17	15.84	12.54	68.64
可快速变现资产/2020 年到期解保规模	14.90	16.02	12.10	91.14
拨备覆盖率	148.70	226.78	297.07	281.64
准备金之和	2.44	2.95	3.33	3.75
代偿准备金比率	34.75	0.00	11.62	19.08

资料来源：高新投融资担保审计报告和 2019 年 1-9 月合并财务报表，联合评级整理

截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保净资产规模 51.95 亿元，较年初增加 38.28 亿元；可快速变现资产 37.60 亿元；可快速变现资产/期末担保责任余额为 68.64%，可快速变现资产对期末担保责任覆盖程度较高；可快速变现资产/2020 年到期解保规模为 91.14%，覆盖程度较高。截至 2019 年 9 月末，高新投融资担保准备金之和 3.75 亿元，拨备覆盖率为 281.64%，拨备覆盖水平较高，代偿准备金比率为 19.08%，受当期代偿增加影响，准备金比率有所上升。

3. 高新投融资担保担保效果评价

以截至 2018 年末财务数据测算，高新投融资担保资产总额 17.95 亿元，净资产达 13.68 亿元，分别为本期债券品种一发行额度（2.40 亿元）的 7.48 倍和 5.70 倍，对本期债券的保障程度较高，高新投融资担保在深圳市担保体系内具有重要地位，区域政策扶持力度大，自身资本实力不断增强，其担保对本期债务的信用水平具有显著的提升作用。

4. 深担增信担保条款

根据公司与深担增信签署的《担保函》，深担增信为公司本期发行的期限不超过 3 年，发行规模不超过 1.60 亿元的公司债券品种二提供连带责任保证担保。深担增信保证的范围包括本期债券品种二的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。深担增信承担保证责任的期间自本期债券品种二发行日起至本期债券品种二到期日后二年止。债券持有人以及主承销商在保证期间内未要求深担增信承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前再行向担保人追偿的，深担增信免除保证责任。

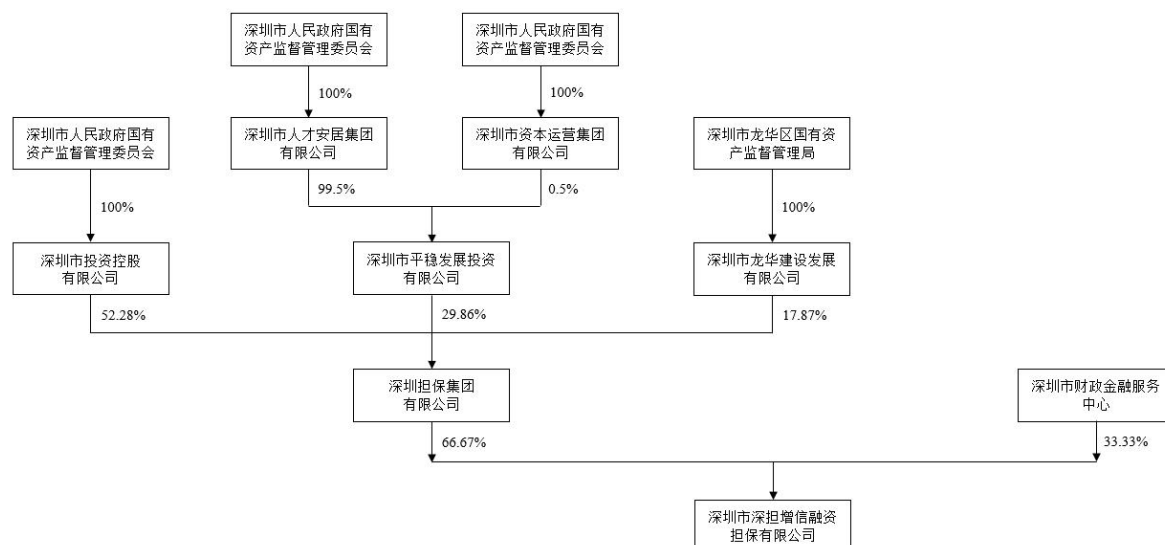
自深担增信首次出具担保函之日起，公司未在 3 个月内成功发行本期债券品种二的，深担增信有权撤回其保证，并收回加盖其公章的《担保函》原件，则《担保函》自始不发生法律效力。本《担保函》仅用于本期债券发行备案使用。

