信用等级公告

联合〔2019〕1998 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，“19 怡亚通 MTN001” 债券信用等级为 AAA ，“16 怡亚通 MTN001”和“18 怡亚通 MTN001”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十七日

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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

担保方本次主体长期信用等级：AAA
担保方上次主体长期信用等级：AAA

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	2019/9/22	AA	AA
18 怡亚通 MTN001	2 亿元	2021/8/21	AA	AA
19 怡亚通 MTN001	5 亿元	2022/4/25	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 17 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.51	35.84	19.60	24.54
资产总额(亿元)	423.82	472.62	433.92	417.68
所有者权益(亿元)	77.82	86.52	86.35	86.43
短期债务(亿元)	273.81	311.50	280.79	263.69
长期债务(亿元)	27.38	31.27	24.61	26.67
全部债务(亿元)	301.19	342.77	305.40	290.35
营业收入(亿元)	582.91	685.15	700.72	158.07
利润总额(亿元)	6.63	7.64	2.04	0.51
EBITDA(亿元)	16.94	21.61	21.05	--
经营性净现金流(亿元)	-41.47	0.41	16.37	7.39
营业利润率(%)	7.05	7.01	6.99	6.43
净资产收益率(%)	6.88	6.76	1.83	--
资产负债率(%)	81.64	81.69	80.10	79.31
全部债务资本化比率(%)	79.47	79.85	77.96	77.06
流动比率(%)	107.43	106.85	106.79	109.85
经营现金流动负债比率(%)	-13.10	0.12	5.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.78	15.86	14.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.85	1.27	--

注：2019 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有息债务

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

评级观点

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，公司持续优化业务结构、进行精细化管理并加大风险管控水平，现金流状况得到改善，但应收账款及存货仍对运营资金形成大量占用；受业务模式影响，公司资产抵（质）押率很高，债务负担重、短期偿债压力大；2018 年以来，受融资成本及销售费用快速增长影响，公司期间费用对利润侵蚀加重，利润水平大幅下降。此外，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。

2018 年以来，公司原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”）先后两次以协议转让方式将其所持部分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”），并出具了《放弃部分表决权的承诺函》。截至本报告出具日，深圳投控成为公司的第一大股东，持股比例为 18.30%，怡亚通控股为公司第二大股东，持股比例为 17.85%；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，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。

“19 怡亚通 MTN001”由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小企业担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，深圳中小企业担保的担保实力很强，主体长期信用等级为 AAA，进一步提升了“19 怡亚通 MTN001”

本息偿付的安全性。

公司现金类资产对一年内到期应付债券的保障能力较强，经营活动现金流入量对存续期应付债券的保障能力很强。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19 怡亚通 MTN001”的信用等级为AAA，“16 怡亚通 MTN001”和“18 怡亚通MTN001”的信用等级为 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. 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。
3. 跟踪期内，公司优化业务结构，拉长与上游品牌商的结算账期并加快下游资金回笼，经营活动现金净流量明显改善。
4. 公司现金类资产对一年内到期应付债券的保障能力较强，经营活动现金流入量对存续期应付债券的保障能力很强。

关注

1. 公司上下游客户行业集中度较高，易受IT、通信行业和快速消费品行业的的影响；且公司子公司层级较多，管理链条较长，有一定管理压力。
2. 跟踪期内，公司营运资金需求推升债务规模，整体债务负担重，且以短期债务为主；业务模式导致应收账款及存货规模大。考虑到公司现金类资产受限比重很高，短期偿债压力大。
3. 截至 2019 年 3 月底，公司累计抵（质）押资产合计 125.00 亿元(其中受限货币资金 51.53 亿元)，占 2018 年底经审计净资产的 144.76%，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. 截至 2019 年 3 月底，公司客户贷款及垫款为 13.83 亿元，其中逾期余额 0.75 亿元，存在一定回收风险。
5. 截至 2019 年 3 月底，公司对并表平台提供贷款担保额度合计 62.20 亿元；供应链金融业务对下游零售客户提供担保额度 2.08 亿元；担保余额分别占公司 2019 年 3 月底净资产的 72.03%和 2.41%；担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

深圳市怡亚通供应链股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 21.23 亿元，第一大股东深圳投控持有公司 18.30%的股权（不存在对外质押），第二大股东怡亚通控股持有公司 17.85%股份（表决权比例为 7.85%，持有公司股份中质押比重为 80.28%），公司控股股东为深圳投控，实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。

截至2019年3月底，公司拥有子公司572家，员工15852人。

截至 2019 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2018年底，公司资产（合并）总计433.92亿元，所有者权益合计86.35亿元（其中包含少数股东权益27.23亿元）。2018年，公司实现营业总收入700.72亿元，利润总额2.04亿元。

截至2019年3月底，公司资产（合并）总计417.68亿元，所有者权益合计86.43亿元（其中

包含少数股东权益27.09亿元）。2019年1-3月，公司实现营业总收入158.07亿元，利润总额0.51亿元。

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

截至本报告出具日，公司存续债券发行额度和存续期等情况如下表所示；其中公司于2019年4月发行的中期票据“19怡亚通MTN001”由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小企业担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保；公司于2018年8月发行的中期票据“18怡亚通MTN001”发行期限为2+1年（附第2年末发行人利率调整选择权及投资者回售选择权）。上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕，且“16怡亚通MTN001”在跟踪期内正常付息。

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
18怡亚通MTN001	2.00	2.00	2018/08/21	2021/08/21
19怡亚通MTN001	5.00	5.00	2019/04/25	2022/04/25

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017

年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

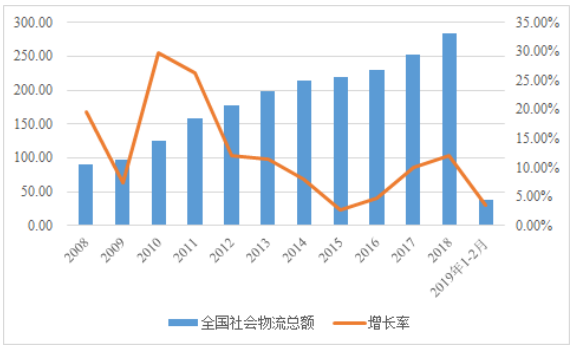
中国供应链服务与管理市场，服务模式主要体现为两种：一类是以采购执行与销售执行（以进出口+物流为主）为核心的效率型供应链服务模式；一类是在效率型供应链服务基础上，以资金配套为主导的资金型供应链服务模式。前者进入门槛低，服务提供商良莠不齐，后者虽对企业资质要求高，但因市场需求大吸引了越来越多的企业进入，竞争加剧造成了市场环境日益复杂。

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、怡亚通和普路通等。

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，2018 年全国社会物流总额 283.10 万亿元，同比增长 12.01%，增速比上年增加 1.99 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 256.80 万亿元，同比增长 9.50%，增速比上年下降 0.10 个百分点；进口货物物流总额 14.10 万亿元，同比增长 13.05%，增速比上年下降 5.65 个百分点；农产品物流总额 3.90 万亿元，同比增长 5.06%，增速同比增加 2.26 个百分点；再生资源物流总额 1.30 万亿元，同比增长 21.27%，增速同比增加 3.66 个百分点；单位与居民用品物流总额 7.00 万亿元，同比大幅增长；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；进口货物和工业品物流业务增速有所放缓。2019 年 1-2 月，全国社会物流总额 38.10 万亿元，同比增长 16.16%；从构成看，工业品物流总额 34.20 万亿元，同比增长 12.87%；进口货物物流总额 2.10 万亿元，同比增长 16.67%。

物流费用方面，2018 年社会物流总费用 13.30 万亿元，同比增长 10.13%，增速同比增加 0.97 个百分点；其中，运输费用 6.60 万亿元，同比增长 4.42%；保管费用 4.60 万亿元，同比增长 17.61%；管理费用 1.80 万亿元，同比增长 15.56%。2019 年 1-2 月，社会物流总费用 1.70 万亿元，其中运输费用 0.90 万亿元，保管费用 0.60 万亿元，管理费用 0.20 万亿元，同比均变化不大。2018 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.77%，同比增加 0.17 个百分点。物流收入方面，2018 年物流业总收入 10.10 万亿元，比上年增长 14.50%，增速同比增加 3.00 个百分点。

