

信用评级公告

联合〔2021〕4147号

联合资信评估股份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，维持“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”“19 怡亚 01”“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”“20 怡亚 03”和“20 怡亚 04”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十一日



深圳市怡亚通供应链股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
深圳市高新投集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
深圳市高新投融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
深圳市深担增信融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 04	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 03	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 怡亚 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 怡亚 01	AAA	稳定	AAA	稳定
18 怡亚 02	AAA	稳定	AAA	稳定
18 怡亚 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 怡亚 04	1.60 亿元	1.60 亿元	2023/11/04
20 怡亚 03	2.40 亿元	2.40 亿元	2023/11/04
20 怡亚 02	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/06/16
20 怡亚 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/06/02
19 怡亚 01	2.00 亿元	2.00 亿元	2022/12/23
18 怡亚 02	5.00 亿元	5.00 亿元	2021/12/11
18 怡亚 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2021/12/11

评级时间：2021 年 6 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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”）为深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）控股的供应链管理上市公司。跟踪期内，公司持续优化业务结构、积极拓展毛利率较高的品牌运营业务并改善合作客户质量，利润规模有所提高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受业务模式影响，公司应收账款及存货仍对运营资金形成大量占用；资产抵（质）押率高、债务负担很重、短期债务周转压力仍然存在等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”由深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20 怡亚 04”由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳高新投、高新投融资担保和深担增信实力强，有效提升了“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”“19 怡亚 01”“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”和“20 怡亚 04”本息偿付的安全性。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力很强。

未来，随着公司持续优化供应链收入结构以及拓展毛利较高的品牌运营业务，公司盈利能力和现金流有望得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”“19 怡亚 01”“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”和“20 怡亚 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：闫 力

黄冠嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. 股东实力强，对公司资金及融资支持力度大。公司股东深圳投控实力强，且对公司支持力度大，截至 2021 年 3 月底，公司已先后获得深圳投控的直接借款和增信支持合计 52 亿元，资金压力得以有效缓解。
2. 跟踪期内，公司品牌运营业务发展良好，盈利能力较强。公司于 2019 年开始经营品牌运营业务，跟踪期内，该业务收入规模和毛利率水平平均得到较大提升，盈利能力较强。未来随着公司不断拓展新品牌，该业务有望成为公司新的利润增长点。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流继续维持净流入状态。跟踪期内，公司持续优化业务结构，并对 380 分销服务平台合作客户进行优化，同时公司不再新增互联网金融业务，回笼存量业务资金，经营活动现金净流量持续呈净流入状态。

