信用等级公告

联合[2018] 1728 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市怡亚通供应链股份有限公司主体长期信用等级为AA，“16 怡亚通 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十九日

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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 怡亚通 MTN001	4 亿元	2019/09/22	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 19 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.38	38.51	35.84	35.76
资产总额(亿元)	328.13	423.82	472.62	474.44
所有者权益(亿元)	66.19	77.82	86.52	87.97
短期债务(亿元)	217.59	273.81	311.50	311.22
长期债务(亿元)	18.84	27.38	31.27	32.78
全部债务(亿元)	236.43	301.19	342.77	344.00
营业收入(亿元)	399.39	582.91	685.15	184.47
利润总额(亿元)	5.54	6.63	7.64	2.43
EBITDA(亿元)	13.45	16.94	21.61	--
经营性净现金流(亿元)	-18.05	-41.47	0.41	7.97
营业利润率(%)	7.00	7.05	7.01	7.05
净资产收益率(%)	7.08	6.88	6.76	--
资产负债率(%)	79.83	81.64	81.69	81.46
全部债务资本化比率(%)	78.13	79.47	79.85	79.63
流动比率(%)	107.92	107.43	106.85	109.07
经营现金流动负债比率(%)	-7.48	-13.10	0.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.57	17.78	15.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.92	1.85	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；短期债务中考虑了其他应付款中的非金融机构借款。

分析师

方 晓　虢 丰

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

评级观点

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。跟踪期内，公司通过调整上下游客户账期、提高票据结算比率和提高经营效率等方式优化业务结构、改善现金流状况；随着深度 380 平台的推广，公司业务量持续扩大、收入及利润规模不断增长，应收账款及存货也相应不断增长，对运营资金形成了大量占用；受业务模式影响，公司需要通过资产抵（质）押获得外部融资，致使资产抵（质）押比率很高，且债务规模持续增长、债务负担重、短期偿债压力大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，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。

跟踪期内，公司控股股东深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“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”）于 2018 年 5 月签署了《股份转让协议书》，并于 2018 年 6 月收到第一期股份转让款 1.82 亿元，股权是否完成过户受尽职调查结果影响。上述股权交易完成后，怡亚通控股拟将收到的部分转让款用于补充怡亚通流动资金或偿还有息债务。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16怡亚通MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 深圳市优越的区域经济环境和国内供应链管理行业良好的发展前景为公司发展奠定了基础。
2. 公司是国内规模较大的供应链管理服务

上市公司，形成了以物流、商流、资金流和信息流四流合一的运营模式，具备较高的行业影响力和资源整合能力。

3. 跟踪期内，公司深度供应链业务已经形成了线上星链云商与线下深度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. 跟踪期内，公司优化业务结构，调整上下游客户账期，拉长与上游品牌商的结算账期并加快下游资金回笼，经营现金流方面实现了较大的改善。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16怡亚通MTN001”保障能力强。

关注

1. 公司上下游客户行业集中度较高，容易受IT、通信行业和快速消费品行业的变化而波动。且公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，且以短期债务为主，债务负担重，资产负债率维持在80%以上高位；同时，应收账款及存货规模大，占用大量运营资金，短期偿债压力大
3. 截至2018年3月底，公司累计抵（质）押余额130.31亿元（其中，受限货币资金74.54亿元），占2017年底经审计净资产的150.61%，主要用于银行抵（质）押贷款、保证金和保理借款，公司资产抵（质）押比例很高。
4. 随着小额贷款规模不断扩大，截至 2018年3月底，公司客户贷款及垫款为23.00亿元，存在一定回收风险。
5. 截至2018年3月底，公司对并表平台提供贷款担保额度合计87.68亿元；供应链金融业务对下游零售客户提供担保额度11.68亿元；担保余额分别占公司2018年3月底净资产的99.67%和13.28%；担保比率较高，且未使用额度可能进一步提高，存在一定或有负债风险。
6. 跟踪期内，公司控股股东怡亚通控股与深圳投控签订了股权转让协议及补充协议，截至本报告出具日，深圳投控已经向怡亚通控股支付第一期股份转让价款，股权是否完成过户受尽职调查结果影响。上述股权交易完成后，怡亚通控股拟将收到的部分转让款用于补充怡亚通流动资金或偿还有息债务。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳市怡亚通供应链股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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

2007年10月，经中国证券监督管理委员会证监发行字【2007】376号文核准，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股3100万股，发行后公司注册资本为12357.43万元；2007年11月13日公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183）。2015年5月，公司完成非公开发行股票，发行完成后深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）仍为公司控股股东。截至2018年6月底，公司注册资本21.23亿元。母公司怡亚通控股持有公司36.15%的股权（其中73.43%用于质押），实际控制人为周国辉先生。

截至2017年底，公司拥有子公司560家，员工20098人。

截至 2018 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2017年底，公司资产（合并）总计472.62亿元，所有者权益合计86.52亿元（其中包含少数股东权益26.98亿元）。2017年，公司实现营业总收入685.15亿元，利润总额7.64亿元。

截至2018年3月底，公司资产（合并）总计474.44亿元，所有者权益合计87.97亿元（其中包含少数股东权益26.84亿元）。2018年1～3月，公司实现营业总收入184.47亿元，利润总额2.43亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，公司存续中期票据发行额度和存续期等情况如下表所示，已按照募集资金用途使用完毕，且正常付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	兑付日
16怡亚通MTN001	4.00	4.00	2016/09/22	2019/09/22

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进

价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长

15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

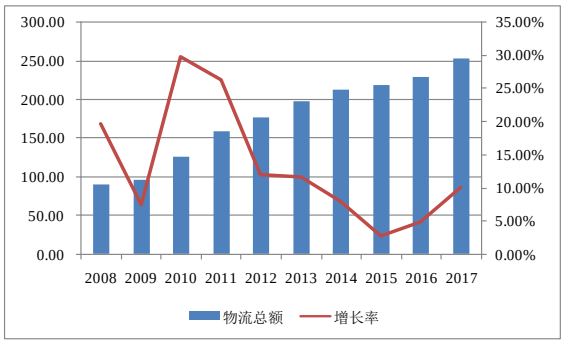
中国供应链服务与管理市场，服务模式主要体现为两种：一类是以采购执行与销售执行（以进出口+物流为主）为核心的效率型供应链服务模式；一类是在效率型供应链服务基础上，以资金配套为主导的资金型供应链服务模式。前者进入门槛低，服务提供商良莠不齐，后者虽对企业资质要求更高，却也因广大的市场需求吸引着越来越多的企业进入，竞争加剧造成了市场环境日益复杂。

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

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

物流行业

图1　中国物流总额及增长率（单位：万亿）



资料来源：Wind 资讯

近年来中国物流业总体规模快速增长，服

务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2017 年全国社会物流总额 252.80 万亿元，同比增长 10.03%，增速比上年增加 5.24 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 234.50 万亿元，同比增长 9.59%，增速比上年增加 4.69 个百分点；进口货物物流总额 12.50 万亿元，同比增长 18.96%，增速比上年增加 18.36 个百分点；农产品物流总额 3.70 万亿元，同比增长 2.46%，增速同比减少 2.14 个百分点；再生资源物流总额 1.10 万亿元，同比增长 14.89%，增速同比增加 14.89 个百分点；单位与居民用品物流总额 1.00 万亿元，同比增长 35.15%，增速同比减少 10.55 个百分点。从物流市场结构看，工业品、进口货物及再生资源物流总额保持增长；农产品和快递快运为主的单位与居民物品物流业务增速有所放缓。

物流费用方面，2017 年社会物流总费用 12.10 万亿元，同比增长 9.38%，增速同比增加 7.04 个百分点；其中，运输费用 6.60 万亿元，同比增长 10.90%，增速同比增加 7.60 个百分点；保管费用 3.90 万亿元，同比增长 6.70%，增速同比增加 5.40 个百分点；管理费用 1.60 万亿元，同比增长 8.30%，增速同比增加 2.70 个百分点。2017 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.60%，同比下降 0.30 个百分点；该比率连续五年下降，表明近年来物流运行质量和效率有所提升。物流收入方面，2017 年物流业总收入 8.80 万亿元，比上年增长 11.39%，增速同比增加 6.85 个百分点。

整体看，受宏观经济复苏影响，2017 年，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化、运行效率有所提升。

快消品行业

快速消费品是指使用寿命短，消费速度快的消费品，包括日化用品、食品饮料、母婴用品、烟酒等。作为传统民生行业，快速消费品行业与民众生活关联度较密切，在国民经济中占有重要地位。根据《2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 10.2%。按经营地统计，城镇消费品零售额 314290 亿元，增长 10.0%；乡村消费品零售额 51972 亿元，增长 11.8%。按消费类型统计，商品零售额 326618 亿元，增长 10.2%；餐饮收入额 39644 亿元，增长 10.7%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长 9.7%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 7.8%，化妆品类增长 13.5%，金银珠宝类增长 5.6%，日用品类增长 8.0%，家用电器和音像器材类增长 9.3%，通讯器材类增长 11.7%，建筑及装潢材料类增长 10.3%，汽车类增长 5.6%，石油及制品类增长 9.2%。