整体看，受益于宏观经济复苏影响，2018 年以来，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化。

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《2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额 325637 亿元，增长 8.8%；乡村消费品零售额 55350 亿元，增长 10.1%。按消费类型统计，商品零售额 338271 亿元，增长 8.9%；餐饮收入额 42716 亿元，增长 9.5%。在限额以上单位商品零售额中，粮油、食品类零售额比上年增长 10.2%，饮料类增长 9.0%，烟酒类增长 7.4%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 8.0%，化妆品类增长 9.6%，金银珠宝类增长 7.4%，日用品类增长 13.7%，家用电器和音像器材类增长 8.9%，中西药品类增长 9.4%，文化办公用品类增长 3.0%，家具类增长 10.1%，通讯器材类增长 7.1%，建筑及装潢材料类增长 8.1%，石油及制品类增长 13.3%，汽车类下降 2.4%。2019 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 66064 亿元，同比增长 8.2%，其中，限额以上单位消费品零售额 23096 亿元，同比下降 0.6%。整体看，2018 年以来中国快消品市场销售额呈现持续增长趋势。

（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、汽车后市场和太阳能等行业，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，在重组业务与管理流程、推广在岸服务外包，为中小企业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

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

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

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-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。

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，加快推动供应链各主体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。

（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与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，具有更加多样化的金融服务需求特征，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。

2018年，深圳市全年生产总值24222.0亿元，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值22.1亿元，同比增长3.9%；第二产业增加值9962.0亿元，同比增长9.3%；第三产业增加值14237.9亿元，同比增长6.4%。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41.1%和58.8%。分行业看，农林牧渔业增加值22.9亿元，增长4.1%；工业增加值9254.0亿元，增长9.0%；建筑业增加值724.5亿元，增长13.9%；批发和零售业增加值2508.7亿元，增长3.9%；交通运输、仓储和邮政业增加值733.3亿元，增长10.2%；住宿和餐饮业增加值419.5亿元，增长2.4%；金融业增加值3067.2亿元，增长3.6%；房地产业增加值2080.4亿元，增长6.9%；其他

服务业增加值5411.5亿元，增长9.0%。

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 2019 年 3 月底，第一大股东深圳投控持有公司 18.30%股权（不存在对外质押），第二大股东怡亚通控股持有公司 17.85%股份（表决权比例为 7.85%，持有公司股份中质押比重为 80.28%）。公司控股股东为深圳投控，实际控制人为深圳市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司总部设在深圳，是中国第一家上市供应链企业，旗下有超过 570 家分支机构。经过多年发展，怡亚通面向全国整合的线下分销平台已基本建成，平台上聚集了近千个知名品牌，覆盖零售终端超过 150 万家。

怡亚通整合优势资源，构建以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、全球采购与产品整合供应链服务、供应链金融服务为核心的全球整合型供应链服务平台，服务网络遍布中国 380 个主要城市及东南亚、欧美、澳洲等国家和地区，业务领域覆盖快消、IT、通讯、医疗、化工、家电、服装、安防、贵金属等行业，正在为全球 100 余家世界 500 强及 2000 多家国内外知名企业提供专业供应链服务，包括 Intel、雀巢、西门子、GE、宝洁、海尔、联想、惠普等。公司已连续五年上榜《财富》“中国 500 强”，以创新的经营持续保持快速稳健发展。

公司拥有包括大连、深圳、上海、长沙、洋山在内的五大供应链基地，总面积逾 30 万平方米。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通常高度依赖管理信息系统。公司从 2000 年开始信息化建设，至今信息中心投入资金约 2 亿元，团队 200 人。为更好的满足客户业务需求和提高公司运作效率，公司 2004 年起与毕博管理咨询公司（BearingPoint）共同研发了结合自身与客户业务特点的 Eternal 信息系统，该系统是毕博管理咨询公司通过 CMM5 认证的样板项目。迄今为止，公司在信息技术方面共获得 24 项计算机软件著作权登记证书，包括公司主数据系统管理软件、小额贷款管理软件、分销管理软件、电视机显示器行业生产制造管理软件、办公管理系统 OA、B2B 电子商务系统、财务预算报销管理软件、档案管理信息系统、分销系统仓库管理软件、分销系统订单管理软件和工作流程管理审批软件等。

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

七、管理分析

根据公司于 2018 年 9 月 20 日发布的《关于变更公司财务总监的公告》，冯均鸿先生因个人原因辞去财务总监职务，仍将继续担任公司副总经理职务。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五十三次会议审议通过了《关于变更公司财务总监的议案》，公司董事会同意聘任莫京先生担任公司财务总监，任期自董事会审议通过之日起至第五届董事会届满为止。

莫京先生，1972 年 11 月生，中国国籍，硕士研究生学历，中级会计师。曾任深圳市兴鹏海运实业有限公司财务主管，金钱饲料（珠

海）有限公司财务总监，深圳市高速公路石油有限公司财务经理。2002 年 10 月至 2018 年 9 月，历任公司财务经理、中国区财务总监等职务。2018 年 9 月 20 日起任公司财务总监职务。

根据公司于 2018 年 11 月 15 日发布的《关于聘任公司副总经理的公告》，经公司董事长周国辉先生提名，董事会提名委员会审核，并经公司第五届董事会第五十六次会议审议通过了《关于聘任李程先生为公司副总经理的议案》，公司董事会同意聘任李程先生担任公司副总经理，任期自董事会审议通过之日起至第五届董事会届满为止。

李程先生，1973 年 9 月生，中国国籍，无永久境外居留权，毕业于复旦大学工商管理专业，工商管理硕士 MBA。历任广东省盐业集团有限公司市场营销部副部长、广东广盐乳业有限公司董事、副总经理；深圳市深越联合投资有限公司战略招商部部长。2018 年 11 月 15 日起任公司副总经理。

根据公司 2019 年 2 月 26 日发布的《关于高级管理人员辞职的公告》（以下简称“辞职公告”），曾繁礼先生因个人原因辞去副总经理职务，辞职后不再担任公司任何职务。根据辞职公告，曾繁礼先生的辞职不会影响公司相关工作的正常开展。

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。

八、重大事项

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

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

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

2018 年 12 月 28 日收到了深圳投控出具的《取得深圳市怡亚通供应链股份有限公司控制权的告知函》，深圳投控确认自怡亚通控股《放弃部分表决权的承诺函》出具之日起取得公司的控制权，正式成为公司的控股股东。

深圳投控成为公司第一大股东后，为公司发展提供了大力支持，公司融资环境得到较大改善，具体表现在：①2018 年 10 月 16 日，公司与工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）签署了不低于人民币 30 亿元的《市场化债转股合作框架协议》，公司将成为工商银行“总行债转股合作客户”。该意向性协议的签署体现了工商银行对公司发展的支持，若未来债转股顺利实施，公司资本实力将大幅增强；②2018 年 10 月 31 日，公司与深圳投控及深圳市鲲鹏股权投资管理有限公司（以下简称“鲲鹏投资”）签署了联合发起设立总规模为人民币 50 亿元的供应链产业投资基金的《基金合作协议》，三方将根据各自资源优势，在战略性新兴产业落地和产业基金设立等领域探索展开合作，本次合作框架协议的签署，体现了深圳投控对公司在业务资源和资金方面给予大力支持的意愿。