关注

1. 债务负担很重，短期偿债压力大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 312.93 亿元，短期债务占比为 81.58%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.46%、79.32%和 41.41%。
2. 资产受限比例高。截至 2020 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 132.15 亿元，占总资产比重为 31.22%，主要用于银行抵（质）押贷款。
3. 担保比率较高，存在一定或有负债风险。截至 2020 年底，公司对子公司实际担保金额为 48.30 亿元，实际对外担保余额为 3.81 亿元，分别占公司 2020 年底净资产的 58.73%和 4.63%，担保比率较高。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.60	19.46	23.25	18.25
资产总额(亿元)	433.92	419.01	423.28	417.61
所有者权益(亿元)	86.35	84.25	82.24	81.58
短期债务(亿元)	271.54	262.73	260.76	255.28
长期债务(亿元)	24.61	34.84	46.08	46.65
全部债务(亿元)	296.15	297.57	306.83	301.93
营业收入(亿元)	700.72	720.25	682.56	186.95
利润总额(亿元)	2.04	0.22	1.00	1.16
EBITDA(亿元)	21.05	20.13	19.55	--
经营性净现金流(亿元)	16.37	26.14	20.98	7.40
营业利润率(%)	6.99	5.65	5.60	6.22
净资产收益率(%)	1.83	0.23	1.03	--
资产负债率(%)	80.10	79.89	80.57	80.46
全部债务资本化比率(%)	77.42	77.93	78.86	78.73
流动比率(%)	106.79	111.63	113.10	114.61
经营现金流动负债比(%)	5.10	8.78	7.18	--
现金短期债务比(倍)	0.31	0.34	0.40	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.15	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.07	14.78	15.70	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	265.97	283.52	290.35	293.59
所有者权益（亿元）	44.92	44.48	45.20	45.76
全部债务(亿元)	133.07	202.84	199.59	199.50
营业收入(亿元)	164.84	283.44	271.64	90.17
利润总额(亿元)	6.54	0.30	0.86	0.63
资产负债率（%）	83.11	84.31	84.43	84.41
全部债务资本化比率(%)	74.76	82.02	81.53	81.34
流动比率（%）	91.05	93.20	97.00	97.02
经营现金流动负债比(%)	-2.80	0.94	1.87	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；合并口径现金类资产已扣除受限部分，其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 怡亚 04	AAA	AA	稳定	2020/10/09	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 怡亚 03	AAA	AA	稳定	2020/10/09	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 怡亚通 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/07/28	徐璨 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 怡亚通 MTN001/19 怡亚通 MTN002	AAA	AA	稳定	2020/06/12	徐璨 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 怡亚 02	AAA	AA	稳定	2020/06/03	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 怡亚 01	AAA	AA	稳定	2020/05/15	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
18 怡亚 01/18 怡亚 02/19 怡亚 01	AAA	AA	稳定	2020/06/05	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 怡亚 01	AAA	AA	稳定	2019/11/29	侯珍珍 李彤	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 怡亚通 MTN001	AAA	AA	稳定	2019/07/17	徐璨 魏丰	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016)	阅读全文
19 怡亚通 MTN002	AAA	AA	稳定	2019/07/31	徐璨 魏丰	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016)	阅读全文
18 怡亚 01/18 怡亚 02	AAA	AA	稳定	2019/06/17	王进取 李彤	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016)	阅读全文
19 怡亚通 MTN001	AAA	AA	稳定	2019/04/12	方晓 张豪若 魏丰	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016)	阅读全文
18 怡亚 02	AAA	AA	正面	2018/11/05	冯磊 罗星驰	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
18 怡亚 01	AAA	AA	正面	2018/11/05	冯磊 罗星驰	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

深圳市怡亚通供应链股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

怡亚通前身为深圳市怡亚通商贸有限公司，由自然人周国辉、黎少嫦于 1997 年 11 月 19 日共同出资成立，设立时注册资本为 50 万元。后经多次增资和股权转让，公司于 2004 年 2 月整体改制为股份有限公司，注册资本变更为 7082.22 万元，后又经过 2006 年 3 次股权转让和 1 次增资，公司注册资本增至 9257.43 万元。2007 年 11 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称：怡亚通，股票代码：002183.SZ）。2018 年 5 月和 2018 年 9 月怡亚通控股就转让部分公司股份事项与深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）签署了《股份转让协议书》，上述协议约定的股份交割已于 2018 年 10 月 18 日办理完毕，股份转让过户登记完成后，深圳投控持有公司 388453701 股股份（占公司股份总数的 18.30%），深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）持有公司 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 2021 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（未质押），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率为 59.65%），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 2021 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 2020 年底，公司（合并）资产总额为 423.28 亿元，所有者权益合计为 82.24 亿元（含少数股东权益 22.50 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 682.56 亿元，利润总额 1.00 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 417.61 亿元，所有者权益合计为 81.58 亿元（含少数股东权益 20.80 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 186.95 亿元，利润总额 1.16 亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的公开存续债券均已按照募集资金用途使用完毕，除未到付息日的债券外，其他存续债券均正常付息。其中，“19 怡亚通 MTN001”和“19 怡亚通 MTN002”由深圳担保集团有限公司（原名为深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司，以下简称“深圳担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20 怡亚通 MTN001”和“20 怡亚 04”由深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“18 怡亚 01”“18 怡亚 02”和“19 怡亚 01”由深圳市高新投集团有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20 怡亚 01”“20 怡亚 02”和“20 怡亚 03”由深圳市高新投融资担保有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20怡亚04	1.60	1.60	2020-11-04	2023-11-04
20怡亚03	2.40	2.40	2020-11-04	2023-11-04
20 怡亚通 MTN001	6.00	6.00	2020-08-14	2023-08-14
20怡亚02	5.00	5.00	2020-06-16	2023-06-16
20怡亚01	5.00	5.00	2020-06-02	2023-06-02
19怡亚01	2.00	2.00	2019-12-23	2022-12-23
19怡亚通 MTN002	5.00	5.00	2019-08-20	2022-08-20
19怡亚通 MTN001	5.00	5.00	2019-04-25	2022-04-25
18怡亚01	5.00	5.00	2018-12-11	2021-12-11
18怡亚02	5.00	5.00	2018-12-11	2021-12-11