根据贝恩公司与凯度消费者指数发布的《购物者消费升级，市场增长反弹》（以下简称“报告”）显示，2014～2016 年，中国快速消费品市场增速分别为 6.1%、4.7%和 3.6%，呈逐年放缓趋势；2017 年中国消费品市场总销售额增长率从 2016 年的 3.6%升至 4.3%，这是自该系列报告从 2012 年开始跟踪中国购物者行为以来，销售额增速首次超过上一年。报告指出，平均售价的增长对近年来几乎停滞的整体销量增长形成补偿，且成为总销售额增长的主要因素；其中 2015～2017 年，城镇零售市场销量年度增长率分别为-0.9%、0.6%和 0.2%，平均售价年度增长率分别为 5.6%、3.0%和 4.0%。报告还指出，随着消费者收入不断提升，消费者在高端产品上的花费日益增加。整体看，2017 年中国快消品市场销售额呈现反弹趋势，平均售价的上涨成为快消品市场增长整体回升的主导因素。

（2）行业关注

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

随着供应链公司向价值链上下游延伸，各

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

（3）行业政策

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，提升我国经济全球竞争力。《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-7224-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。

（4）行业发展

未来中国供应链管理服务行业的发展趋势将主要体现在以下几个方面：

深港澳区域经济一体化

服务业合作潜力巨大，可以创造参与全球资源以服务整合的国际竞争新优势。目前，深圳市第三产业占 GDP 比重已达 58.6%，其中现代服务业增加值 9306.5 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一马当先，把香港“前店后厂”模式进一步向内地延伸，拓展现代服务业链条，助推中国产业国际竞争力的重大提升。

供应链金融服务不断扩大

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

发展三、四线城市及农村地区

快速消费品未来的增长点不是在一、二线城市，三、四线城市的市场潜力还未被完全挖掘，其目前消费增速也不高。未来，当消费升级，会有更多品牌快消品进入成千上万的农村家庭。随着农村消费水平的增长，供应链管理的未来服务市场也会随之扩大。

大数据将为供应链管理行业提供服务

随着时代的不断发展，互联网、移动通讯、管理信息化、电子商务等技术不断互相渗透；

随着供应链变得越来越复杂，厂商的不断增多，大数据在未来有着不可估量的价值。未来，供应链服务企业可以根据大数据的分析，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。

2. 区域经济概况

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

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

2017年，深圳市全年生产总值22438.4亿元，比上年增长8.8%。其中，第一产业增加值18.5亿元，同比增长52.8%；第二产业增加值9266.8亿元，同比增长8.8%；第三产业增加值13153.0亿元，同比增长8.8%。第一产业增加值占全市生产总值的比重为0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为41.3%和58.6%。人均生产总值183127.0元，同比增长4.0%。四大支柱产业中，金融业增加值3060.0亿元，同比增长5.7%；物流业增加值2276.4亿元，同比增长9.8%；文化及相关产业增加值1529.8亿元，同比增长20.6%；高新技术产业增加值7359.7亿元，同比增长12.2%。

综合看，深圳市良好的经济环境为公司发展提供了良好的外部条件。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为上市公司，截至2018年3月底，控股股东怡亚通控股持有公司36.15%股权。公司实际控制人为自然人周国辉。

2. 企业规模与竞争力

公司总部设在深圳，是中国第一家上市供应链企业，旗下有超过280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，同时“两天、两地、一平台”战略的推出让公司在互联网时代进一步加强了竞争力。

怡亚通整合优势资源，构建以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与产品整合供应链服务、供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，服务网络遍布中国380个主要城市及东南亚、欧美、澳洲等国家和地区，业务领域覆盖快消、IT、通讯、医疗、化工、家电、服装、安防、贵金属等行业，正在为全球100余家世界500强及2000多家国内外知名企业提供专业供应链服务，包括Intel、雀巢、西门子、GE、宝洁、海尔、联想、惠普等。公司已连续四年上榜《财富》“中国500强”，以创新的经营持续保持快速稳健发展。

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

区。

3. 技术水平

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

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

七、重大事项

1. 终止 2016 年度非公开发行股票

2016 年 4 月，公司计划非公开发行股票，已分别经公司第四届董事会第五十次会议、第五十二次会议、第五届董事会第八次会议、2016 年第七次临时股东大会、第八次临时股东大会和第五届董事会第十四次会议审议通过，拟向不超过 10 名特定对象，按照特定价格发行股票，发行股票合计不超过 32000 万股（含 32000 万股），募集资金总额不超过 31.67 亿元（其中，公司董事长周国辉拟认购本次非公开发行的股票金额不低于 10 亿元，不超过 20 亿元）。募集资金用于怡亚通供应链商业生态圈建设（包括 380 平台网络建设、补充流动资金、互联网 O2O 传媒平台建设、互联网 O2O 金融服务平台建设和星链互联网 B2B2C 平台建设等）。

根据公司 2018 年 6 月 15 日发布的《关于终止 2016 年度非公开发行股票事项并撤回申请文件的公告》（以下简称“公告”），综合考虑市场环境、融资时机等因素，结合目前的实际情况，公司决定终止本次非公开发行股票事项，并向中国证监会申请撤回本次非公开发行的申请文件。根据公告，2018 年 6 月 15 日，公司第五届董事会第四十四次会议和第五届监事会第三十四次会议审议通过了《关于公司终止 2016 年度非公开发行股票事项并撤回申请文件的议案》。公司董事会审议本次事项时关联董事回避表决，独立董事对此事项发表了事前认可意见和独立意见。根据公司 2018 年第六次临时股东大会的授权，公司本次终止非公开发行股票事项无需另行提交股东大会审议。

2. 控股股东转让部分公司股份

2018 年 5 月 15 日，公司发布了《关于控股股东签订的〈股份转让协议〉主要条款的公告》（以下简称“公告”）。根据公告，怡亚通控股股东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”）于 2018 年 5 月 15 日签署了《股份转让协议书》（以下简称“协议书”），其主要条款如下：（1）怡亚通控股同意将其持有的怡亚通 282318810 股股份（占怡亚通股份总数的 13.3%）以及由此所衍生的所有股东权益转让给深圳投控；（2）本次标的股份转让价款为人民币 18.21 亿元，均以现金方式支付，每股受让价格约为人民币 6.45 元；（3）本次股份转让完成后，怡亚通控股持有怡亚通 485114690 股股份，深圳投控持有怡亚通 282318810 股股份，持股比例分别为 22.85%和 13.30%。

支付方式方面，根据协议书，深圳投控应在协议书生效之日起 10 个工作日内支付第一期股份转让款人民币 1.82 亿元（占股份转让价款的 10%）；标的股份过户至深圳投控名下之日，深圳投控向怡亚通控股支付第二期股份转让款人民币 14.57 亿元（占股份转让价款的

80%）；2018 年 12 月 31 日前深圳投控向怡亚通控股支付人民币 1.82 亿元（股份转让价款剩余 10%）。

根据公告，在协议书生效后，各方应在以下条件满足后 3 个工作日内共同到深圳证券交易所、登记结算公司办理将标的股份过户至受让方名下的手续：（1）第一期股份转让价款支付完毕；（2）受让方对出让方及怡亚通的尽职调查已完成，且受让方确认尽职调查的结果不存在协议书第 24.3 条约定的受让方有权解除协议书的情形。

2018 年 5 月 31 日，怡亚通控股与深圳投控就股份转让协议签署了《股份转让协议书之补充协议》（以下简称“补充协议”）。根据补充协议，深圳投控根据协议书的相关约定要求怡亚通控股办理标的股份过户，怡亚通控股不配合办理的，深圳投控有权要求怡亚通控股双倍返还出让方支付的第一期股份转让款（即返还金额为人民币 3.64 亿元），怡亚通控股应于深圳投控发出要求返还的书面通知之日起 3 个工作日内将上述款项支付至深圳投控指定账户。

根据怡亚通于 2018 年 6 月 11 日发布的《关于控股股东签署的股份转让协议的进展公告》，怡亚通控股已收到协议书中约定的第一期股份转让款人民币 1.82 亿元。

截至本报告出具日，深圳投控已经向怡亚通控股支付第一期股份转让价款，股权是否完成过户受尽职调查结果影响。

上述股权交易完成后，怡亚通控股拟将收到的部分转让款用于补充怡亚通流动资金或偿还有息债务。

联合资信将持续关注上述事项的进展情况。

八、管理分析

根据公司于 2017 年 12 月 5 日发布的《关于变更公司董事会秘书的公告》，梁欣先生因个人工作原因辞去董事会秘书职务，仍将继续担任公司副总经理职务。为保证公司董事会工作顺利开展，经公司董事长周国辉先生提名，董事会提名委员会审核，公司第五届董事会第三十一次会议审议通过了《关于变更公司董事会秘书的议案》，公司董事会同意聘任夏镔先生担任公司董事会秘书、副总经理，任期自董事会审议通过之日起至第五届董事会届满为止。夏镔先生的董事会秘书任职资格已经深圳证券交易所审核无异议。

夏镔先生，1976 年 11 月生，中国国籍，无永久境外居留权，法学硕士学历，持中国律师资格证。2001 年 6 月至 2007 年 11 月，在健康元药业集团股份有限公司历任法律顾问、高级法务专员。2007 年 12 月至 2017 年 12 月，任公司法务副总监。2017 年 12 月 5 日至今，任怡亚通副总经理兼董事会秘书。