5. 深担增信信用分析

（1）深担增信主体概况

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”）全资设立的增信融资担保子公司，初始注册资本 60.00 亿元。2020 年 5 月，深担增信完成工商变更，深圳市财政金融服务中心出资 20.00 亿元，从深圳担保集团取得深担增信 33.33% 的股份。截至 2020 年 6 月末，深担增信注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，深圳担保集团是深担增信控股股东，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会是深担增信的实际控制人。截至 2020 年 6 月末，深担增信股权不存在被股东质押的情况。

图6 截至2020年6月末深担增信股权结构



资料来源：深担增信提供，联合评级整理

深担增信经营范围：开展再担保业务；开展诉讼保全担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保，投标担保；与担保业务有关的咨询业务；以自有资金进行投资及其他非融资担保业务。（以上项目法律、行政法规、国务院决定规定在登记前须经批准的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）；借款类担保业务、发行债券担保业务和其他融资担保业务。

截至2020年6月末，深担增信设有增信业务部、风险管理部和综合财务部3个部门。

截至2019年末，深担增信资产总额60.09亿元，所有者权益60.04亿元，均为归属于母公司所有者权益；2019年，深担增信实现营业总收入0.14亿元，实现净利润0.04亿元，均为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额-20.50亿元，现金及现金等价物净增加39.50亿元。

深担增信注册地址：深圳市南山区粤海街道滨海社区高新南十道87、89、91号深圳市软件产业基地2栋C16层1603；法定代表人：胡泽恩。

（2）深担增信经营分析

①经营概况

深担增信作为深圳担保集团全资子公司，主要承担债券增信及其他大额融资担保业务，深圳担保集团主要承担管理职能。

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全资子公司，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。深担增信在管理制度和业务策略等方面均沿袭母公司安排，高管团队由母公司高管兼任，业务团队承接自母公司，依托母公司风险控制体系开展风险管理工作，为各项业务开展奠定了良好的基础，运营专业化水平较高。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，而全资股东深圳担保集团主要承担管理职能。2020年4月，深担增信取得融资担保业务牌照。

②债券增信业务分析

深担增信作为深圳担保集团开展增信业务的主体，沿袭深圳担保集团业务发展思路，未来增信业务过渡情况需关注；同时，近年来信用风险事件频发，需对深担增信风控能力及未来债券增信业务客户信用风险保持关注。

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 1,000 亿元以上；新增中小微企业银行信贷规模 1,000 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 1,000 亿元以上；设立总规模 1,000 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，深圳担保集团设立深担增信以助力深圳市政府“四个千亿”计划的推进。

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，沿袭深圳担保集团业务发展思路。深圳担保集团增信业务客户来源主要为其银行融资担保的客户孵化企业，主要集中在电子行业企业，以上市公司为主。深圳担保集团增信业务主要采取个人保证、企业保证、房产抵押和股票质押等反担保措施，被担保客户以民营企业为主，被担保客户主体信用等级主要分布在 AA 级别。费率方面，具体实施标准是根据被担保企业主体评级以及项目风险评估来确定。从区域分布来看，深圳担保集团增信业务客户以深圳本地企业为主，逐步延伸拓展到大湾区其他城市。业务拓展方面，增信业务由集团业务团队负责拓展，深担增信负责具体项目的落地实施。由于深担增信成立时间尚短，未来增信业务在深圳担保集团和深担增信之间的过渡情况仍需关注。同时，联合评级也关注到，近年来信用风险事件频发，违约主体以民营企业居多，需对深担增信风险控制能力及未来债券增信业务客户的信用风险保持持续关注。