深圳投控成为控股股东后，对公司的支持将逐步落地，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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将持续关注上述事项的进展情况。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业总收入规模持续扩大，主营业务仍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和供应链金融服务为核心；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，近年来收入比重逐渐下降，2018 年实现营业收入 169.65 亿元，同比增长 18.84%，占公司营业总收入的 24.21%，同比增长 3.38 个百分点，主要系公司持续优化广度业务结构，新增快消品类业务收入所致。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；2018 年，深度业务实现营业收入 406.79 亿元，同比增长 1.39%，增速同比下降 22.96 个百分点，主要系公司进行精细化管理，控制资金占用大且盈利能力弱的项目规模所致；深度业务收入占公司营业总收入的 58.05%，同比略有下降。2018 年，公司全球采购与产品整合业务实现营业收入 114.39 亿元，同比下降 12.77%，主要系公司减少了部分毛利率较低的化工产品分销业务所致，占公司营业总收入的 16.33%，同比减少 2.81 个百分点。2018 年，公司供应链金融业务实现收入 3.92 亿元，同比下降 28.86%，主要系在国家大力去金融杠杆的大背景下，公司对供应链金融业务规模进行适度收缩并加强风险控制所致，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，2018 年实现收入 11.98 亿元，同比下降 3.78%，占公司营业总收入的 1.71%，同比略有下降。

毛利率方面，随着公司持续优化业务结构，缩减资金占用大且盈利能力弱的项目规模，集中发展部分盈利较好的优质项目，2018 年公司综合毛利率为 6.87%，同比略有下降；广度业务毛利率为 4.20%，同比减少 0.27 个百分点；深度业务毛利率为 7.93%，同比增加 0.19 个百分点；全球采购与产品整合业务毛利率为 3.43%，同比增加 0.46 个百分点，主要系毛利较低的化工业务规模下降所致；供应链金融业务毛利率为 52.07%，同比下降 10.12 个百分点，主要系小额贷款业务利息成本增长，综合毛利率下降所致。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 158.07 亿元，同比下降 14.32%。从收入构成看，深度

业务实现收入 95.47 亿元，同比下降 12.41%，主要系公司持续减少部分资金占用大的项目所致，占当期营业总收入的 60.40%，同比增加 1.32 个百分点；广度业务实现收入 42.18 亿元，同比增长 16.29%，增长主要来自快消品类业务收入，广度业务收入占公司营业总收入的 26.68%，同比增加 7.22 个百分点；随着公司持续优化业务结构并加强风险控制，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 18.30 亿元和 0.64 亿元，同比分别下降 48.33%和 55.56%，分别占公司营业总收入的 11.58%和 0.40%，同比分别减少 7.62 个百分点和 0.38 个百分点；其他平台业务实现收入 2.79 亿元，同比下降 35.42%，占公司营业总收入的 1.76%，同比减少 0.59 个百分点。

从毛利率来看，2019 年 1-3 月，公司综合毛利率 6.34%，同比减少 0.63 个百分点；广度业务和深度业务毛利率分别为 4.12%和 7.26%，同比分别减少 0.70 个百分点和 0.77 个百分点，主要系公司对于新增部分优质项目的前期资金投入增加所致；供应链金融毛利率为 45.39%，同比减少 13.74 个百分点；其他平台业务毛利率为 15.99%，同比增加 6.19 个百分点。

表 2　近年公司经营情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率
广度业务	159.83	27.42	4.10	142.75	20.83	4.47	169.65	24.21	4.20	42.18	26.68	4.12
深度业务	322.63	55.35	7.68	401.20	58.56	7.74	406.79	58.05	7.93	95.47	60.40	7.26
全球采购与产品整合业务	97.97	16.81	5.15	131.14	19.14	2.97	114.39	16.33	3.43	18.30	11.58	3.36
供应链金融业务	3.86	0.66	67.57	5.51	0.80	62.19	3.92	0.56	52.07	0.64	0.40	45.39
其他平台业务	5.86	1.01	28.56	12.45	1.82	20.79	11.98	1.71	23.04	2.79	1.76	15.99
平台间关联交易	-7.25	-1.24	--	-7.90	-1.15	--	-6.01	-0.86	--	-1.31	-0.83	--
合计	**582.90**	**100.00**	**6.98**	**685.15**	**100.00**	**6.91**	**700.72**	**100.00**	**6.87**	**158.07**	**100.00**	**6.34**

资料来源：公司提供

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。

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

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

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

表 3　近年公司广度业务情况 (单位：亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
广度营业收入	159.83	142.75	169.65	42.18
广度营业成本	153.28	136.36	162.52	40.44
广度综合毛利	6.55	6.38	7.13	1.74
广度综合毛利率	4.10	4.47	4.20	4.12

资料来源：公司提供

2018年，公司广度业务收入和成本分别为169.65亿元和162.52亿元，分别同比增长18.84%和19.18%，毛利率为4.20%，同比下降0.27个百分点。从业务收入行业板块看，公司2018年广度业务收入中IT、通信收入77.15亿元，同比下降27.74%，占45.48%，占比同比减少29.31个百分点；家电类收入为29.10亿元，同比增长19.95%，占17.15%，同比略有提升；新增快消品类收入41.24亿元，占24.31%，主要产品为母婴用品，美妆及日化用品，合作方主要为北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东”）；公司与京东的合作主要是在国内分销业务上，合作采取国内采购分销一体的模式：公司接收京东的订单需求后，统一向品牌商采购，再将货物分销给客户，利润来源主要为货物差价和服务费。2019年1-3月，广度供应链业务收入中IT、通信产品收入为11.51亿元，同比下降58.82%，占27.30%，同比减少49.76个百分点；快消品类收入为20.79亿元，占49.29%，比重进一步提升。截至2018年底，公司广度业务前五大供应商采购金额占采购总额的34.04%，其中奕循(上海)贸易有限公司采购金额占采购总额的16.86%，采购产品主要为快消品；前五大客户销售金额占销售总额的47.90%，其中京东销售金额占销售总额30.10%，销售产品主要为IT、电子产品和快消品。

表 4　近年公司广度业务收入情况 (单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
IT、通信	129.73	81.17	106.77	74.79	77.15	45.48	11.51	27.30
家电	16.53	10.34	24.26	16.99	29.10	17.15	4.84	11.48
医疗	8.25	5.16	6.02	4.22	6.52	3.84	0.86	2.05
化工	--	--	--	--	9.57	5.64	2.45	5.82
纺织品	0.47	0.29	2.18	1.53	1.80	1.06	0.27	0.65
其他	4.85	3.03	3.52	2.47	4.27	2.51	1.44	3.41
快消品	--	--	--	--	41.24	24.31	20.79	49.29
合计	**159.83**	**100.00**	**142.75**	**100.00**	**169.65**	**100.00**	**42.18**	**100.00**

资料来源：公司提供

从广度业务营业成本来看，跟踪期内，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。公司将大部分物流和仓储业务进行外包，截至2018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，仓库吞吐量为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、武汉和成都等地。

跟踪期内，公司持续优化广度业务结构，实施精细化管理，清理部分盈利能力弱且资金

占用大的项目，广度业务收入持续增长，增长主要来自新增快消品类收入；作为供应链服务商，公司不承担经营风险和价格风险，广度业务风险可控性较高。

3. 深度业务（流通消费型供应链服务）

公司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、酒饮和家电等，通过搭建全国性的直供终端平台，提供市场、销售、信息、物流、商务、结算等一站式供应链服务，提高商品流通环节的效率并降低流转成本。

380项目的平台建立主要以合资公司型态成立，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。2018年以来，公司对没有达到合作业绩目标或无法融入公司体系的深度380分销服务平台公司实行了退出机制，共退出20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。跟踪期内，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30-120天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5 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		2019 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家电	35.08	10.87	65.94	16.44	90.31	22.20	18.06	18.92
快速消费品	285.87	88.61	331.90	82.73	310.16	76.25	75.40	78.98
化工	--	--	0.31	0.08	0.74	0.18	0.17	0.18
医疗	--	--	0.66	0.16	3.57	0.88	1.40	1.47
其他	1.68	0.52	2.39	0.59	2.00	0.49	0.43	0.45
合计	**322.63**	**100.00**	**401.20**	**100.00**	**406.79**	**100.00**	**95.47**	**100.00**