跟踪期内，公司法人结构、管理制度和其他高级管理人员无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以生产型供应链服务（以下简称“广度业务”）、流通消费型供应链服务（以下简称“深度业务”）、全球采购与产品整合供应链业务服务和供应链金融服务为核心，承接客户企业非核心业务外包为主要业务；其中广度业务、深度业务和全球采购与产品整合供应链业务收入占比大。广度业务主要为客户提供进出口通关采购执行和分销执行的物流业务，2017 年实现营业收入 142.75 亿元，同比下降 10.69%，占公司营业总收入的 20.83%，同比减少 6.59 个百分点，主要系公司持续优化关停毛利水平差、周转效率低的不良项目，调整业务结构，将核心重点业务转移至符合国家宏观政策利好行业及利润较高的行业所致。深度业务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为客户构建直供渠道，提高客户市场竞争力；深度业务是公司近年来发展的重点，伴随着市场占有率的不断提升，收入规模持续快速增长，2017 年实现

营业收入 401.20 亿元，同比增长 24.35%，占公司营业总收入的 58.56%。2017 年，公司全球采购与产品整合业务实现营业收入 131.14 亿元，同比增长 33.86%，主要系化工产品分销业务较 2016 年同期大幅增长所致，占公司营业总收入的 19.14%；公司供应链金融业务实现收入 5.51 亿元，同比增长 42.75%，主要系小额贷款业务和宇商金控平台业务持续发展所致，收入规模整体较小；其他平台业务主要包括物流业务以及其他增值平台业务，2017 年实现收入 12.45 亿元，同比大幅增长，主要系公司其他增值平台业务在 2016 年下半年刚成立，2017 年业务规模增幅较大所致。

毛利率方面，2017 年，公司综合毛利率为 6.91%，同比略有下降。分板块来看，2017 年，由于公司持续优化广度业务结构，关停不良业务项目，广度业务毛利率同比增加 0.37 个百分点至 4.47%；深度业务毛利率为 7.74%，同比增加 0.06 个百分点；全球采购与产品整合业务毛利率为 2.97%，同比减少 2.18 个百分点，主要原因一是公司转让出售子公司深圳市怡海能达有限公司造成毛利同比减少 0.37 亿元，二是电脑业务子公司深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司和服装业务子公司怡雅荟有限公司的毛利同比分别减少 0.21 亿元和 0.25 亿元，三是化工业务毛利率同比减少 0.50 个百分点；供应链金融业务毛利率为 62.19%，同比减少 5.38 个百分点，主要系宇商金控平台业务期间费用增长所致；其他平台业务毛利率为 20.79%，同比减少 7.77 个百分点，主要系其他平台处于前期发展阶段，投入较多的人员、设备等费用所致。

2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 184.48 亿元，同比增长 18.61%。因公司于 2017 年度后对经营数据统计口径进行调整，将广度业务的大部分化工业务以及深度业务中的海外分销业务划分至全球采购与产品整合业务，且未对 2017 年一季度经营数据进行追溯调整，故 2017 年一季度经营数据可比性差。从收入构成看，深度业务实现收入 109.00 亿元，占 59.08%，比重较 2017 年进一步提高；广度业务实现收入 36.27 亿元，占 19.66%，比重较 2017 年略有下降；全球采购与产品整合业务和供应链金融业务分别实现收入 35.42 亿元和 1.44 亿元，分别占 19.20%和 0.78%，比重均较 2017 年变化不大；其他平台业务实现收入 4.32 亿元，占 2.35%，比重较 2017 年略有提升。从毛利率来看，2018 年 1～3 月，公司综合毛利率 6.97%，较 2017 年增加 0.06 个百分点；广度业务毛利率 4.82%，较 2017 年增加 0.35 个百分点，主要系公司持续优化广度业务结构，关停不良项目所致；深度业务毛利率 8.03%，较 2017 年增加 0.29 个百分点，主要系公司进一步推进精细化管理，优化资源配置，提高人均产出所致；全球采购与产品整合业务毛利率为 3.02%，较 2017 年变化不大；供应链金融毛利率为 59.13%，较 2017 年进一步减少 3.06 个百分点，主要系小贷公司加强风险控制，提高客户筛选标准，缩小放贷规模所致；其他平台业务毛利率为 9.80%，较 2017 年下降幅度较大，主要系公司对于其他平台投入人员、设备等费用增加导致毛利率下降。

表 2　近年公司经营情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率
广度业务	159.83	27.42	4.10	142.75	20.83	4.47	36.27	19.66	4.82
深度业务	322.63	55.35	7.68	401.20	58.56	7.74	109.00	59.08	8.03
全球采购与产品整合业务	97.97	16.81	5.15	131.14	19.14	2.97	35.42	19.20	3.02
供应链金融业务	3.86	0.66	67.57	5.51	0.80	62.19	1.44	0.78	59.13

其他平台业务	5.86	1.01	28.56	12.45	1.82	20.79	4.32	2.35	9.80
平台间关联交易	-7.25	-1.24	--	-7.90	-1.15	--	-1.97	-1.07	--
合计	**582.90**	**100.00**	**6.98**	**685.15**	**100.00**	**6.91**	**184.48**	**100.00**	**6.97**

资料来源：公司提供

注：2017年度后公司调整报表口径，将广度业务的大部分化工业务以及深度业务中的海外分销业务划分至全球采购与产品整合业务，2016年为追溯调整后的数据。

2. 广度业务（生产型供应链服务）

公司的广度业务主要包括采购执行和分销执行两类业务。

（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（同时垫付相关说明），并配送至境内指定地点；客户付款（剩余货款、服务费及其他税费）；结算周期一般为 30 至 60 天。

（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，公司统一归集下游客户订单，并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。

表 3　近年公司广度业务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
广度营业总收入	159.83	142.75	36.27
广度营业成本	153.28	136.36	34.52
广度综合毛利	6.55	6.38	1.75
广度综合毛利率	4.10	4.47	4.82

资料来源：公司提供

受公司持续优化广度业务结构，关停部分不良项目，将核心重点业务转移至符合国家宏观政策利好及利润较高的行业影响，公司2017年广度业务收入和成本分别为142.75亿元和136.37亿元，分别同比下降10.69%和11.03%，毛利率为4.47%，同比增加0.37个百分点。从业务收入行业板块看，广度业务收入以IT、通信（占74.79%）为主，家电类占16.99%，占比增长较快，主要受下游消费需求变化影响。2018年1～3月，广度业务营业总收入36.27亿元，综合毛利率4.82%。其中，广度供应链业务仍以IT和通信产品为主，占广度业务的77.06%。

表 4 公司广度业务收入情况 (单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	129.73	81.17	106.77	74.79	27.95	77.06
家电	16.53	10.34	24.26	16.99	5.01	13.81
医疗	8.25	5.16	6.02	4.22	1.63	4.49
化工	--	--	--	--	--	--
纺织品	0.47	0.29	2.18	1.53	0.57	1.57
其他	4.85	3.03	3.52	2.47	1.11	3.06
合计	**159.83**	**100.00**	**142.75**	**100.00**	**36.27**	**100.00**

资料来源：公司提供

从广度业务营业成本来看，2017年公司广度业务成本主要由产品采购成本和物流成本两部分构成，合计占广度业务成本总额98%以上。公司将物流和仓储业务进行外包，截至2017年底，公司广度业务共有仓库43个，仓库面积达到72055.00平方米，仓库吞吐量420879.00立方米/年。公司在大连、上海、深圳等地自建自营五大仓储基地，其余大部分仓库为第三方租赁的物流设施，主要分布在北京、郑州、上海、深圳、武汉、成都等地。

表 5 近年公司广度业务成本情况 (单位：亿元、%)

项目	2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比
产品采购成本	133.98	98.25	33.81	97.93
仓储成本	0.43	0.32	0.08	0.24
物流成本	1.06	0.78	0.27	0.78
海关费用	0.09	0.06	0.02	0.06
搬卸理货费	0.11	0.08	0.02	0.06
分销费用	0.20	0.15	--	--
其他	0.49	0.36	0.32	0.93
合计	**136.36**	**100.00**	**34.52**	**100.00**

资料来源：公司提供

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

3. 深度业务（流通消费型供应链服务）

深度供应链是公司最近几年重点发展的战略业务。深度供应链服务是指将传统渠道代理商模式转变为平台运营模式，通过线上与线下的销售模式构建一个快捷、高效的直供渠道，为客户实现供应链管理的优化，提高市场竞争力。公司线上平台星链云商（原宇商网）是集产品展示、广告投放、线上采购、订单管理、在线支付等功能于一体的B2B采购平台+营销推广平台，为上游品牌商与下游零售门店提供高效对接服务，为企业及政府机构提供原材料采购、生产力采购及单位内购等服务。线下销售为深度380分销平台，是公司深度业务的重要组成部分，主要业务领域涵盖日化、食品、母婴、酒饮、家电等，通过搭建全国性的直供终端平台，提供市场、销售、信息、物流、商务、结算等一站式供应链服务，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。

380项目的平台建立主要以合资公司型态成立，整合当地优质经销商，公司与当地经销商出资比例为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，公司全面促进深度380分销平台业务的发展。深度380分销服务平台公司已超过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。2017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深度380分销服务平台公司实行了退出机制，共退出16家，未来公司在继续推广深度380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，实现深度业务的良性发展。

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。2017年以来，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；其中，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天账期改为提前支付货款或20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，因此对商品剩余保质期和动销率的监控是控制运营成本的主要方面，公司信息系统可以实现对该等指标的实时统计和监测；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。