③委托贷款业务

深担增信开展了一定规模的委托贷款业务，存在单一客户集中度高的风险；同时，近年来信用风险事件频发，需对深担增信风控能力及委托贷款业务客户信用风险保持关注。

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，主要为贷款及债券担保客户提供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。深担增信委托贷款业务期限均在一年以内，反担保措施主要包括房产抵押、土地抵押、机器设备抵押、法人或实际控制人连带担保等。

截至 2019 年末，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%。从客户集中度来看，截至 2019 年末，深担增信前三大客户委托贷款余额为 10.50 亿元，占 2019 年末委托贷款余额的比重为 51.22%；单一最大客户委托贷款余额为 5.00 亿元，占委托贷款余额的比重为 24.27%，存在集中度高的风险。

同时，联合评级也关注到，近年来信用风险事件频发，违约主体以民营企业居多，需对深担增信风险控制能力及委托贷款客户的信用风险保持持续关注。

（3）风险管理分析

深担增信设立了符合其发展阶段的风险管理制度和业务操作流程；但深担增信成立时间尚短，风险管理主要依托于深圳担保集团风险管理体系，风险管理制度仍需在实践中不断完善。

深担增信以深圳担保集团风险管理体系为基础，结合在项目开展不同时期所面临的业务风险，初步制定了项目调查、项目审批、“审、保、偿”分离、保后跟踪等一系列操作流程。深担增信的审、保、偿分离机制主要体现在项目的评审、担保及出现风险后的代偿几个环节分置，建立了横向平行制衡的约束机制。

从保前看，项目经理直接面对客户，营销并管理担保业务，负责对客户的资信调查与评估，以及在保项目的保后跟踪，对项目的真实性、准确性、完整性承担责任。深担增信项目现场调研实行项目经理 A、B 角制度，项目经理 A 是项目的第一责任人，项目经理 A、B 共同负责项目的调研、考核、评审、放款、保后跟踪、回款及债务追偿等工作。深担增信针对调研内容制定了标准化规程，

要求项目经理按照提示内容进行详细调查、核实和取证，对项目的风险状况进行评价，并根据风险状况筛选项目和制定风险控制策略，完成担保方案设计。

在项目评审方面，深担增信在项目评审前设置预审程序，由相应深圳担保集团分公司负责人以及深担增信增信业务部负责人预审通过后，方可申请上会评审。根据《深圳担保集团项目评审制度》要求，深担增信暂不单独设立项目评审决策委员会（以下简称“评审委”），所有的经营项目需在集团层面的评审委审议通过后方可付诸实施，项目评审受集团的统一管控，评审委设主任委员 1 名，设副主任委员 2 名，协助主任委员工作，主任委员由集团董事长兼任，副主任委员分别由集团总经理和集团首席风控官兼任，项目评审决策委员由集团高级管理人员、业务部门负责人、高级项目经理及法务经理等组成，可以根据需要外聘具有相应资格人员担任独立评委，一般项目评审委员会由项目评审委员会委员及外部评审顾问组成，人员不少于 7 名，集团董事长及集团首席风控官有一票否决权，对项目评审过程中如有 2 票否决则项目暂缓，暂缓项目 6 个月内不得再次上会。项目在评审决策后进入法律操作管理阶段，由深担增信配备的法务经理、外聘律师、担任高级法律顾问的司法界离退休高级管理人员等组成的法务操作人员进行管理，包括监控项目签约、抵（质）押登记手续和项目放款程序，防范法律和法务操作风险。

在项目保后管理方面，保后管理职责主要由深担增信业务部门项目经理 A、B 角承担，并依照项目台账管理规定对在保项目进行台账登记管理。深担增信保后跟踪检查主要包括企业经营情况、反担保情况检查，确保项目在出现风险时得以及时知晓并采取相应措施。