数据来源：公司提供

跟踪期内，公司进行精细化管理，控制部分资金占用大且盈利能力弱的项目规模；2018年公司深度业务营业收入为406.79亿元，同比增长1.39%，增速同比下降22.96个百分点；毛利率为7.97%，同比增加0.23个百分点；2019年1-3月，公司深度业务实现收入95.47亿元，同比下降12.41%。从行业构成看，公司深度业务收入以快速消费品为主；2018年和2019年1-3月，公司深度业务收入中快速消费品分别占76.25%和78.98%，家电类分别占22.20%和18.92%；整体看，公司深度业务行业集中度高。截至2018年底，公司深度业务前五大供应商采购金额占采购总额的17.48%；前五大客户销售金额占销售总额的9.28%；前五大供应商采购产品和前五大客户销售产品均以快消品为主。

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；物流基本采取外包给第三方形式。

跟踪期内，公司对深度业务进行精细化管理，业务整体增速放缓，毛利率保持稳定。

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。

2018年，公司全球采购业务收入为114.39亿元，同比下降12.77%，主要系化工产品分销业务收入同比下降所致；毛利率为3.43%，同比增加0.46个百分点。2019年1-3月，公司全球采购业务收入为18.30亿元，同比下降48.33%，主要系公司全球采购业务板块持续优化业务结构，收缩盈利能力较弱的化工、IT、通信等行业业务规模，将资金投入到毛利较高的行业所致；综合毛利率为3.36%，同比增加0.34个百分点。截至2018年底，公司全球采购业务前五大供应商采购金额占采购总额的20.22%，主要为化工、IT和通信产品采购；前五大客户销售金额占销售总额的16.47%，主要为化工产品销售。

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 6　近年公司小贷业务情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
个人贷款和垫款	5.09	5.10	3.33	2.80
企业贷款和垫款	23.71	23.30	17.20	11.40
其中：贷款	23.71	23.30	17.20	11.40
贷款余额	28.80	28.40	20.53	14.20
减：减值准备	0.31	0.40	0.37	0.37
发放贷款及垫款期末余额	28.49	28.01	20.16	13.83
业务量	3.77	4.56	3.80	0.59
利息收入	3.77	4.56	3.80	0.59
利息成本	1.20	1.52	1.85	0.34
综合毛利	2.56	3.04	1.95	0.26
综合毛利率	68.05%	66.61%	51.31%	43.20%
年平均资金成本	9.34%	7.95%	10.48%	10.06%
年平均贷款利率	16.44%	16.26%	14.41%	13.88%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司根据金融市场环境加强风险控制并收缩小额贷款业务规模。截至 2018 年底，公司小额贷款业务余额为 20.16 亿元，同比下降 28.03%；小额贷款业务逾期贷款余额为 0.91 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 0.37 亿元。截至 2019 年 3 月底，小额贷款业务贷款余额为 13.83 亿元，较 2018 年底下降 31.40%；2019 年 1-3 月，小额贷款业务实现营业总收入 0.59 亿元，毛利润为 0.26 亿元；截至 2019 年 3 月底，小额贷款业务逾期贷款余额为 0.75 亿元，主要系在目前经济环境下，部分借款人出现了资金周转困难、未能及时还款的情况，该部分借款大多追加了房产、第三方等担保措施，风险在可控的范围内；小额贷款业务共计提贷款损失准备 0.37 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 2019 年 3 月底，宇商租赁的主要客户为深圳移卡科技有限公司。

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 2018 年底，宇商租赁资产为 2.41 亿元，所有者权益 2.10 亿元；2018 年，营业总收入为 179.00 万元，营业利润为-261.09 万元，亏损主要受金融环境影响，宇商租赁融资成本增加所致。截至 2018 年底，宇商租赁未出现贷款逾期。

此外，公司与各大商业银行合作，通过互联网化、大数据化运营模式，打造 O2O 金融服务平台，全力满足客户多元化的金融服务需求，尤其是为百万小微终端零售客户提供可持续化、批量化的 O2O 金融服务。O2O 金融服务平台主要针对怡亚通的下游零售门店客户，通过长期合作，利用公司对门店掌握的相关数据信息以及相关风控措施，为门店提供贷款服务，帮助门店解决资金问题。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2018年底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计87.00亿元，合同签署额度66.50亿元，实际担保金额4.14亿元。截至2019年3月底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计87.00亿元，合同签署额度66.80亿元，实际担保金额2.08亿元。

跟踪期内，在国家大力去金融杠杆的大背景下，公司对供应链金融业务规模进行适度收缩并加强风险控制；受融资成本增长影响，融资租赁业务子公司宇商租赁2018年出现亏损；公司客户贷款及垫款金额较大，存在一定回收风险。

6. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和净资产周转次数分别为 5.31 次和 7.14 次和 1.55 次，同比均略有增长。整体看，公司经营效率良好。

7. 未来发展

2019 年，公司以“供应链+”作为新时期发展战略，致力于打造协同发展、共荣共生的共享经济平台，依托怡亚通载体，推动产业孵化、产业升级；同时，利用“创新供应链+供应链金融服务”双引擎发展，以公司真实供应链运作场景推动供应链金融发展，以供应链金融促进公司供应链业务发展，解决大环境资金紧张制约优质业务发挥的瓶颈。未来，公司将全力打造供应链云平台，推动“星链系”模式创新突破，开放共享平台技术与服务（品牌资源、金融、营销、运营、物流等），赋能新流通各链条节点（品牌、个人、终端、企业/机构等），协同上下游各合作伙伴完善供应链服务生态体系，推动中国流通行业创新变革。（1）大力推进综合商业工作项目的落地及实施。经营原则上秉承安全为基，盈利为上的原则。积极推动与各地政府取得战略合作，成立综合商业服务平台；积极引入外部及国资/地方政府金融及其他资源促进平台业务开展，夯实供应链基础业务，并拓展新兴多行业市场，专注供应链非核心业务承接服务。（2）持续推动新流通战略。2019 年，新流通事业板块将继续夯实载体业务的专业能力建设，同时着力提高合伙人形成供应链综合服务能力（“供应链+”金融、营销、品牌等），输出个性化服务产品，实现资源端的内外整合及互补。新经济业务方面将搭建 S2C 新零售体系业态场景，触达线上及线下消费终端，打造共享经济平台，通过不断地聚合内外部资源优势，深度开发流量价值。（3）科技平台的工作规划与发展。科技平台计划在 2019 年

实现内部 ERP 系统的外部化服务，负责承接公司内部以及外部的 ERP 系统服务，建立基于区块链技术的应用平台；加强在产品溯源、供应链金融服务、物流管理等平台的融合，推动在供应链上下游的推广、落地与应用，从而促进供应链业务发展。此外，借助及整合深投控体系的资源优势，与地方政府及国企在 IT 国产化、大数据、云计算等科技领域寻求合作，整合双方资源，共谋发展，整合公司内部各项资源，孵化科技平台高科技子公司。

十、财务分析

1. 资产质量及财务概况

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的2018年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2019年一季度财务报表未经审计。

2018年底，公司纳入合并财务报表范围的主体共572家，较2017年底增加37家，减少25家。截至2019年3月底，公司合并范围较2018年底新增8家，减少5家。近年合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至2018年底，公司资产（合并）总计433.92亿元，所有者权益合计86.35亿元（其中包含少数股东权益27.23亿元）。2018年，公司实现营业总收入700.72亿元，利润总额2.04亿元。

截至2019年3月底，公司资产（合并）总计417.68亿元，所有者权益合计86.43亿元（其中包含少数股东权益27.09亿元）。2019年1-3月，公司实现营业总收入158.07亿元，利润总额0.51亿元。