表6　近年公司深度业务收入构成情况（单位：亿元、%）

行业	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家电	35.08	10.87	65.94	16.44	22.56	20.70
快速消费品	285.87	88.61	331.90	82.73	85.11	78.08
化工	--	--	0.31	0.08	0.19	0.17
医疗	--	--	0.66	0.16	0.62	0.57
其他	1.68	0.52	2.39	0.59	0.52	0.48
合计	**322.63**	**100.00**	**401.20**	**100.00**	**109.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

近年来，深度业务为公司重点发展的战略业务，公司深度业务收入主要由快速消费品构成。随着近年来公司整合并购快消行业的经销商速度持续加快和快速消费品市场需求的上涨，公司深度业务收入大幅增长，2017年公司深度业务营业收入为401.20亿元，较上年同期增长24.35%；毛利率为7.74%，较2016年增加0.06个百分点。

2017年，深度业务成本主要为商品采购成本，占总成本的95%以上。除产品采购成本外，物流费用、仓储费用作为主要成本费用均持续增长。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。

2018年1～3月，公司深度业务收入和成本

分别为109.00亿元和100.25亿元，毛利率为8.03%；产品结构较2017年变动不大。

表 7　近年公司深度业务成本情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比
产品采购成本	352.79	95.31	95.32	95.08
物流费	5.96	1.61	1.68	1.68
仓储费	3.67	0.99	1.02	1.02
分销费用	7.69	2.08	2.22	2.21
其他	0.02	0.01	0.01	0.01
合计	**370.13**	**100.00**	**100.25**	**100.00**

资料来源：公司提供

2017年，公司深度业务主要集中在快速消费品领域，集中度超过75%，行业集中度高。

经公司第五届董事会第二十四次会议及2017年第十次临时股东大会审议通过，公司于2017年8月通过竞拍方式，以2.74亿元的价格受让浙江百诚集团股份有限公司（以下简称“百诚集团”）4488万股股份（占其总股本的41.56%），并于2017年9月将其纳入合并范围。截至2017年底，公司持有百诚集团41.56%股份，在百诚集团董事会超过半数表决权，拥有控制权。经公司第五届董事会第三十一次会议及2017年第十七次临时股东大会审议通过，公司拟以人民币6.11元/股的价格受让百诚集团74名股东所持有的2741.54万股股份（占百诚集团总股本的25.38%），受让价格合计1.68亿元。截至2018年6月底，上述股份已受让完成，公司合计持有百诚集团66.91%股份。

百诚集团是国内规模较大的家电贸易流通企业，是浙江省“十一五”商贸业百强企业、“十一五”浙江省商贸优秀企业。百诚集团主要经营家用电器分销代理业务，代理品牌包括格力、美的、科隆、海尔等60多个一线家电品牌；品类覆盖空调、冰箱、彩电、地暖等生活电器。通过对百诚集团的整合，公司在浙江地区的分销业务规模得到了扩张，对公司家电分销项目在浙江省的区域布局起到了至关重要的作用；本次并购将进一步扩大公司在家电分销行业的影响力，有助于推动公司未来分销业务的发展。截至2017年底，百诚集团总资产13.02亿元，净资产4.13亿元；2017年实现收入5.03亿元，净利润0.50亿元。

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

4. 全球采购与产品整合业务

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

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

2017年，全球采购中心的收入为131.14亿元，较上年同期增长33.86%，主要系化工产品分销业务收入同比增加34.76亿元所致；毛利率为2.97%，较2016年减少2.18个百分点，主要原因一是公司转让出售子公司深圳市怡海能达有限公司造成毛利同比减少0.37亿元，二是电脑业务子公司深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司和服装业务子公司怡雅荟有限公司的毛利同比分别减少0.21亿元和0.25亿元，三是化工业务毛利率同比减少0.50个百分点。2018年1～3月全球采购业务收入为35.42亿元，综合毛利率为3.02%。

5. 供应链金融业务

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。

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，公司凭借良好的商业信誉及经营业绩，与众多银行结成了战略合作伙伴关系，并基于丰富的金融服务经验，根据客户业务运作需求，为客户提供多样化供应链金融服务，业务包括融资、租赁、供应链金融解决方案与咨询等。

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

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

表 8　近年公司小贷业务情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
个人贷款和垫款	4.34	5.09	5.10	4.90
企业贷款和垫款	14.79	23.71	23.30	18.10
其中：贷款	14.79	23.71	23.30	18.10
贷款余额	19.14	28.80	28.40	23.00
减：减值准备	0.21	0.31	0.40	0.40
发放贷款及垫款期末余额	18.93	28.49	28.01	22.60
业务量	2.98	3.77	4.56	0.92
利息收入	2.98	3.77	4.56	0.92
利息成本	0.61	1.20	1.52	0.38
综合毛利	2.36	2.56	3.04	0.54
综合毛利率	79.47%	68.05%	66.61%	59.00%
年平均资金成本	8.22%	9.34%	7.95%	7.55%
年平均贷款利率	16.58%	16.44%	16.26%	13.64%

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司小额贷款业务余额 28.40 亿元，较 2016 年底下降 1.39%。截至 2017 年底，小额贷款业务逾期贷款余额 0.27 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 0.40 亿元。

截至 2018 年 3 月底，小额贷款业务贷款余额 23.00 亿元，较 2017 年底下降 19.01%，主要系公司根据金融市场环境加强风险控制、适度收缩业务规模所致。2018 年 1～3 月，小额贷款业务实现营业总收入 0.92 亿元，毛利润 0.54 亿元。截至 2018 年 3 月底，小额贷款业务逾期贷款余额 0.26 亿元，较 2017 年底下降 3.70%，主要系公司追回逾期贷款 90 余万元所致；小额贷款业务共计提贷款损失准备 0.40 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，主要经营模式为厂商租赁形式，通过整合产业资源优势，面向国内外设备制造厂商及供应商、生产性的中小企业，服务性中小企业，以直接租赁、售后回租业务模式，为目标客户提供量身定制融资租赁方案。宇商租赁选择资质规模优秀的厂家签订融资租赁战

略合作协议，约定宇商租赁向拟购买厂家产品的客户（承租人）提供融资租赁服务，厂家承担回购义务、保证义务。截至 2018 年 3 月底，宇商租赁的主要客户为深圳移卡科技有限公司和合水县人民医院。

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

截至 2017 年底，宇商租赁资产为 2.45 亿元，所有者权益 2.12 亿元；2017 年，营业总收入为 430.12 万元，营业利润为 274.95 万元。截至 2017 年底，宇商租赁未出现贷款逾期。

截至 2018 年 3 月底，宇商租赁资产为 2.56 亿元，所有者权益 2.12 亿元，2018 年 1～3 月，营业总收入为 58.77 万元，营业利润为 47.66 万元。截至 2018 年 3 月底宇商租赁未出现贷款逾期。

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

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

截至2017年底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计90.50亿元，合同签署额度73.50亿元，实际担保金额11.26亿元。截至2018年3月底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计85.50亿元，合同签署额度68.50亿元，实际担保金额11.68亿元。

近年来，随着金融集群业务的不断发展，公司小额贷款和对外担保规模不断扩大，公司客户贷款及垫款金额不断增长，存在一定回收风险。

6. 经营效率

2015～2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数持续下降，2017 年分别为 5.21 次和 7.12 次；总资产周转次数有所波动，三年分别为 1.46 次、1.55 次和 1.53 次。整体看，公司经营效率良好。

7. 未来发展

作为国内上市供应链公司，公司未来将继续聚焦供应链行业，（1）全力推进广度业务无边界发展与创新，推动广度和深度业务的业务升级，继续以“平台、共享、整合”的发展模式建立各行业供应链服务平台，整合资源共享给各行业上下游客户，帮助合作伙伴做大做强。（2）推进380体系中“分销+营销”战略，通过整合外部优质营销资源进行载体业务的赋能延伸；通过品牌管理及营销策划、终端传媒及自营媒体等宣传来实现为380体系中合作品牌的营销赋能；为品牌提供一站式的品牌宣传、分销覆盖和产品促销服务，让营销平台真正能为品牌方做营销赋能；在品牌方和消费者之间提供认知传递，为380分销载体增加附加值。（3）加大连锁加盟平台的发展速度，2018年将加强连锁加盟门店的发展及覆盖速度，拓展终端渠道，增加渠道流通效率。未来三到五年内，连锁平台计划全力打造30万家新连锁加盟店。（4）全力发展供应链云（商业服务云），以全面赋能为宗旨，依托怡亚通完善的供应链服务体系，强大的资源整合能力和大数据服务能力，借助互联网技术，为商业组织（商贸、零售、企业客户等）和社会个人创业者提供全程供应链云

服务，不断优化流通效率、扁平流通环节、降低流通成本，不断提升企业的竞争力。

十、财务分析

公司提供了2015～2017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2018年一季度财务报表未经审计。

2017年，公司纳入合并财务报表范围的主体共560家，较2016年底增加91家，减少22家。截至2018年3月底，公司合并范围较2017年底新增14家，减少4家。近年合并范围变化对财务数据可比性有一定的影响。

截至2017年底，公司资产（合并）总计472.62亿元，所有者权益合计86.52亿元（其中包含少数股东权益26.98亿元）。2017年，公司实现营业总收入685.15亿元，利润总额7.64亿元。

截至2018年3月底，公司资产（合并）总计474.44亿元，所有者权益合计87.97亿元（其中包含少数股东权益26.84亿元）。2018年1～3月，公司实现营业总收入184.47亿元，利润总额2.43亿元。