注：“19 怡亚通 MTN002”下一行权日为 2021 年 8 月 20 日。

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消

费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期

调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财

政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

(1) 物流行业

2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。随着复工复产的推进，二季度以来

中国物流规模增长持续恢复，全年社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓。未来全球范围内物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020年全国社会物流总额300.1万亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

图1 近年来中国社会物流总额及增长情况

(单位：万亿元、%)



资料来源：Wind，联合资信整理。

2020年以来，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显示，中国物流企业50强实现物流业务收入1.1万亿元，同比增长15%，第50名的企业物流营业收入超过37亿元，同比增长19%。

展望2021年，物流需求稳定持续回升仍

存在不确定性。从全球发展来看，2021年疫情对经济的影响将逐步衰减，但国际政治力量分化、地缘政治影响和逆全球化趋势仍会长期存在，世界经济稳定复苏仍面临挑战。结合2020年四季度数据来看，出口带动的工业物流需求或将延续增长态势，消费相关需求增速保持平稳。部分传统制造领域、消费升级领域复苏动力较前期有所趋稳，物流需求分化、结构不均衡的趋势可能更明显。

(2) 快消品行业

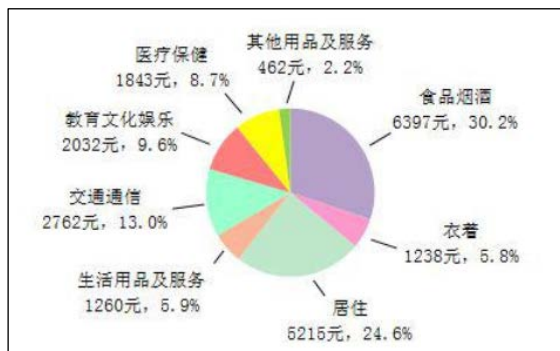
2020年，受新冠肺炎疫情影响，中国快消品市场需求有所下滑，销售额呈现小幅下降趋势。

快速消费品是指使用寿命短，消费速度快的消费品，包括日化用品、食品饮料、母婴用品、烟酒等。作为传统民生行业，快速消费品行业与民众生活关联度较密切，在国民经济中占有重要地位。根据《2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年社会消费品零售总额391981亿元，比上年下降3.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额339119亿元，下降4.0%；乡村消费品零售额52862亿元，下降3.2%。按消费类型统计，商品零售额352453亿元，下降2.3%；餐饮收入额39527亿元，下降16.6%。全年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9.9%，饮料类增长14.0%，烟酒类增长5.4%，服装、鞋帽、针纺织品类下降6.6%，化妆品类增长9.5%，金银珠宝类下降4.7%，日用品类增长7.5%，家用电器和音像器材类下降3.8%，中西药品类增长7.8%，文化办公用品类增长5.8%，家具类下降7.0%，通讯器材类增长12.9%，建筑及装潢材料类下降2.8%，石油及制品类下降14.5%，汽车类下降1.8%。同时，全国实物商品网上零售额97590亿元，按可比口径计算，比上年增长14.8%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%，比上年提高4.0个百分点。