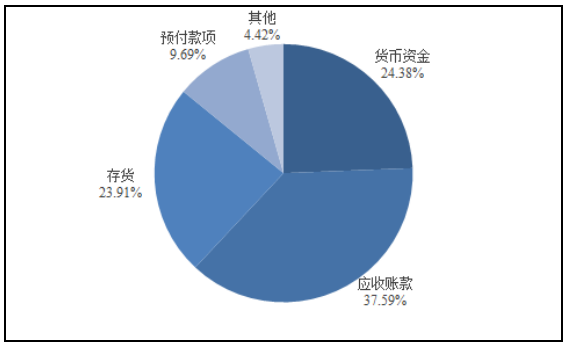
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总计 433.92 亿元，同比下降 8.19%。资产结构方面，截至 2018 年底，流动资产占 78.94%，非流动资产占 21.06%，公司资产以流动资产为主，资产结构变动不大。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计342.54亿元，同比下降 9.13%，下降主要来自货币资金和存货；构成主要以货币资金、应收账款和存货为主。

图 2　截至 2018 年底流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司货币资金为 83.52 亿元，同比下降 13.78%，主要系公司偿还到期债务以及年底集中支付货款所致。公司货币资金主要由银行存款（占 21.37%）和其他货币资金（占 78.50%）构成。截至 2018 年底，公司其他货币资金为 65.56 亿元，同比下降 1.51%，主要为存入银行作为银行为公司提供短期借款、长期借款、远期外汇交易合约、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，全部为受限货币资金。整体看，公司货币资金受限比例很高。

截至 2018 年底，公司应收票据 1.52 亿元，同比下降 70.42%，主要系公司与部分下游客户沟通改变结算方式，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，商业承兑汇票占 46.65%，银行承兑汇票占 53.35%。

截至 2018 年底，公司应收账款 128.78 亿元，同比增长 0.24%，增速同比减少 7.02 个百分点，增速放缓主要系公司近年来深度业务并购的合资公司数量持续下降，公司给予客户的信用规模增速下降所致。从账龄结构看，1 年以内的占 95.07%，1-2 年占 2.31%，2-3 年占 0.76%，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98.22%和1.78%，坏账准备计提比例分别为2.06%和39.90%，计提坏账准备合计3.62亿元，计提较充分。从集中度来看，应收账款前五名合计7.72亿元，占应收账款总额的5.82%，集中度低。

表7 截至2018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	2.96	2.23
沃尔玛（中国）投资有限公司	1.48	1.12
EA GLOBAL SUPPLY CHAIN SOLUTIONS INC.	1.14	0.86
同方国际信息技术有限公司	1.11	0.84
唯品会（中国）有限公司	1.02	0.77
合计	**7.72**	**5.82**

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司预付款项33.20亿元，同比增长5.19%。从账龄结构看，1年以内的占97.93%，1-2年的占1.84%，2年以上的占0.23%。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3.19亿元，占期末预付款项总额的9.62%，集中度低。

截至2018年底，公司其他应收款10.64亿元，同比增长15.36%，主要系非关联方往来款增长所致。从构成看，以非关联方往来款（占33.81%）、员工借款及备用金（占12.64%）、押金（占27.33%）、保证金（占9.93%）和其他（占15.01%）为主。

截至2018年底，公司存货账面价值81.89亿元，同比下降18.52%；公司存货账面余额为83.05亿元，主要为库存商品（占99.74%）；共计提跌价准备1.17亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备。

截至2018年底，公司其他流动资产2.68亿元，同比下降45.43%，主要系理财产品到期所致。从构成看，主要以待摊费用2.24亿元为主。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为91.38亿元，同比下降4.49%，下降主要来自发放贷款及垫款、固定资产和无形资产；非流动资产主要由发放贷款及垫款（占22.05%）、长期股权投资（占19.26%）、投资性房地产（占15.14%）、固定资产（占17.01%）和无形资产（占12.19%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产0.35亿元，同比增幅较大，主要系公司新增加对上海镕昞投资中心（持股比例42.64%）和深圳诠悉科技有限公司（持股比例13.16%）的投资所致。

截至2018年底，公司发放贷款及垫款总额20.15亿元，同比下降28.05%，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；从构成看，主要以企业贷款（占83.78%）为主，共计提贷款减值准备0.37亿元。

截至2018年底，公司长期股权投资17.60亿元，同比增长13.49%，主要系公司本期增加对湖南金通商业保理有限公司（公司持股32.00%）的股权投资0.15亿元以及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”，公司持股17.30%）1.09亿元投资收益、对俊知集团有限公司（以下简称“俊知集团”，公司持股16.35%）确认0.56亿元投资收益所致。

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

截至2018年底，公司固定资产15.54亿元，同比下降16.58%；主要系部分仓储物流仓库由“固定资产”转入“投资性房地产”所致。从构成看，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占82.64%，运输工具占3.46%，电子及其他设备占13.90%。截至2018年底，公司固定资产累计计提折旧4.75亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司在建工程同比大幅增长至 5.16 亿元，主要系公司前海总部基地项目、装修工程以及百诚仓库项目投入增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 11.14 亿元，同比下降 25.79%，主要系前海总部基地项目土地使用权转入“在建工程”所致。从构成看，无形资产账面价值中土地使用权为 9.03 亿元，计算机软件及其他为 2.11 亿元；截至 2018 年底，公司无形资产累计摊销 1.55 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 417.68 亿元，较 2018 年底下降 3.74%，下降主要来自货币资金、预付款项和发放贷款及垫款，构成仍以流动资产（占 79.52%）为主；其中货币资金为 74.33 亿元，较 2018 年底下降 11.01%，其中受限部分为 51.53 亿元，主要用于银行票据、履约及贷款保证金；预付款项为 31.17 亿元，较 2018 年底下降 6.10%；发放贷款及垫款为 13.79 亿元，较 2018 年底下降 31.59%，主要系公司从风险控制角度出发，收缩供应链金融业务所致；其他科目较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，公司受限资产规模总计 134.49 亿元，占总资产的 30.99%；从构成看，受限货币资金为 65.56 亿元，用于票据、履约及贷款保证金；受限应收账款为 24.77 亿元，用于公司保理借款；受限长期股权投资为 13.54 亿元，用于质押借款。受限固定资产、无形资产、投资性房地产和存货分别为 7.05 亿元、8.17 亿元、3.99 亿元和 3.45 亿元，用于抵押借款；发放贷款及垫款中受限部分为 7.96 亿元，用于质押借款。

截至 2019 年 3 月底，公司抵（质）押资产余额为 125.00 亿元，占公司 2018 年底经审计净资产的 144.76%，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）押情况如下表所示：

表 8　截至 2019 年 3 月底公司抵（质）押资产情况 (单位：万元、%)

项目	截至 2019 年 3 月底抵（质）押金额	占截至 2018 年底经审计的净资产比例	受限原因
货币资金	515284.59	59.67	用于银行票据、履约及贷款保证金
固定资产	82003.86	9.50	用于银行抵押贷款
无形资产	81058.98	9.39	用于银行抵押贷款
应收账款	245384.93	28.42	用于银行保理借款
发放贷款及垫款	58110.10	6.73	用于银行质押、保理借款
投资性房地产	38947.07	4.51	用于银行抵押贷款
在建工程	53983.79	6.25	用于银行抵押贷款
长期股权投资	136881.26	15.85	用于银行质押贷款
存货	38377.71	4.44	用于银行抵押贷款
合计	**1250032.29**	**144.76**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司资产规模有所下降，构成以流动资产为主，其中应收账款及存货规模大，占用大量运营资金，货币资金受限比例很高；非流动资产中发放贷款及垫款存在一定回款风险。公司资产抵质押比率很高，整体资产质量一般，资产流动性偏弱。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 347.57 亿元，同比下降 9.98%；从构成看，流动负债占 92.28%，非流动负债占 7.72%，负债结构较上年底变化不大，仍然以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 320.75 亿元，同比下降 9.08%，主要由短期借款（占 59.86%）和应付票据（占 19.06%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 192.01 亿元，同比下降 11.49%；从构成看，短期借款主要由质押借款（占 27.92%）、抵押及保证借款（占 56.34%）和未到期票据贴现（15.74%）构成；其中，保证借款是由第三方的企业提供担保，不涉及受限资产的情况。截至 2018 年底，公司无已逾期未偿还的短期借款。