1. 资产质量

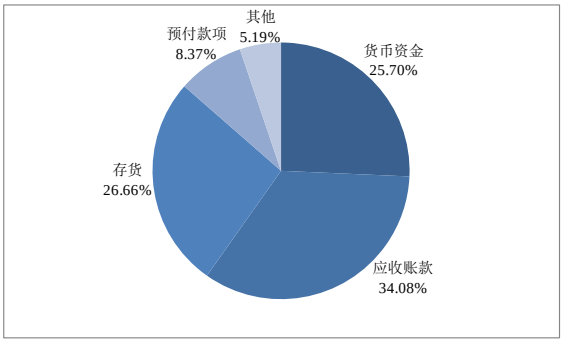
截至 2017 年底，公司资产总计 472.62 亿元，同比增长 11.52%。资产结构方面，截至 2017 年底，流动资产占 79.76%，非流动资产占 20.24%，公司资产以流动资产为主，资产结构变动不大。

截至 2017 年底，公司受限资产规模总计 125.67 亿元，占总资产 26.59%，其中受限货币资金、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产分别为 66.21 亿元、2.65 亿元、5.93 亿元、7.04 亿元和 0.54 亿元，主要用于银行抵押贷款；受限应收账款为 13.64 亿元，用于银行保理借款；受限长期股权投资 12.13 亿元，用于银行质押贷款；发放贷款及垫款中受限部分为 17.54 亿元，主要用于银行质押、保理借款。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计376.94亿元，同比增长 10.86%，增长主要来自货币资金、应收账款和存货；构成主要以货币资金、应收账款和存货为主。

图 2　截至 2017 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 96.87 亿元，同比增长 22.63%，主要系公司经营规模扩大导致营运资金增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 31.58%）和其他货币资金（占 68.35%）构成。截至 2017 年底，公司其他货币资金为 66.21 亿元，同比增长 39.25%，主要为存入银行作为银行为本公司提供短期借款、长期借款、远期外汇交易合约、提供等值且有追索权利的融资额度及开具银行承兑汇票的质押，且全部为受限货币资金。公司货币资金受限比例很高。

截至 2017 年底，公司应收票据 5.13 亿元，同比下降 46.81%，主要系公司通过与部分下游客户沟通，部分改变了结算方式，增加了现金等方式的回款，提前实现现金的回流所致；从构成看，主要以商业承兑汇票（占 75.42%）为主。

截至 2017 年底，公司应收账款 128.47 亿元，同比增长 7.26%，增速同比减少 37.53 个百分点，增速放缓主要系公司深度业务并购的合资公司数量较 2016 年有所下降，导致公司给予客户的信用规模增速同比下降所致。从账龄结构看，1 年以内的占 95.04%，1～2 年占 2.36%，2～3 年占 0.75%，3 年以上占 1.85%。

公司依据信用风险特征组合认定法计提坏账准备的应收账款和单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占比分别为 98.82%和 1.18%，坏账准备计提比例分别为 2.06%和 33.70%，计提坏账准备合计 3.20 亿元，计提较充分。从集中度来看，应收账款前五名合计 9.26 亿元，占应收账款总额的 7.05%，集中度低。

表 9　截至 2017 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比
北京京东世纪贸易有限公司	4.04	3.07
沃尔玛（中国）投资有限公司	1.44	1.10
湖北中亿天和石油化工有限公司	1.39	1.06
深圳市赞融电子技术有限公司	1.26	0.96
EA GLOBAL SUPPLY CHAIN SOLUTIONS INC.	1.13	0.86
合计	**9.26**	**7.05**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司预付款项 31.56 亿元，同比下降 16.68%，主要系随着公司深度业务平台布局不断完善，公司公司通过与上游供应商沟通，通过采取银承、商票等票据结算方式替代了预付账款所致。从账龄来看，1 年以内的占 89.32%，1～2 年的占 9.78%，2～3 年的占 0.76%，3～4 年的占 0.14%，近年来账龄结构变化不大。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 3.55 亿元，占期末预付款项总额的 11.25%，集中度低。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 100.49 亿元，同比增长 28.46%，主要系深度业务量增加导致的存货准备增加以及公司将百诚集团纳入合并报表范围所致。截至 2017 年底，公司存货账面余额 102.02 亿元，其中原材料占 0.96%，库存商品占 98.01%，周转材料占 0.05%。2017 年，公司存货共计提跌价准备 1.53 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备。

截至 2018 年 3 月底，公司流动资产总额为 383.51 亿元，较 2017 年底增长 1.74%，增长主要来自货币资金和存货。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金和存货分别为 104.92 亿元和 102.18 亿元，分别较 2017 年底增长 8.31%和 1.68%，其中受限货币资金为 74.54 亿元，主要用于银行抵押贷款、信用证及票据开立的保证金，受限期限均在一年以内；存货中受限部分为 2.74 亿元，主要用于银行抵押贷款。截至 2018 年 3 月底，公司其他流动资产为 2.69 亿元，较 2017 年底下降 45.30%，主要系理财产品到期所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 95.68 亿元，同比增长 14.18%，增长主要来自长期股权投资、投资性房地产、固定资产和商誉；非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 29.27%）、投资性房地产（占 11.45%）、固定资产（占 19.47%）、无形资产（占 15.69%）和长期股权投资（占 16.21%）构成。

截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款总额 28.40 亿元，主要以企业贷款和垫款（占 82.04%）为主；贷款减值准备 0.40 亿元，净额为 28.01 亿元，同比下降 1.68%；其中用于质押的发放贷款及垫款为 17.54 亿元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 15.51 亿元，同比增长 34.81%，主要系公司增加对浙江通诚格力电器有限公司（以下简称“通诚格力”）的股权投资 1.81 亿元、对百润（中国）有限公司的股权投资 0.52 亿元、对重庆灵狐科技股份有限公司的股权投资 0.50 亿元以及本期按持股比例确认对伟士佳杰控股有限公司（以下简称“伟仕控股”）1.07 亿元投资收益、对俊知集团有限公司（以下简称“俊知集团”）0.42 亿元投资收益和对通诚格力 0.34 亿元投资收益所致。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 10.96 亿元，同比增长 54.32%，其中存货、固定资产、在建工程转入增加 2.88 亿元，主要系公司于 2017 年在重庆购买了 10 层办公写字楼作为西北片区的总部办公基地，其中部分办公区对外出租，公司将相应固定资产转入了投资性房

地产科目核算所致。

截至 2017 年底，公司固定资产 18.63 亿元，同比增长 17.57%；主要系收购百诚集团使固定资产增加以及公司在重庆购买了 10 层办公写字楼作为西北片区的总部办公基地所致。从构成看，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 84.87%，运输工具占 3.08%，电子及其他设备占 12.05%。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 3.72 亿元，未计提减值准备，用于抵押的固定资产账面净值为 7.04 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 15.02 亿元，同比增长 8.43%，主要系非同一控制下企业合并百诚集团导致土地使用权增加 0.97 亿元以及企业研发投入资本化增加所致。从构成看，无形资产账面价值中土地使用权为 13.30 亿元，计算机软件及其他为 1.72 亿元；截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销 1.24 亿元，未计提减值准备，用于抵押的账面价值总计 0.54 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉 2.54 亿元，同比增幅较大，主要系公司溢价收购百诚集团形成商誉 2.09 亿元所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 0.60 亿元，同比下降 79.50%，主要系预付购房款下降所致；构成方面主要由预付投资款 0.23 亿元、预付工程及设备款 0.17 亿元和非同一控制下企业合并增加的委托他人投资款 0.15 亿元构成。

截至 2018 年 3 月底，公司非流动资产总额 90.93 亿元，较 2017 年底下降 4.97%，主要系发放贷款及垫款规模下降所致；其中商誉为 3.65 亿元，较 2017 年底增长 43.89%，主要系公司对百诚集团增加收购比例形成商誉所致；其余科目较 2016 年底变化不大。

根据公司于 2018 年 5 月 30 日发布的《深圳市怡亚通供应链股份有限公司截止 2018 年 3 月 31 日累计资产抵（质）押情况的公告》显示，截至 2018 年 3 月底，公司累计资产抵（质）押余额为 130.31 亿元，占公司截至 2017 年底净资产比重为 150.61%，用于银行抵（质）押贷款、保证金和保理借款。公司资产抵（质）押情况如下表所示：

表 10　截至 2018 年 3 月底公司抵（质）押资产情况 (单位：万元、%)

项目	2018 年 3 月 31 日抵（质）押金额	占截至 2017 年底经审计的净资产比例	受限原因
货币资金	745352.52	86.15	用于银行抵押贷款、信用证及票据开立的保证金
固定资产	69362.75	8.02	用于银行抵押贷款
无形资产	5292.40	0.61	用于银行抵押贷款
应收账款	144255.09	16.67	用于银行保理借款
发放贷款及垫款	132838.89	15.35	用于银行质押、保理借款
投资性房地产	59305.82	6.85	用于银行抵押贷款
长期股权投资	119223.06	13.78	用于银行质押贷款
存货	27441.87	3.17	用于银行抵押贷款
合计	**1303072.40**	**150.61**	--

资料来源：公司公告

跟踪期内，公司应收账款及存货规模大且增长较快，占用大量运营资金；非流动资产中发放贷款及垫款存在一定回款风险。同时，公司资产抵质押比率很高，货币资金受限规模大，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 386.10 亿元，同比增长 11.59%，增长主要来自短期借款、应付票据和长期借款；负债结构中，流动负债占 91.37%，非流动负债占 8.63%，负债结构较