2020年，全国居民人均消费支出21210元，比上年下降1.6%，扣除价格因素，实际下

降 4.0%。其中,人均服务性消费支出 9037 元,比上年下降 8.6%,占居民人均消费支出的比重为 42.6%。从人均消费支出结构来看,食品烟酒为最大支出项目,占据人均消费支出的 30.2%,同比有所上升,是居民消费金额最大的项目。

图 2 2020 年居民人均消费支出结构



资料来源：2020 年国民经济和社会发展统计公报

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底, 第一大股东深圳投控持有公司 18.30% 股权 (未质押), 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率为 59.65%)。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

公司供应链业务服务网络覆盖面积大, 分销平台合作品牌丰富, 行业内竞争力较强。

公司总部设在深圳, 是中国第一家上市供应链企业, 旗下有超过 570 家分支机构。经过多年发展, 公司面向全国整合的线下分销平台已基本建成, 平台已聚集近千个知名品牌, 覆盖零售终端超过 150 万家, 行业内竞争力较强。

公司通过整合优势资源, 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。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; 中西部供应链整合基地位于长沙市岳麓区。

3. 股东支持

深圳投控成为控股股东后, 在资金和融资方面持续对公司提供支持。

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。跟踪期内, 公司持续获得控股股东在资金及融资方面提供的支持。

截至 2021 年 3 月底, 深圳投控为公司提供 10 亿元专项资金支持用于业务发展、通过委托贷款提供 10 亿元资金支持、并通过其下属担保子公司为公司在资本市场融资提供合计 42 亿元的增信支持。此外, 公司于 2019 年纳入深圳投控整体授信, 新增多家合作银行, 获得授信金额有所增加。

4. 企业信贷记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告 (统一社会信用代码: 91440300279398406U), 截至 2021 年 6 月 9 日, 公司本部不存在未结清不良信贷信息记录。公司已结清信贷记录中包括 2 笔合计 1.80 亿元人民币的关注类流动资金贷款, 根据国家开发银行深圳市分行于 2017 年 6 月 19 日出具的《关于

怡亚通贷款质量分类说明》，人民银行企业征信系统显示怡亚通的上述两笔人民币贷款资产质量分类为“关注”，主要原因为借款人行行业分类不明确，系统自动下调评级，国家开发银行深圳市分行计划恢复该笔贷款评级至正常级；1笔1582.28万港元关注类流动资金贷款和4笔（包括850.93万美元和1582.28万港元）关注类贸易融资贷款，根据公司提供的说明，上述港币流动资金贷款和贸易融资贷款关注，系当时龙华支行内部操作流程和实效问题导致贷款到期日公司质押保证金不能及时解付归还贷款，造成贷款卡显示关注记录所致；2笔共107.89万元人民币关注类票据贴现，根据公司说明，因票据瑕疵拒付，贴现银行向公司追索，后经公司跟客户沟通协助银行让客户补充相关说明，贴现行最终索汇成功，但因时效问题过了票据到期付款日，导致公司贷款卡显示关注。

七、管理分析

跟踪期内，高级管理人员方面，2020年2月深圳投控新派驻副总裁负责全面整合怡亚通和深圳投控的合作，同时在授信方面帮助怡亚通与银行进行直接沟通，其他高级管理人员无重大变化。公司在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受调整跨境和物流服务业务确认收入方式影响，公司主营业务收入同比有所下

滑，综合毛利率维持稳定。品牌运营业务收入规模和毛利率水平提升较快，未来有望成为新的利润增长点。

2020年，公司对现有业务进行了整合，将原有的广度综合商业服务平台（以下简称“广度业务”）和380新流通服务平台（以下简称“深度业务”）整合为分销+营销业务，并将品牌运营业务单独拆分进行核算，并对2019年主营业务收入口径进行了追溯调整。重新调整后，分销+营销业务仍为公司最主要的收入来源，2020年占主营业务收入比重超过95%。2020年，公司实现主营业务收入681.20亿元，同比下降5.17%，主要系跨境和物流服务业务收入规模同比大幅减少所致。