截至 2018 年底，公司其他金融类流动负债合计 5.30 亿元，同比下降 58.75%，包括拆入资金 0.50 亿元、卖出回购金融资产款 4.75 亿元和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 0.05 亿元；其中卖出回购金融资产款同比下降 59.61%，主要系小额贷款公司收缩业务规模，减少贷款资金需求所致。

截至 2018 年底，公司应付票据 61.13 亿元，同比下降 11.16%，主要系公司出于控制风险考虑，减少商业承兑汇票规模所致；从构成看，以商业承兑汇票（占 97.95%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款 13.11 亿元，同比下降 12.66%，全部为应付商品采购款。

截至 2018 年底，公司其他应付款 18.17 亿元，同比增长 83.82%，增长主要来自非金融机构借款，其中有息债务规模为 5.68 亿元，主要为第二大股东怡亚通控股的短期借款（期限为 1 年，利率为 9.00%）；从构成看，以非金融机构借款（占 74.57%）和押金及保证金（占 14.20%）为主。

截至 2018 底，公司一年内到期的非流动负债为 12.67 亿元，同比大幅增长，主要系公司于 2014 年 9 月发行的公司债券“14 怡亚债”（期限为 3+2 年，余额为 4.92 亿元）、公司于 2016 年 4 月发行的私募债“16 怡亚 01”（期限为 2+1 年，余额为 0.10 亿元）和公司于 2016 年 9 月发行的中期票据“16 怡亚通 MTN001”（期限为 3 年，余额为 4.00 亿元）将于一年内到期所致；从构成看，一年内到期的长期借款为 3.65 亿元，一年内到期的应付债券为 9.02 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 4.00 亿元，为公司于 2018 年 9 月发行的 4.00 亿元超短期融资券“18 怡亚通 SCP002”（期限为 180 天）。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债 26.82 亿元，同比下降 19.54%，下降主要来自应付债券；从构成看，主要由长期借款（占 43.27%）和应付债券（占 48.46%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 11.61 亿元，同比增长 12.15%，全部为公司以固定资产、投资性房地产、无形资产抵押取得的长期抵押和保证借款。

截至 2018 年底，公司应付债券为 13.00 亿元，同比下降 37.85%，包括公司于 2017 年 3 月发行的非公开定向债务融资工具“17 怡亚通 PPN001”（期限为 3 年，余额为 1.00 亿元）、公司于 2018 年 8 月发行的中期票据“18 怡亚通 MTN001”（期限为 2+1 年，余额为 2.00 亿元）、公司于 2018 年 12 月发行的公司债券“18 怡亚 01”（期限为 2+1 年，余额为 5.00 亿元）和公司于 2018 年 12 月发行的公司债券“18 怡亚 02”（期限为 3 年，余额为 5.00 亿元）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 331.26 亿元，较 2018 年底下降 4.69%，其中流动负债占 91.27%，负债仍以流动负债为主。其中，公司短期借款为 174.55 亿元，较 2018 年底下降 9.09%；其他金融类流动负债为 3.33 亿元，较 2018 年底下降 37.25%，其中卖出回购金融资产 2.83 亿元，较 2018 年底下降 40.53%，主要系小额贷款公司收缩业务规模，减少贷款资金需求所致；应付票据为 64.98 亿元，较 2018 年底增长 6.30%；一年内到期的非流动负债为 15.15 亿元，较 2018 年底增长 19.62%，主要系公司于 2017 年 3 月发行的非公开定向债务融资工具“17 怡亚通 PPN001”（期限为 3 年，余额为 1.00 亿元）将于一年内到期以及一年内到期的长期借款转入所致；其他流动负债较 2018

年底大幅下降，主要系“18 怡亚通 SCP002”（期限为 180 天）已到期兑付所致；长期借款为 14.67 亿元，较 2018 年底增长 26.34%；应付债券为 12.00 亿元，较 2018 年底下降 7.69%，系公司于 2017 年 3 月发行的 “17 怡亚通 PPN001”将于一年内到期转出所致；其他科目较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，受公司短期借款、应付票据和金融类负债规模下降的影响，公司全部债务同比下降 10.90%至 305.40 亿元；从期限结构来看，短期债务为 280.79 亿元，同比下降 9.86%；长期债务为 24.61 亿元，同比下降 21.30%；公司债务仍以短期债务为主。同时，考虑到公司现金类资产受限规模大，公司短期偿债压力大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 290.35 亿元，较 2018 年底下降 4.93%，债务结构变化不大，仍以短期债务为主。

截至 2018 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 22.18%、77.96%和 80.10%，分别较 2017 年底分别减少 4.37 个百分点、1.89 个百分点和 1.59 个百分点。截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 23.58%、77.06%和 79.31%，较 2018 年底分别增加 1.40 个百分点、减少 0.90 个百分点、减少 0.79 个百分点。

跟踪期内，公司负债规模有所下降，仍以短期债务为主，整体债务负担重，考虑到公司资产抵（质）押比率很高，短期偿债压力大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 86.35 亿元，同比变化不大；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 24.58%、14.89%、6.31%、2.78%、19.90%和 31.54%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 86.43 亿元，较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 700.72 亿元，同比增长 2.27%；同期，公司营业成本为 650.76 亿元，同比增长 2.28%。公司 2018 年营业利润率为 6.99%，同比减少 0.02 个百分点。

2018 年，公司期间费用总额为 46.60 亿元，同比增长 21.63%；从构成看，公司期间费用以管理费用为主，2018 年为 22.78 亿元（其中研发费用 0.27 亿元），同比增长 2.27%；销售费用 6.32 亿元，同比增长 15.59%，主要系深度业务支付促销人员工资增长所致；财务费用 17.50 亿元，同比增长 56.17%，主要受市场环境影响，公司融资成本增加以及公司开具银行承兑汇票、信用证所需质押存款比例增加所致，其中利息支出 16.43 亿元，同比增长 20.80%；汇兑损益 1.02 亿元，2017 年为-2.46 亿元。

2018 年，公司资产减值损失为 0.97 亿元，同比下降 13.13%，以坏账损失 0.70 亿元和存货跌价损失 0.22 亿元为主。

2018 年，公司公允价值变动收益为 0.54 亿元，主要包括衍生金融工具产生的公允价值变动收益 0.10 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 0.36 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境外出口商以美元购货，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。

2018 年，公司实现投资收益 1.42 亿元，同比下降 9.83%，构成主要为长期股权投资收益。

2018 年，公司营业利润为 2.00 亿元，同比下降 73.25%；公司营业外收入和其他收益分别为 0.18 亿元和 0.52 亿元，对公司利润总额形成补充，其中其他收益全部为政府补贴，营业外收入主要以业绩补偿和其他营业外收入为主；营业外支出为 0.14 亿元，主要为诉讼赔偿费

0.04 亿元和其他营业外支出 0.08 亿元。2018 年，公司实现利润总额 2.04 亿元，同比下降 73.34%。整体看，受期间费用快速增长影响，公司营业利润和利润总额同比大幅下降。

在盈利水平方面，2018 年，公司总资本收益率为 4.60%，同比增加 0.51 个百分点；净资产收益率为 1.83%，同比减少 4.93 个百分点。整体看，跟踪期内公司盈利能力弱化。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 158.07 亿元，同比下降 14.32%，主要系公司为提高资金使用效率，关停了部分资金使用效率低、盈利能力弱的项目所致；营业成本为 147.71 亿元，同比下降 13.73%；营业利润率为 6.43%，同比略有下降。2019 年 1-3 月，公司期间费用合计 9.82 亿元，同比下降 1.77%；其中销售费用和管理费用分别为 1.24 亿元和 4.66 亿元，同比分别下降 21.86%和 17.38%；财务费用 3.88 亿元，同比增长 39.76%，主要系公司融资成本上升所致；投资收益为 0.55 亿元，同比大幅增长，主要系公司对联营企业和合营企业的投资收益增长所致；公司实现利润总额 0.51 亿元，同比下降 78.93%。

整体看，受 2018 年以来关停部分资金占用大且盈利能力弱的项目，公司收入规模增速放缓；受融资成本和销售费用快速增长影响，公司期间费用对利润侵蚀持续加重，利润水平大幅下降。公司非经常性损益对公司利润形成一定补充，整体盈利能力有所弱化。