深担增信未来将沿袭深圳担保集团的业务模式，主要针对深圳本地及大湾区范围内优质债券发行人开展债券增信业务。深担增信将重点关注发行主体的基本面、借款用途、还款来源、反担保物等，综合评估项目风险状况。深担增信将采取多种反担保组合措施，包括资产抵（质）押以及连带责任保证等。出现风险的项目，由深担增信债务追偿人员负责对涉险项目进行尽职调查，出具事故分析报告，及时提出代偿方案和追偿方案，经深担增信领导审批后对代、追偿方案进行落实，其他参与评审流程的人员若违反相应的操作及规章制度，应承担相应决策失误责任。

（4）深担增信财务分析

深担增信提供了 2019 年合并财务报表。瑞华会计师事务所对 2019 年财务报表进行了审计，并出具了无保留的审计意见。

①资本结构

深担增信资金主要来源于股东注资，所有者权益稳定性好；由于深担增信成立时间尚短，负债规模极小。

深担增信日常运营的资金主要来源于股东资本金投入。截至 2019 年末，深担增信所有者权益合计 60.04 亿元，均为归属于母公司的所有者权益；其中，实收资本占比 99.94%，占比很高，深担增信所有者权益稳定性好。

深担增信成立时间尚短，截至 2019 年末，除少量应交税费及其他应付款外，无其他负债。

②资产质量

深担增信货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；委托贷款占深担增信资产比重相对较大，需持续对其资产质量保持关注。

截至 2019 年末，深担增信资产总额 60.09 亿元，主要由货币资金和委托贷款构成，占比分别为 65.74%和 34.11%。深担增信成立时间尚短，货币资金保持充足水平。截至 2019 年末，深担增信货币资金 39.50 亿元，均为银行存款，无受限资金。截至 2019 年末，深担增信委托贷款 20.50 亿元，均为深担增信自有资金投放。截至 2019 年末，深担增信对委托贷款计提减值准备 0.10 亿元，计提

比例为 0.50%。近年来，外部信用风险事件频发，需对深担增信委托贷款资产质量持续保持关注。

表 12 深担增信资产情况构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末
资产总额	60.09
其中：货币资金	39.50
其他应收款	0.08
委托贷款	20.50

资料来源：深担增信审计报告，联合评级整理

③盈利能力

由于深担增信成立时间尚短，债券增信业务尚未展开，收入利润规模相对较小，未来收入利润实现情况仍有待持续关注。

2019 年，深担增信实现营业总收入 0.14 亿元，主要为提供咨询服务业务收入及委托贷款利息收入。

深担增信营业总成本主要包括营业成本、税金及附加和财务费用。2019 年，深担增信营业总成本-0.04 亿元，其中包含营业成本 0.04 亿元、税金及附加 0.02 亿元和财务费用-0.10 亿元，财务费用主要为利息收入。此外，2019 年，深担增信对委托贷款计提 0.10 亿元资产减值损失。

从盈利规模来看，2019 年，深担增信实现营业利润 0.09 亿元，实现利润总额 0.09 亿元，实现净利润 0.04 亿元。

从盈利能力指标来看，2019 年，营业利润率为 59.11%。

④资本充足性及代偿能力

深担增信资本较为充足，资产流动性较好，考虑到股东对深担增信支持力度较大，深担增信整体代偿能力极强。

深担增信面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，深担增信将以自有资本承担相应的损失。深担增信实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

截至 2019 年末，深担增信净资产规模 60.04 亿元，资本较为充足。截至 2019 年末，深担增信可快速变现资产规模为 39.50 亿元，全部为货币资金，资产流动性较好。截至 2019 年末，深担增信无准备金负债，主要系深担增信尚未正式开展债券增信业务。

表 13 深担增信资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%）

项目	2019 年末
净资产	60.04
可快速变现资产	39.50
可快速变现资产/期末担保责任余额	--
准备金之和	0.00
拨备覆盖率	--
代偿准备金比率	--