2020年，分销+营销业务实现收入653.04亿元，同比变化不大；品牌运营业务实现收入20.66亿元，同比增长29.45%，主要系市场拓展力度加大所致；跨境和物流服务业务实现收入10.52亿元，同比大幅下降，主要是2020年公司将该业务收入确认方式调整为差额法（以收取客户的服务费计入收入），而2019年采用全额法确认收入（以收取客户的服务费以及货款有开发票的部分一起计入营收）所致。

毛利率方面，2020年，公司分销+营销业务毛利率为4.90%，同比减少0.47个百分点，主要系新冠肺炎疫情导致运营成本增加所致；品牌运营业务毛利率为18.09%，同比增加5.74个百分点，主要系2020年白酒行情较好，带动毛利率提升所致；跨境和物流服务业务毛利率为19.29%，同比增长较快，主要系调整收入确认方式所致。受上述因素的影响，2020年，公司综合业务毛利率为5.54%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务分类	2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
分销+营销	6548039.92	91.16	5.37	6530426.25	95.87	4.90	1779947.69	95.31	5.57
品牌运营	159633.39	2.22	12.35	206561.27	3.03	18.09	60889.86	3.26	18.29
跨境和物流服务	510033.26	7.10	5.15	105166.82	1.54	19.29	32154.63	1.72	16.96
平台间关联交易	-34339.72	-0.48	--	-30121.74	-0.44	--	-5427.27	-0.29	--

合计	7183366.85	100.00	5.53	6812032.60	100.00	5.54	1867564.91	100.00	6.20
----	------------	--------	------	------------	--------	------	------------	--------	------

资料来源：公司提供

2021年1—3月，公司实现主营业务收入186.76亿元，同比增长35.22%，各业务板块收入同比均有所增长；实现综合毛利率6.20%，同比略有提升。

2. 分销+营销业务

跟踪期内，公司对原广度业务和深度业务进行了整合，业务模式未发生重大变化，随着公司逐步优化合作客户质量，业务风险整体可控。

跟踪期内，公司整合了原广度业务和深度业务，重新命名为分销+营销业务，并将品牌运营业务单独拆分核算。整合后，分销+营销业务的业务模式未发生重大变化。

分销业务方面，公司分销业务综合商业平台自2018年底启动至今，已在全国23个省、直辖市，开展了百余个项目的深入洽谈，签订战略合作协议30多个，落地项目10余个。分销业务主要分为采购执行和分销执行，跟踪期内，公司分销业务经营模式和结算方式均未发生重大变化。截至2021年3月底，公司分销业务综合商业服务平台共有仓库90个，仓库面积为48万平方米，仓库吞吐量为325万立方米/年。

营销业务方面，深度380分销平台是公司营销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。

跟踪期内，公司营销业务经营模式无重大变化。截至2021年3月底，380分销服务平台公司已超过280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28个省级行政区的280个城市，服务覆盖超过200万个终端零售门店。2018年以来，公司对未达到合作业绩目标或无法融入公司体系的380分销服务平台合作客户实行了退出机制，2020年共退出70家；未来公司在继续推广380分销业务的同时，持续对平台合作客户进行优化，实现业务的良性发展。

收入分布方面，2020年，IT、通信、家电和母婴产品仍为分销+营销业务主要收入来源，其中IT、通信和家电行业收入均有所增长，母婴产品收入有所下降。2020年，公司分销+营销业务前五大供应商采购金额占总采购金额的17.47%，前五大客户销售金额占销售总额的19.10%，上下游客户集中度一般。

表4 公司分销+营销业务收入行业分布（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年1—3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	102.47	15.65	124.62	19.08	37.63	21.14
家电	139.23	21.26	161.69	24.76	37.96	21.33
医疗	4.76	0.73	6.03	0.92	1.44	0.81
工业原材料	46.77	7.14	52.20	7.99	18.84	10.59
酒饮	71.47	10.91	55.01	8.42	13.37	7.51
母婴	157.52	24.06	130.21	19.94	35.97	20.21
日化	66.21	10.11	69.07	10.58	19.37	10.88
食品	62.21	9.50	50.42	7.72	12.22	6.86
纺织服饰	1.01	0.15	0.80	0.12	0.22	0.13
其他	3.17	0.48	2.99	0.46	0.96	0.54
合计	654.80	100.00	653.04	100.00	177.99	100.00