5. 现金流及保障

从经营活动看，2018年，公司对广度业务结构持续进行转型升级，将部分纯代理业务转为分销业务，收到和支付的其他与经营活动有关的现金中代垫货款规模同比有所下降，客户贷款及垫款净减少额大幅增长；同时，深度业务方面，公司通过调整销售账期和结算方式，实现与上游结算账期的拉长及加快现金回流，经营性现金流得到改善。2018年，公司经营活动现金流入为944.48亿元，同比增长7.52%；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8.72%至829.13亿元；客户贷款及垫款净减少额为7.92亿元，同比大幅增长；收到其他与经营活动有关的现金107.43亿元，同比下降6.95%，其中收回的代垫及税金106.75亿元，同比下降7.05%。2018年，公司经营活动现金流出928.11亿元，同比增长5.70%，其中购买商品、提供劳务支付的现金785.32亿元，同比增长7.04%；支付其他与经营活动有关的现金为118.21亿元，同比下降2.06%，其中代垫货款及税金108.94亿元，同比下降1.07%。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为16.37亿元，同比大幅增长（2017年为0.41亿元）。从收入实现质量指标看，2018年，公司现金收入比为118.33%，同比增加7.03个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入为5.48亿元，同比下降43.74%；其中收回投资收到的现金2.91亿元，主要为理财产品到期所致；收到其他与投资活动有关的现金1.63亿元，同比大幅下降，上年同期为7.48亿元，主要系公司上年收购百诚集团导致账面现金净增加6.10亿元所致。2018年，公司投资活动现金流出为4.61亿元，同比下降50.30%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金2.22亿元和投资支付的现金2.39亿元。2018年，公司投资活动产生的现金净额为0.87亿元，同比增长86.97%。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入为525.17亿元，同比增长24.80%，主要以取得借款收到的现金391.35亿元为主；发行债券收到的现金为20.00亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为46.42亿元，同比增幅较大，主要系新增44.36亿元非金融机构借款所致。2018年，公司筹资活动现金流出为555.18亿元，同比增长31.43%，其中偿还债务所支付的现金为423.29亿元，同比增长25.52%；支付其他与筹资活动有关的现金为47.34亿元，主要以新增归还非金融机构借款38.10亿元为主。2018年，

公司保证金存款的减少额和增加额分别为66.21亿元和65.56亿元，同比分别增长37.25%和下降0.98%。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-30.01亿元，净流出规模同比大幅增长（2017年为-1.59亿元）。

2018年和2019年1-3月，公司现金及现金等价物净增加分别为-12.70亿元和4.84亿元。

2019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，经营活动现金流持续改善，经营活动现金流量净额为7.39亿元；现金收入比为115.43%。同期，公司投资活动现金流入0.05亿元；投资活动现金流出0.67亿元，主要以取得子公司等支付的现金0.17亿元和购建固定资产、无形资产等支付的现金0.46亿元为主；投资活动产生的现金流量净额为-0.62亿元。2019年1-3月，公司筹资活动现金流入129.60亿元，其中取得借款收到的现金54.81亿元，保证金存款减少额41.68亿元；筹资活动现金流出131.54亿元，其中偿还债务支付的现金83.15亿元，保证金存款增加额27.65亿元；收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为32.81亿元和16.34亿元，主要为公司控股股东深圳投控旗下子公司与公司的借款往来；筹资活动产生的现金流量净额为-1.94亿元。

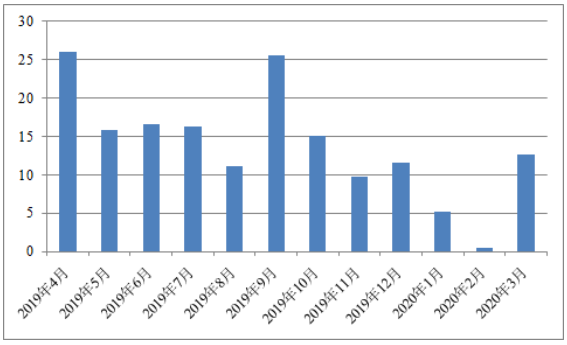
跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，通过持续优化广度业务结构并收缩供应链金融业务规模，经营活动现金流有所改善；同时，公司加大债务偿还力度，筹资活动现金净流出规模同比大幅增长。考虑到公司短期债务规模大，供应链业务渠道拓展资金需求持续存在，外部融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，流动比率和速动比率分别为 106.79%和81.26%，同比分别减少 0.06 个百分点和增加 2.90 个百分点。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为109.85%和82.73%，较2018 年底分别增加 3.06 个百分点和 1.47 个百分点。考虑到公司货币资金中受限资金占比很高，短期债务规模大，公司短期偿债压力大。截至 2019 年 3 月底，公司一年内到期债务合计 165.82 亿元，较 2018 年底下降 17.23%，从一年内到期的债务分布来看，公司存在一定集中兑付压力。

图 3　截至 2019 年 3 月底公司一年内到期债务分布

（单位：亿元）



资料来源：公司提供

长期偿债能力指标方面，2018 年公司 EBITDA 为 21.05 亿元，同比下降 2.58%；EBITDA 利息倍数为 1.27 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 14.51 倍。公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司除了对子公司的实际担保余额合计 62.20 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 2.08 亿元之外，公司无其他对外担保。

截至 2019 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 233.32 亿元，未使用额度为 105.52 亿元。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030400408650I），截至2019年7月17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。

8. 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。

9. 公司本部财务情况

截至2018年底，公司本部资产总计265.97亿元，同比下降6.00%，构成主要以流动资产为主；其中货币资金为43.77亿元，同比下降17.46%；应收账款为49.88亿元，同比增长46.28%；其他应收款为67.13亿元，同比下降23.70%。非流动资产以长期股权投资和无形资产为主，截至2018年底分别为54.96亿元和9.18亿元；在建工程为4.87亿元，较2017年底增长4.87亿元，主要系前海总部基地项目投入增加所致。截至2018年底，公司本部负债合计221.06亿元，同比下降9.09%，以流动负债为主；其中短期借款102.04亿元，同比下降19.25%；应付票据及应付账款合计40.35亿元，同比下降23.01%；其他应付款为35.97亿元，同比增幅较大，主要为非金融机构借款；一年内到期的非流动负债为11.05亿元，同比大幅增长；其他流动负债为4.00亿元，同比下降50.00%。非流动负债方面，主要以应付债券为主；长期借款6.93亿元，同比下降19.30%；应付债券13.00亿元，同比下降37.85%。有息债务方面，公司本部债务总额为151.80亿元，同比下降26.98%；其中短期债务131.88亿元，同比下降26.07%；长期债务19.93亿元，同比下降32.45%。截至2018年底，公司本部资产负债率为83.11%，同比减少2.82个百分点。

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。跟踪期内，公司本部的负债规模有所下降，仍以流动负债为主，有息债务规模大且以短期债务为主，本部短期偿债压力大。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 44.92 亿元，同比增长 12.87%，增长主要来自未分配利润；从构成看，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 23.17%、4.25%、5.30%和 20.03%。

2018 年，公司本部实现营业总收入 164.84 亿元，同比增长 17.76%；营业成本为 149.22 亿元，同比增长 20.13%；营业利润率为 9.37%，同比减少 1.80 个百分点；期间费用以财务费用 10.11 亿元为主；投资收益为 4.31 亿元，同比由负转正；利润总额为 6.54 亿元，同比增长 118.07%。跟踪期内，公司本部盈利对投资收益依赖大。

2018年，公司本部经营活动现金流入为227.19亿元，同比下降21.74%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为161.26亿元，同比下降7.90%；收到其他与经营活动有关的现金为65.93亿元，同比下降42.77%。公司本部经营活动现金流出为232.80亿元，同比下降12.05%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为164.06亿元，同比增长14.05%，支付其他与经营活动