资料来源：深担增信提供，深担增信审计报告，联合评级整理

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 28 日，深担增信未与金融机构发生信贷关系。

截至 2020 年 6 月末，深担增信无重大未决诉讼或仲裁情况。

6. 深担增信担保效果评价

以截至 2019 年末财务数据测算，深担增信资产总额 60.09 亿元，净资产达 60.04 亿元，分别为本期债券品种二发行额度（1.60 亿元）的 37.56 倍和 37.53 倍，对本期债券品种二的保障程度很高，深担增信作为深圳担保集团全资子公司，股东背景强且支持力度较大，其担保对本期债务的信用水平具有显著的提升作用。

十、综合评价

公司作为国内从事供应链管理业务的上市公司，已形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式。近年来，公司营业收入持续增长，通过不断优化业务模式，经营活动现金流状况持续改善。同时，联合评级也关注到公司业务行业集中度很高、大额应收账款和存货对营运资金形成占用且存在一定资产减值风险、整体债务负担重且短期偿债压力较大、资产受限比例高、毛利率有所下降、期间费用对利润侵蚀较重以及净利润波动较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

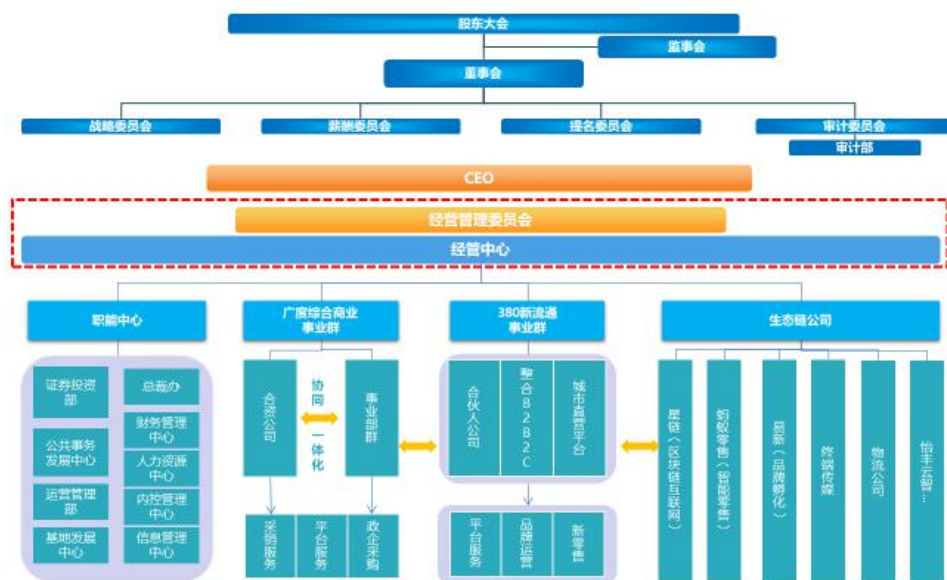
2018 年，公司控股股东由怡亚通控股变更为深圳投控，实际控制人由自然人周国辉变更为深圳市国资委。深圳投控成为控股股东后，对公司的支持将逐步落地，未来有望进一步优化公司经营模式及发展战略，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券品种一由高新投融资担保提供连带责任保证担保。高新投融资担保作为政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，资本实力和担保实力强，其担保对本期债券的信用水平有显著的提升作用。

本期债券品种二由深担增信提供连带责任保证担保。深担增信作为深圳担保集团全资子公司，股东背景强且支持力度较大，其担保对本期债务的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 6 月末深圳市怡亚通供应链股份有限公司 组织机构图