上年底变化不大，仍然以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 352.76 亿元，同比增长 11.46%，主要由短期借款（占 61.50%）和应付票据（占 19.50%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 216.94 亿元，同比增长 23.18%，增长主要来自抵押及保证借款；从构成看，短期借款主要由质押借款（占 30.71%）、信用借款（占 0.46%）、抵押及保证借款（占 64.01%）和未到期票据贴现（占 4.82%）构成；其中，保证借款是提供第三方的企业作为担保，不涉及受限资产的情况。截至 2017 年底，公司无已逾期未偿还的短期借款。

截至 2017 年底，公司其他金融类流动负债 12.44 亿元，同比增长 20.51%，主要系小额贷款公司资产证券化融资增加所致；从构成看，主要由拆入资金 0.68 亿元和卖出回购金融资产 11.76 亿元构成。

截至 2017 年底，公司应付票据 68.80 亿元，同比增长 8.38%，主要系随着业务量增长，公司开具商业承兑汇票及信用证规模增长所致；从构成看，公司应付票据包括商业承兑汇票（占 80.26%）、银行承兑汇票（占 19.62%）和期票（占 0.12%）。

截至 2017 年底，公司应付账款 15.01 亿元，同比下降 15.40%，全部为应付商品采购款。

截至 2017 年底，公司预收款项 9.88 亿元，同比下降 25.44%，主要系 2016 年底部分化工项目预收款于 2017 年交货并完成结算所致；从构成看，主要以预收货款 9.07 亿元为主。

截至 2017 年底，公司其他应付款 9.89 亿元，同比增长 32.08%，增长主要来自押金及保证金；从构成看，主要以非金融机构借款（占 48.10%）、押金及保证金（占 29.92%）、代收款（占 6.63%）等构成。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 4.90 亿元，同比下降 31.25%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 8.00 亿元，为公司于 2017 年 7 月发行的 5.00 亿元超短期融资券“17 怡亚通 SCP001”（期限为 270 天）和公司于 2017 年 12 月发行的 3.00 亿元超短期融资券“17 怡亚通 SCP002”（期限为 270 天）；截至报告出具日，“17 怡亚通 SCP001”已于 2018 年 4 月到期并已按时完成兑付。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债 33.34 亿元，同比增长 12.99%，增长主要来自长期借款；从构成看，主要由长期借款（占 31.04%）和应付债券（占 62.74%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 10.35 亿元，同比增长 112.26%，全部为公司以固定资产、投资性房地产和无形资产抵押取得的长期借款。

截至 2017 年底，公司应付债券为 20.92 亿元，同比下降 7.04%，主要系投资者于 2017 年 9 月对公司于 2014 年 9 月发行的 11.50 亿元公司债券“14 怡亚债”进行回售（回售金额为 7.04 亿元（含利息），回售有效申报数量为 6582933 张）以及公司于 2017 年 3 月发行额度为 5.00 亿元的非公开定向债务融资工具“17 怡亚通 PPN001”（期限为 3 年）所致。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 386.47 亿元，较 2017 年底变化不大，其中流动负债占 90.98%，负债仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款为 220.09 亿元（其中外币借款主要为美元借款，折合人民币约 7 亿元），较 2017 年底增长 1.45%，主要系公司将 2018 年 3 月 9 日发行的 4.00 亿元超短期融资券“18 怡亚通 SCP001”（期限为 180 天）计入公司短期借款所致；公司长期借款为 11.86 亿元，较 2017 年底增长 14.58%，主要系公司业务快速增长导致银行贷款增加所致；其他金融类流动负债 10.59 亿元，其中卖出回购金融资产款 9.69 亿元，较 2017 年底下降 17.65%，主要系小额贷款公司资产证券化融资规模下降所致。

截至 2017 年底，受公司长短期借款、应付票据和金融类负债增长的影响，公司全部债务同比增长 13.80%至 342.77 亿元；从期限结构来

看，短期债务 311.50 亿元，同比增长 13.76%；长期债务 31.27 亿元，同比增长 14.21%；公司债务以短期债务为主。同时，考虑到公司现金类资产受限大，公司短期偿债压力大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 344.00 亿元，较 2017 年底增长 0.36%，债务结构变化不大，仍以短期债务为主。

截至 2017 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 26.55%、79.85%和 81.69%，分别较 2016 年底增加 0.52 个百分点、0.38 个百分点和 0.05 个百分点。截至 2018 年 3 月底，上述指标分别为 27.14%、79.63%和 81.46%，较 2017 年底分别增加 0.60 个百分点、减少 0.21 个百分点、减少 0.24 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司累计资产抵（质）押余额为 130.31 亿元，占公司截至 2017 年底净资产比重为 150.61%，公司资产抵（质）押情况如下表所示：

表 10　截至 2018 年 3 月底公司抵（质）押资产情况 (单位：万元、%)

项目	2018 年 3 月 31 日抵（质）押金额	占截至 2017 年底经审计的净资产比例	受限原因
货币资金	745352.52	86.15	用于银行抵押贷款、信用证及票据开立的保证金
固定资产	69362.75	8.02	用于银行抵押贷款
无形资产	5292.40	0.61	用于银行抵押贷款
应收账款	144255.09	16.67	用于银行保理借款
发放贷款及垫款	132838.89	15.35	用于银行质押、保理借款
投资性房地产	59305.82	6.85	用于银行抵押贷款
长期股权投资	119223.06	13.78	用于银行质押贷款
存货	27441.87	3.17	用于银行抵押贷款
合计	1303072.40	150.61	--

资料来源：公司公告

跟踪期内，公司负债规模持续增加，且以短期债务为主，整体债务负担重，考虑到公司资产抵（质）押比率高，货币资金受限占比高，短期偿债压力大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 86.52 亿元，同比增长 11.19%，增长主要来自未分配利润；其中股本、资本公积、其它综合收益、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占所有者权益的 24.53%、14.89%、5.72%、2.05%、21.63%和 31.18%。截至 2017 年底，公司股本和资本公积分别为 21.23 亿元和 12.88 亿元，分别同比增长 0.66%和 3.19%，主要系公司 2017 年股票期权激励计划行权所致，截止 2017 年 11 月 17 日，公司股票期权激励计划的全部期权已行权完成，共计已行权的期权数为 7725.2 万份。公司其它综合收益主要为外币财务报表折算差额产生的收益。截至 2017 年底，公司少数股东权益 26.98 亿元，同比增长 17.69%，主要系 2017 年投资设立的合资公司小股东按比例投入所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 87.97 亿元，较 2017 年底增长 0.38%，主要来自未分配利润的增长。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 685.15 亿元，同比增长 17.54%，主要系深度业务和全球采购与产品整合业务收入增长所致；同期，公司营业成本为 636.27 亿元，同比增长 17.60%，增幅略高于营业总收入的增幅。公司 2017 年营业利润率为 7.01%，同比减少 0.04 个百分点。

2017 年，公司期间费用总额为 38.31 亿

元，同比增长 9.67%；从构成看，公司期间费用以管理费用为主，2017 年为 21.64 亿元，同比增长 14.37%，主要系随着公司业务扩张，员工人数增加导致人工费用大幅增长所致；销售费用 5.47 亿元，同比增长 52.92%，主要系深度业务支付促销人员工资增长所致；财务费用 11.20 亿元，同比下降 9.91%，主要系人民币升值导致外币借款汇兑收益增加引起财务费用下降所致，其中汇兑收益为 2.46 亿元（2016 年为汇兑损失 2.03 亿元）。

2017 年，公司资产减值损失为 1.12 亿元，同比增长 36.82%，以坏账损失 0.65 亿元和存货跌价损失 0.38 亿元为主。

2017 年，公司公允价值变动收益为-1.54 亿元，主要包括衍生金融工具产生的公允价值变动收益-1.40 亿元和以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债公允价值变动收益-0.16 亿元，主要原因是公司在经营供应链管理业务时需替客户向外地出口商以美元购货，一方面，公司利用若干衍生金融工具以管理由美金借款所引起的外汇风险；另一方面，公司根据未来付汇需求签订远期美元购汇合约。

2017 年，公司实现投资收益 1.57 亿元，同比增长 35.47%，主要系公司本期按持股比例确认对伟仕控股 1.07 亿元投资收益、对俊知集团 0.42 亿元投资收益和通诚格力 0.34 亿元投资收益所致。

2017 年，公司营业利润为 7.50 亿元，同比增长 18.91%；公司营业外收入和其他收益分别为 0.20 亿元和 0.39 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，营业外收入主要以诉讼赔偿利得、业绩补偿和其他营业外收入为主。2017 年，公司实现利润总额 7.64 亿元，同比增长 15.19%。整体看，公司营业利润和利润总额持续增长，主要系公司业务量增加，收入规模不断扩大所致。

在盈利水平方面，2017 年，公司总资本收益率为 4.09%，同比增加 0.35 个百分点；净资产收益率为 6.76%，同比减少 0.12 个百分点。整体看，公司盈利能力较强。

随着公司深度供应链业务不断发展，2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 184.47 亿元，同比增长 18.61%；利润总额为 2.43 亿元，同比增长 11.47%；营业利润率为 7.05%，同比变化不大。