有关的现金为65.60亿元，同比下降44.06%。2018年，公司本部经营活动现金流量净额为-5.61亿元，同比由净流入转为净流出。2018年，公司本部投资活动产生的现金流量净额为6.18亿元，同比由净流出转为净流入，其中投资活动现金流入为7.58亿元，主要为收回投资收到的现金为2.90亿元和取得投资收益收到的现金为4.68亿元。2018年，公司本部筹资活动产生的现金流量净额为-8.06亿元，同比净流出规模有所下降（2017年为-20.50亿元）；其中筹资活动现金流入为287.45亿元，同比增长18.11%，主要为取得借款收到的现金161.94亿元和收到其他与筹资活动有关的现金67.39亿元；筹资活动现金流出为295.51亿元，同比增长11.99%，主要为偿还债务支付的现金211.24亿元。

十一、存续债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司存续期债券如下表所示：

表9　截至本报告出具日公司存续债券情况

债券简称	起息日	到期日	期限	债券类型	债券余额（亿元）
19 怡亚通 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
18 怡亚通 MTN001	2018-08-21	2021-08-21	3 年（2+1）	一般中期票据	2.00
17 怡亚通 PPN001	2017-03-30	2020-03-30	3 年	定向工具	1.00
14 怡亚债	2014-09-29	2019-09-29	5 年（3+2）	一般公司债	4.92
16 怡亚通 MTN001	2016-09-22	2019-09-22	3 年	一般中期票据	4.00
合计					26.92

资料来源：公司年报、Wind 资讯
注：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，截至本报告出具日，“14怡亚债”余额为4.92亿元；公司于2018年3月，对“17怡亚通PPN001”进行回购，回购金额为4.00亿元，截至本报告出具日，“17怡亚通PPN001”余额为1.00亿元

截至本报告出具日，公司一年内到期的应付债券余额为 9.92 亿元；截至 2018 年底和 2019 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 1.98 倍和 2.47 倍。公司现金类资产对一年内到期应付债券的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司应付债券余额合计 26.92 亿元。 2018 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 21.05 亿元、944.48 亿元和 16.37 亿元，分别为公司应付债券余额的 0.78 倍、35.08 倍和 0.61 倍。公司经营活动现金流入量对存续期应付债券的保障能力很强。

公司于 2019 年 4 月发行的中期票据“19 怡亚通 MTN001”由深圳中小企业担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳中小企业担保是由深圳市国资委实际控制的国有担保公司，股东综合实力强，在业务拓展、客户资源、资本金补充等方面为其提供支持的可能性较大。深圳中小企业担保现已发展成为深圳市规模较大的担保公司之一，主要为深圳市中小企业提供多种融资手段，解决融资需求，经营业务包括担保、委托贷款、小额贷款、创业投资以及典当等综合金融服务业务。截至 2018 年底，深圳中小企业担保资产总额为 189.29 亿元，所有者权益为 103.86 亿元（其中少数股东权益 0.30 亿元）；期末在保余额 276.57 亿元。2018 年，深圳中小企业担保实现营业总收入 16.47 亿元，其中担保业务收入 7.83 亿元，委托贷款利息收入 7.12 亿元，实现净利润 9.17 亿元。

深圳中小企业担保的担保实力很强，主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，进一步提升了“19 怡亚通MTN001”本息偿付的安全性。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

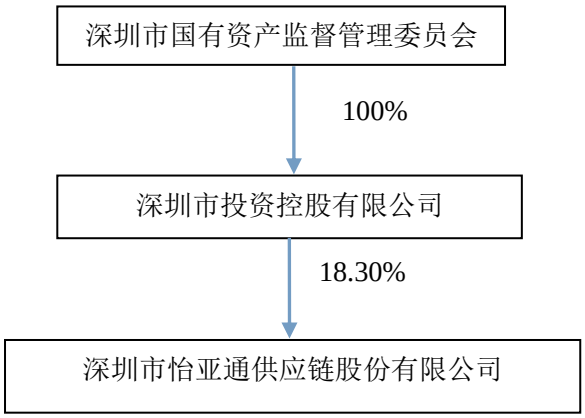
项目	2018 年
一年内到期债券余额	9.92
现金类资产/一年内到期债券余额	1.98
经营活动现金流入量/应付债券余额	35.08
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.61
EBITDA/应付债券余额	0.78

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

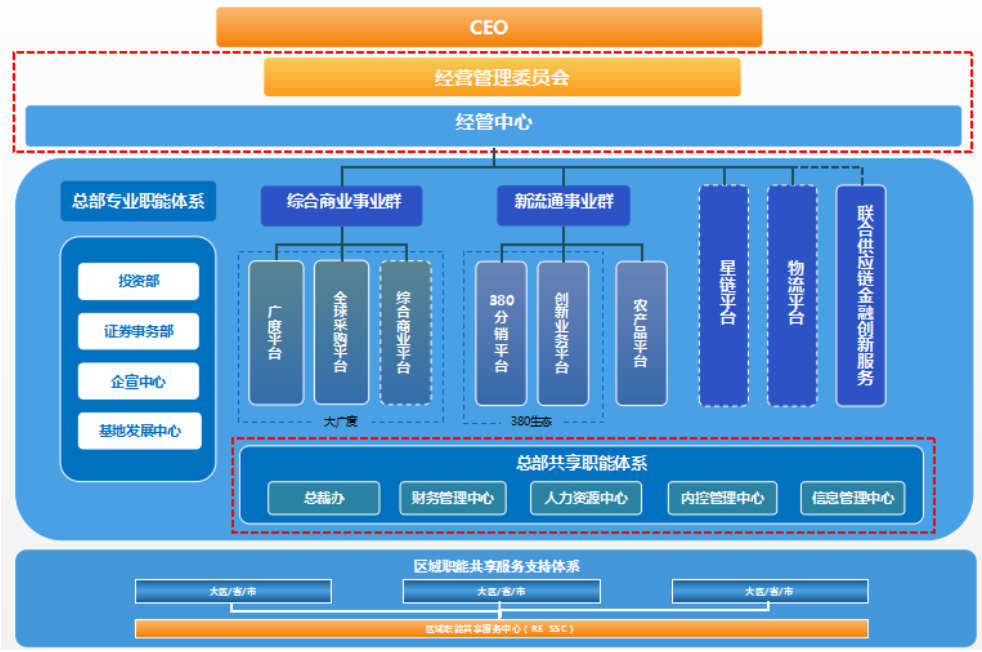
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19怡亚通MTN001”的信用等级为AAA，“16怡亚通MTN001”和“18怡亚通MTN001”的信用等级为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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.51	35.84	19.60	24.54
资产总额(亿元)	423.82	472.62	433.92	417.68
所有者权益(亿元)	77.82	86.52	86.35	86.43
短期债务(亿元)	273.81	311.50	280.79	263.69
长期债务(亿元)	27.38	31.27	24.61	26.67
全部债务(亿元)	301.19	342.77	305.40	290.35
营业总收入(亿元)	582.91	685.15	700.72	158.07
利润总额(亿元)	6.63	7.64	2.04	0.51
EBITDA(亿元)	16.94	21.61	21.05	--
经营性净现金流(亿元)	-41.47	0.41	16.37	7.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.40	5.21	5.31	--
存货周转次数(次)	8.01	7.12	7.14	--
总资产周转次数(次)	1.55	1.53	1.55	--
现金收入比(%)	107.51	111.30	118.33	115.43
营业利润率(%)	7.05	7.01	6.99	6.43
总资本收益率(%)	3.74	4.09	4.60	--
净资产收益率(%)	6.88	6.76	1.83	--
长期债务资本化比率(%)	26.02	26.55	22.18	23.58
全部债务资本化比率(%)	79.47	79.85	77.96	77.06
资产负债率(%)	81.64	81.69	80.10	79.31
流动比率(%)	107.43	106.85	106.79	109.85
速动比率(%)	82.72	78.37	81.26	82.73
经营现金流动负债比(%)	-13.10	0.12	5.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.85	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.78	15.86	14.51	--

注：2019 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有息债务

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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