附件 2 深圳市怡亚通供应链股份有限公司

相关财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	472.62	433.92	419.01	424.14
所有者权益（亿元）	86.52	86.35	84.25	84.13
短期债务（亿元）	311.50	280.79	263.44	265.47
长期债务（亿元）	31.27	24.61	34.84	43.95
全部债务（亿元）	342.76	305.40	298.28	309.42
营业总收入（亿元）	685.15	700.72	720.25	288.03
净利润（亿元）	5.85	1.58	0.19	0.25
EBITDA（亿元）	23.50	21.05	20.13	--
经营性净现金流（亿元）	0.41	16.37	26.14	1.57
应收账款周转次数（次）	5.42	5.31	5.49	--
存货周转次数（次）	7.06	7.05	8.65	--
总资产周转次数（次）	1.53	1.55	1.69	0.68
现金收入比率（%）	111.30	118.33	115.91	114.76
总资本收益率（%）	4.91	4.39	4.57	--
总资产报酬率（%）	4.74	4.07	4.16	--
净资产收益率（%）	7.12	1.83	0.23	0.60
营业利润率（%）	6.79	6.72	5.52	5.70
费用收入比（%）	5.59	6.65	5.86	6.19
资产负债率（%）	81.69	80.10	79.89	80.16
全部债务资本化比率（%）	79.85	77.96	77.98	78.62
长期债务资本化比率（%）	26.55	22.18	29.25	34.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	1.27	1.13	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.07	--
流动比率（倍）	1.07	1.07	1.12	1.13
速动比率（倍）	0.78	0.81	0.87	0.91
现金短期债务比（倍）	0.33	0.30	0.34	0.38
经营现金流负债比率（%）	0.12	5.10	8.78	0.54
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.88	5.26	5.03	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债、其他应付款中相关项目已调整至短期债务及相关指标核算

附件 3 深圳市高新投融资担保有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	10.70	11.45	17.95	56.46
可快速变现资产（亿元）	6.15	6.61	4.99	37.60
可快速变现资产/担保责任余额（%）	11.27	11.84	9.11	68.64
负债总额（亿元）	3.71	4.16	4.27	4.51
实际资产负债率（%）	11.90	10.54	5.25	1.35
所有者权益（亿元）	6.99	7.30	13.68	51.95
营业收入（亿元）	1.18	1.56	1.60	1.25
担保业务收入（亿元）	0.88	1.28	1.14	0.78
投资收益（亿元）	0.00	0.00	0.03	0.01
净利润（亿元）	0.19	0.31	0.38	0.28
担保业务收入贡献度（%）	72.98	81.97	71.27	62.94
营业利润率（%）	29.69	32.94	38.10	29.56
总资产收益率（%）	1.70	2.79	2.57	0.74
净资产收益率（%）	2.70	4.32	3.61	0.84
期末担保责任余额（亿元）	55.03	41.70	39.80	54.77
融资性担保放大倍数（倍）	7.87	5.71	2.91	0.96
累计担保代偿率（%）	1.04	0.79	0.79	0.90
担保赔付率（%）	96.61	0.00	33.89	91.20
拨备覆盖率（%）	148.70	226.78	297.07	281.64
代偿准备金比率（%）	34.75	0.00	11.62	19.08

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 除特别说明外，本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 2019 年 1—9 月数据未经审计，相关指标未经年化

附件 4 深圳市深担增信融资担保有限公司

主要计算指标

项目	2019 年
资产总额（亿元）	60.09
可快速变现资产（亿元）	39.50
可快速变现资产/担保责任余额（%）	--
负债总额（亿元）	0.05
实际资产负债率（%）	0.09
所有者权益（亿元）	60.04
营业总收入（亿元）	0.14
担保业务收入（亿元）	0.00
净利润（亿元）	0.04
营业利润率（%）	59.11
总资产收益率（%）	--
净资产收益率（%）	--
期末担保责任余额（亿元）	--
融资性担保责任余额（亿元）	--
融资性担保放大倍数（倍）	--
累计担保代偿率（%）	--
拨备覆盖率（%）	--
代偿准备金比率（%）	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳市怡亚通供应链股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳市怡亚通供应链股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市怡亚通供应链股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳市怡亚通供应链股份有限公司的相关状况，如发现深圳市怡亚通供应链股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳市怡亚通供应链股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳市怡亚通供应链股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳市怡亚通供应链股份有限公司、监管部门等。