资料来源：公司提供

2020年，公司将原属于互联网金融业务中的小贷业务、融资租赁业务和O2O金融服务业纳入分销+营销业务核算。

公司小额贷款业务主要由全资子公司深圳市宇商小额贷款有限公司（以下简称“深圳小贷”，注册资本5亿元）和赣州市宇商小额贷款有限公司（以下简称“赣州小贷”，注册资本2亿元）运营。跟踪期内，公司根据金融市场环境加强风险控制并收缩小额贷款业务规模。截至2020年底，公司小额贷款业务余额为8.20亿元，同比下降3.87%；小额贷款业务逾期贷款余额为0.84亿元，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0.64亿元。截至2021年3月底，小额贷款业务贷款余额为4.34亿元，较2020年底减少47.07%；2021—3月，小额贷款业务实现营业收入0.19亿元，毛利润为0.15亿元；截至2021年3月底，小额贷款业务逾期贷款余额为0.85亿元，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0.64亿元。

公司融资租赁业务由深圳市宇商租赁有限责任公司（以下简称“宇商租赁”，注册资本1.86亿元）经营。截至2021年3月底，宇商租赁的主要客户为深圳移卡科技有限公司。截至2021年3月底，宇商租赁资产为2.12亿元，所有者权益2.11亿元；2020年，营业总收入为7.65万元，利润总额为-36.88万元，亏损主要是由于对逾期贷款计提的坏账准备。截至2021年3月底，宇商租赁贷款逾期金额合计0.10亿元。

此外，公司与各大商业银行合作，通过互联网化、大数据化运营模式，打造O2O金融服务平台，全力满足客户多元化的金融服务需求，尤其是为百万小微终端零售客户提供可持续化、批量化的O2O金融服务。O2O金融服

务平台主要针对怡亚通的下游零售门店客户，通过长期合作，利用公司对门店掌握的相关数据信息以及相关风控措施，为门店提供贷款服务，帮助门店解决资金问题。截至2020年底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计5.00亿元，合同签署额度3.00亿元，实际担保金额0.19亿元。截至2021年3月底，公司O2O金融业务公告对外担保额度合计5.00亿元，合同签署额度3.00亿元，实际担保金额0.16亿元。

3. 品牌运营业务

跟踪期内，随着公司运营品牌逐渐成熟，品牌运营业务收入和利润均实现增长，未来公司将积极拓展布局新行业，该业务有望成为公司新的利润增长点。

（1）业务模式

公司“分销+营销”业务在与众多品牌长期合作的同时，积极拓展品牌的高附加值业务，针对优质品牌进行品牌运营和管理，获取营销费收入。公司对优质品牌进行培养、赋能和运营，结合消费趋势反向精准选品，凭借品牌运营的专业能力、多品牌营销的运营一体化能力，充分挖掘品牌潜力。在大消费领域，尤其是高端酒类领域，通过“分销+营销”的闭环商业模式为不同成长阶段的品牌提供品牌定位、营销策划、分销、零售等全流程服务。同时孵化运营自有品牌，从而掌握对品牌以及价格制定的主动权，实现增强企业的竞争力。2020年，公司品牌运营业务实现营业收入20.66亿元，同比大幅增长，同时随着运营品牌逐渐成熟以及白酒市场行情较好因素影响，品牌运营业务毛利率实现较大幅度提升。

公司通过把握下游客户需求，将合作厂商资金进行精准投放，提升厂商营销费用利用效率。同时，公司根据下游客户需求，反向找生产商定制产品，实现消费者和品牌商的有效沟通。2019年，公司逐步开始运营酒类产品，已打造了“钓鱼台珐琅彩”“国台黑金十年”等