跟踪期内，公司营业总收入持续增长，随着业务的扩张，公司期间费用对利润仍造成一定侵蚀。外币借款存在一定汇兑损益风险。公司非经常性损益对公司利润形成有力补充，整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

从经营活动看，2017年，公司对广度业务结构进行转型升级，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；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，经营性现金流同比得到改善。2017年，公司经营活动现金流入为878.45亿元，同比下降5.65%；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同比增长21.69%至762.60亿元；收到其他与经营活动有关的现金115.45亿元，同比下降62.07%，其中收回的代垫及税金114.85亿元，同比下降62.22%。2017年，公司经营活动现金流出878.04亿元，同比下降9.72%，其中购买商品、提供劳务支付的现金733.70亿元，同比增长16.56%；支付其他与经营活动有关的现金为120.70亿元，同比下降61.36%，其中代垫货款及税金110.12亿元，同比下降63.87%。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.41亿元，由净流出转为净流入（2016年为-41.47亿元）。从收入实现质量指标看，2017年，公司现金收入比为111.30%，同比增加3.80个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入为9.73亿元，同比大幅增长；其中收到

其他与投资活动有关的现金7.48亿元，同比大幅增长，主要系公司收购百诚集团导致账面现金净增加6.10亿元所致；新增处置子公司及其他单位收到的现金净额2.00亿元，其中以前期间处置子公司于本期收到现金净额0.77亿元，本期处置子公司获得现金净额主要来自处置洛阳洛百易通供应链管理有限公司0.42亿元、处置深圳市怡海能达有限公司0.43亿元和处置永兴县异性稀贵金属供应链有限公司0.25亿元。2017年，公司投资活动现金流出为9.27亿元，同比增长15.96%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金4.99亿元和投资支付的现金3.98亿元。2017年，公司投资活动产生的现金净额为0.47亿元，同比由净流出转为净流入（2016年为-5.42亿元）。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入为420.81亿元，同比下降9.60%，主要以取得借款收到的现金358.49亿元为主；发行债券收到的现金5.00亿元，主要系公司于2017年3月发行额度为5.00亿元的非公开定向债务融资工具“17怡亚通PPN001”（期限为3年）所致。2017年，公司筹资活动现金流出为422.40亿元，同比变化不大，主要是偿还债务所支付的现金，为337.22亿元。2017年，公司保证金存款的减少额和增加额分别为47.55亿元和66.21亿元，同比分别减少54.86%和33.71%，主要系公司减少了票据结算，银行承兑汇票和信用证的使用比例有所下降所致。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.59亿元，同比由净流入转为净流出（2016年为41.19亿元）。

2017年和2018年1~3月，公司现金及现金等价物净增加分别为-0.79亿元和-4.32亿元。

2018年1～3月，公司持续进行产业结构转型，减少发放贷款及垫款规模，经营活动现金流较2017年底进一步改善；其中经营活动现金流量净额为7.97亿元；其中经营活动现金流入237.75亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金210.79亿元，收到其他与经营活动有关的现金26.05亿元；经营活动现金流出229.78亿元，其中购买商品、接收劳务支付的现金200.74亿元，支付其他与经营活动有关的现金20.32亿元，客户贷款及垫款净增加额-5.36亿元，主要系小额贷款业务收紧放贷规模所致。2018年1～3月，公司投资活动现金流入2.52亿元，主要以收回投资收到的现金2.41亿元为主（理财产品到期）；投资活动现金流出2.15亿元，主要以取得子公司等支付的现金1.37亿元为主；投资活动产生的现金流量净额为0.36亿元。2018年1～3月，公司筹资活动现金流入117.26亿元，其中取得借款收到的现金84.19亿元，保证金存款减少额31.75亿元；筹资活动现金流出129.77亿元，其中偿还债务支付的现金81.44亿元，保证金存款增加额44.12亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-12.51亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量良好；公司持续优化广度业务结构，经营活动现金流有所改善，公司经营活动现金流和投资活动现金流由净流出转为净流入，筹资活动现金流由净流入转为净流出；考虑到公司短期债务规模大，存在一定外部融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，流动比率和速动比率分别为 106.85%和 78.37%，同比分别减少 0.58 个百分点和 4.35 个百分点。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为 109.07%和 80.01%，较 2017 年底分别增加 2.22 个百分点和 1.64 个百分点。考虑到公司货币资金中受限资金占比较高，短期债务规模持续上升，公司短期偿债压力大。

长期偿债能力指标方面，2017年公司EBITDA为21.61亿元，同比增长27.58%；EBITDA利息倍数为1.85倍，相应的全部债务/EBITDA倍数为15.86倍。公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司除了对子公司的

实际担保余额合计87.68亿元和O2O金融服务平台对小微客户提供担保的实际担保余额合计11.68亿元之外，公司无其他对外担保。

截至2018年3月底，公司合并口径（包含子公司）在各商业银行、政策性银行共获得的授信总额为368.55亿元（其中境外授信额度21.74亿元），未使用额度为143.57亿元（其中境外授信未使用额度8.23亿元）。同时，公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030400408650I），截至2018年7月10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18000.00万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1582.28万港币关注类流动资金贷款和4笔（包括850万美元和1582.28万港币）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. 抗风险能力

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

8. 公司本部财务情况

资产

截至2017年底，公司本部资产总计282.95亿元，同比略有下降，构成主要以流动资产（占70.84%）为主；其中货币资金为53.03亿元，同比增长34.81%；应收账款为34.10亿元，同比下降24.61%；其他应收款为87.98亿元，同比下降13.32%。非流动资产方面，长期股权投资和无形资产占比较大，截至2017年底分别为54.87亿元和12.81亿元，均较2017年底变化不大。

截至2018年3月底，公司本部资产总计257.35亿元，同比下降9.05%，资产结构仍以流动资产为主；其中货币资金和应收账款分别为54.26亿元金和35.97亿元，分别较2017年底增长2.31%和5.49%；其他应收款为61.55亿元，较2017年底下降30.04%；存货为14.07亿元，较2017年底增长43.67%。非流动资产仍以长期股权投资和无形资产为主，较2017年底变化不大。

截至2018年3月底，受限资产账面价值为68.07亿元；其中，受限货币资金账面价值为39.75亿元，占本部货币资金73.26%，主要用于银行抵押贷款、信用证及票据开立保证金，受限期限均在一年以内；受限固定资产、无形资产、投资性房地产账面价值分别为4.09亿元、0.13亿元和4.67亿元，主要用于银行抵押借款；受限应收账款账面价值为7.49亿元，占本部应收账款20.82%，主要用于银行保理借款，受限期限均在一年以内；受限长期股权投资账面价值为11.92亿元，占本部长期股权投资21.72%，主要用于质押贷款。

跟踪期内，公司本部的资产规模持续下降，资产构成以流动资产为主，流动资产中货币资金、应收账款和其他应收款占比大，非流动资产主要以长期股权投资为主，整体资产质量一般。

负债

截至2017年底，公司本部负债合计243.15

亿元，同比下降2.46%，主要以流动负债（占87.63%）为主；其中短期借款126.37亿元，同比增长20.16%；应付票据为44.02亿元，同比下降9.71%；其他应付款为13.54亿元，同比下降59.26%；其他流动负债为8.00亿元，同比下降48.72%。非流动负债方面，主要以应付债券20.92亿元为主。有息债务方面，公司本部债务总额为207.89亿元，同比增长6.38%；其中短期债务178.39亿元，同比增长5.23%；长期债务29.50亿元，同比增长13.90%。

截至2018年3月底，公司本部负债总额217.05亿元，较2017年底下降10.73%，仍以流动负债为主；其中短期借款104.88亿元，较2017年底下降17.01%；应付票据为39.19亿元，较2017年底下降10.98%；其他应付款为17.26亿元，同比增长27.50%。非流动负债方面，长期借款和应付债券分别为8.59亿元和20.92亿元，较2017年底变化不大。有息债务方面，公司本部有息债务总额181.56亿元，较2017年底下降12.66%，短期债务为152.06亿元，较2017年底下降14.76%，长期债务为29.50亿元，较2017年底无变化。

总体看，2017年，公司本部的债务规模持续增长，有息债务规模大，以短期债务为主，短期偿债压力大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司本部所有者权益合计 39.79 亿元，同比增长 4.60%，增长主要来自资本公积金和未分配利润，分别为 10.41 亿元和 4.55 亿元，分别同比增长 5.00%和 13.29%。截至 2018 年 3 月底，公司本部所有者权益合计 40.30 亿元，较 2017 年底增长 1.27%，增长主要来自未分配利润。

盈利能力

2017 年，公司本部实现营业总收入 139.97 亿元，同比增长 5.03%；营业成本 124.21 亿元，同比增长 3.99%；利润总额 3.00 亿元，同比增长 34.46%；营业利润率为 11.17%，同比增加 0.92 个百分点。2018 年 1～3 月，公司本部实现营业总收入 31.70 亿元，同比增长 12.97%；营业成本 28.57 亿元，同比增长 13.78%；利润总额 0.54 亿元，同比增长 42.05%，增长主要来自新增其他收益（为 0.05 亿元）；营业利润率为 9.83%，同比减少 0.67 个百分点。整体看，公司本部盈利能力较弱。

现金流

2017年，公司本部经营活动现金流入290.29亿元，同比增长78.43%；其中销售商品、提供劳务收到的现金175.10亿元，同比增长35.23%；收到其他与经营活动有关的现金115.19亿元，同比大幅增长。公司本部经营活动现金流出264.68亿元，同比增长50.98%，其中购买商品、接受劳务支付的现金143.84亿元，同比增长21.01%，支付其他与经营活动有关的现金117.26亿元，同比大幅增长。2017年，公司本部经营活动现金流量净额为25.61亿元，同比由净流出转为净流入。2017年，公司本部投资活动产生的现金流量净额为-6.20亿元，净流出规模同比下降72.83%，主要系投资支付的现金下降所致（为3.98亿元，同比下降78.45%）。2017年，公司本部筹资活动产生的现金流量净额为-20.50亿元，同比由净流入转为净流出（2016年为25.97亿元）；其中筹资活动现金流入243.37亿元，同比下降8.08，主要为取得借款收到的现金208.57亿元（同比增长10.02%）；筹资活动现金流出263.87亿元，同比增长10.50%，主要为偿还债务支付的现金207.60亿元（同比增长13.31%）。

2018 年 1～3 月，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-7.75 亿元，其中经营活动现金流入和经营活动现金流出分别为 56.21 亿元和 63.96 亿元，构成较 2017 年变化不大。公司本部投资活动产生的现金流量净额为 33.30 亿元；其中投资活动现金流入 33.62 亿元，主要以收到其他与投资活动有关的现金 31.22 亿元为主；投资活动现金流出 0.32 亿元。公司本部筹资活动产生的现金流量净额为-29.33 亿元，其中筹资活动现金流入 54.42 亿元，主要以取

得借款收到的现金 39.05 亿元为主；筹资活动现金流出 83.75 亿元，主要以偿还债务支付的现金 60.89 亿元为主。

十一、存续债券偿债能力分析

截至 2018 年 6 月底，公司存续期债券如下表所示：

表11　截至2018年6月底公司存续期内应付债券情况

债券简称	起息日	到期日	债券类型	债券余额（亿元）
17 怡亚通 PPN001	2017-03-30	2020-03-30	定向工具	5.00
14 怡亚债	2014-09-29	2019-09-29	一般公司债	4.92
16 怡亚通 MTN001	2016-09-22	2019-09-22	一般中期票据	4.00
16 怡亚 02	2016-08-02	2019-08-02	私募债	2.00
16 怡亚 01	2016-04-08	2019-04-08	私募债	0.10
18 怡亚通 SCP001	2017-03-09	2018-09-05	超短期融资券	4.00
17 怡亚通 SCP002	2017-12-08	2018-09-04	超短期融资券	3.00
合计				23.02

资料来源：公司提供、Wind 资讯
注：1. 公司于 2017 年 9 月对“14 怡亚债”进行回售，回售金额为 7.04 亿元（含利息），回售有效申报数量 6582933 张，截至报告出具日，“14 怡亚债”余额为 4.92 亿元；2. 2018 年 4 月 8 日投资者选择兑付“16 怡亚 01”4.90 亿元，截至报告出具日，“16 怡亚 01”余额为 0.10 亿元；3.“17 怡亚通 SCP001”已于 2018 年 4 月 10 日到期并已按时完成兑付；4. 公司将“18 怡亚通 SCP001”计入 2018 年一季报的短期借款科目。

以行权计，公司一年内到期的应付债券余额为 9.10 亿元；截至 2017 年底和 2018 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）分别为调整后一年内到期应付债券余额的 3.94 倍和 3.93 倍。

截至 2018 年 6 月底，公司应付债券余额合计 23.02 亿元。 2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额分别为 21.61 亿元、878.45 亿元和 0.41 亿元，分别为公司应付债券余额的 0.94 倍、38.16 倍和 0.02 倍。

2017 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为“16 怡亚通 MTN001”的 5.40 倍和 219.61 倍。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 怡亚通 MTN001”保障能力强。

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

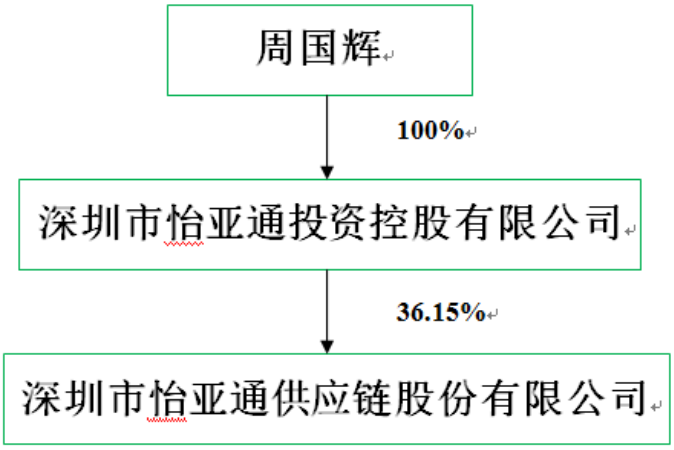
项目	2017 年
一年内到期债券余额	9.10
现金类资产/一年内到期债券余额	3.94
经营活动现金流入量/应付债券余额	38.16
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.40
EBITDA/应付债券余额	0.94

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

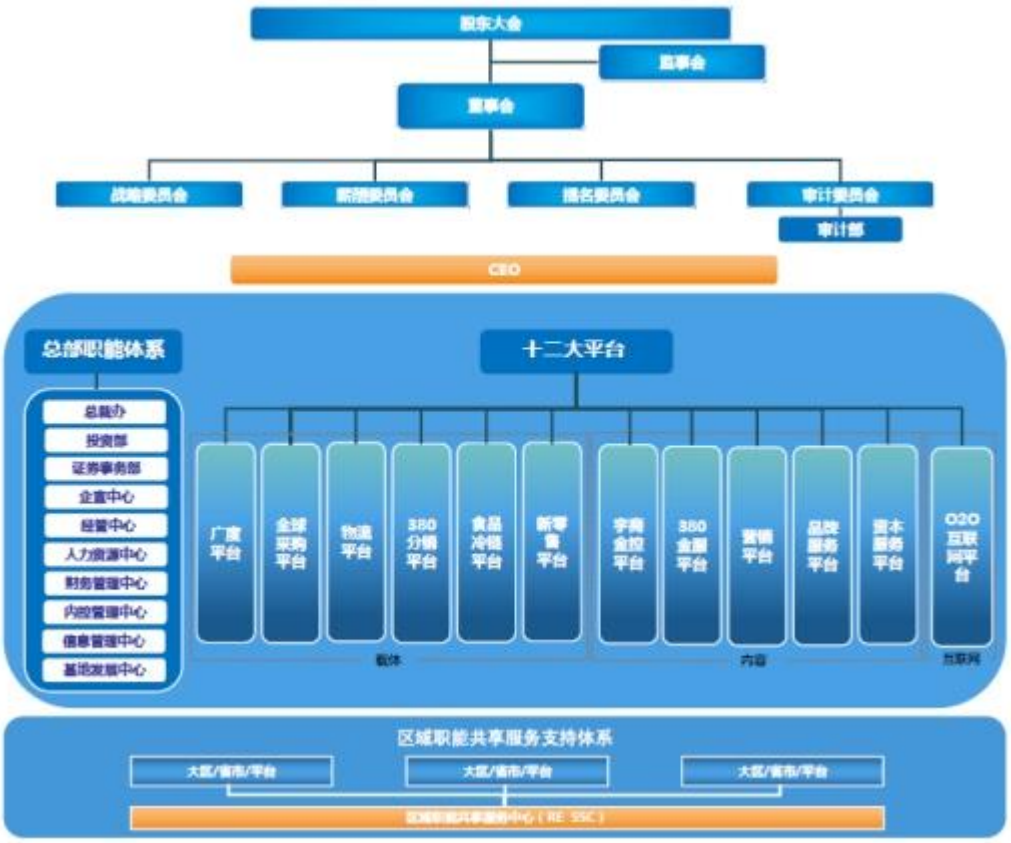
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16怡亚通MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.38	38.51	35.84	35.76
资产总额(亿元)	328.13	423.82	472.62	474.44
所有者权益(亿元)	66.19	77.82	86.52	87.97
短期债务(亿元)	217.59	273.81	311.50	311.22
长期债务(亿元)	18.84	27.38	31.27	32.78
全部债务(亿元)	236.43	301.19	342.77	344.00
营业总收入(亿元)	399.39	582.91	685.15	184.47
利润总额(亿元)	5.54	6.63	7.64	2.43
EBITDA(亿元)	13.45	16.94	21.61	--
经营性净现金流(亿元)	-18.05	-41.47	0.41	7.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.71	5.40	5.21	--
存货周转次数(次)	8.20	8.01	7.12	--
总资产周转次数(次)	1.46	1.55	1.53	--
现金收入比(%)	106.91	107.51	111.30	114.27
营业利润率(%)	7.00	7.05	7.01	7.05
总资本收益率(%)	3.89	3.74	4.09	--
净资产收益率(%)	7.08	6.88	6.76	--
长期债务资本化比率(%)	22.16	26.02	26.55	27.14
全部债务资本化比率(%)	78.13	79.47	79.85	79.63
资产负债率(%)	79.83	81.64	81.69	81.46
流动比率(%)	107.92	107.43	106.85	109.07
速动比率(%)	84.35	82.72	78.37	80.01
经营现金流动负债比(%)	-7.48	-13.10	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.92	1.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.57	17.78	15.86	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；短期债务中考虑了其他应付款中的非金融机构借款。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。