多个单品。2020年，上述两款产品完成销售额近7亿元。

2020年，公司品牌运营业务前五大供应商采购金额占总采购金额的63.90%，集中度较高，公司与前五大客户不存在关联关系，供应商经营情况正常；前五大客户销售金额占销售总额的15.42%。从业务收入行业板块看，2020年，公司品牌运营业务收入中快速消费品占43.39%。

表5 公司品牌运营业务收入构成情况(单位:亿元、%)

行业	2019年		2020年		2021年1—3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IT、通信	9.44	59.15	9.01	43.61	2.14	35.12
纺织服饰	2.71	16.95	2.68	13.00	1.14	18.66
快速消费品	3.82	23.90	8.96	43.39	2.81	46.21
合计	15.96	100.00	20.66	100.00	6.09	100.00

资料来源：公司提供

2021年，公司将在成功打造酒类爆款单品的基础上进行业态衍生，计划与数家在贵州茅台镇的酒业公司进行深度合作，成立品牌运营合资公司。同时，公司将在食品、日化、母婴、家电等其他流通行业积极进行品牌运营布局。

4. 经营效率

公司经营效率仍处于较低水平。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为5.36次、9.83次和1.62次，同比呈现小幅波动，经营效率仍处于较低水平。

5. 在建项目

公司在建项目主要为前海总部基地项目。公司于2015年12月通过招拍挂的方式以11.94亿元的价格竞得位于深圳市宝安区裕安一路的一块商业用地，土地面积为4603平方米，计容建筑面积为60043.2平方米，土地用途为商业性办公用地。该项目预计总投约22.00亿元，总规划34层建筑，截至2021年5月底已投入约14.00亿元，剩余8.00亿元资金主要来自向工商

银行申请的项目贷款。截至2021年5月底，该项目基坑部分已完工，主体建设已建成4层，预计2022年竣工。

6. 未来发展

公司未来将继续拓展分销+营销业务的网络建设，从资金驱动型转向能力驱动型，降低负债率并提升盈利能力；同时，通过积极拓展品牌运营业务，为公司创造新的利润增长点。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见，公司2021年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2020年，公司合并范围新增子公司24家，减少子公司70家；2021年1—3月，公司合并范围内新增子公司10家，减少子公司13家。截至2021年3月底，公司合并范围内子公司合计498家。合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为423.28亿元，所有者权益合计为82.24亿元（含少数股东权益22.50亿元）。2020年，公司实现营业总收入682.56亿元，利润总额1.00亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为417.61亿元，所有者权益合计为81.58亿元（含少数股东权益20.80亿元）。2021年1—3月，公司实现营业总收入186.95亿元，利润总额1.16亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模略有增长，构成仍以流动资产为主；应收账款及存货规模大，对营运资金存在占用；公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

截至2020年底，公司资产总额为423.28亿元，较上年底略有增长，其中流动资产占

78.09%，非流动资产占 21.91%，公司资产仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 330.56 亿元，较上年底下降 0.50%，主要由货币资金 102.74 亿元（占 31.08%）、应收账款 123.21 亿元（占 37.27%）、预付款项 24.29 亿元（占 7.35%）和存货 58.15 亿元（占 17.59%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 102.74 亿元，较上年底增长 17.12%，主要系银行承兑汇票及信用证保证金和用于担保的定期存款或通知存款增加所致。公司货币资金中有 81.06 亿元受限资金，受限比例为 78.90%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金。公司货币资金受限比例很高。

截至 2020 年底，公司应收账款为 123.21 亿元，较上年底下降 1.06%。公司应收账款以按组合计提预期信用损失的应收账款（占 98.80%）为主，其中，按账龄分析法组合的应收账款账面余额为 124.26 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 95.31%，账龄较短。公司应收账款累计计提坏账准备 5.51 亿元，计提比例 4.28%。从集中度来看，公司应收账款余额前五名合计 6.98 亿元，占应收账款期末余额的 5.41%，集中度低。公司应收账款规模大，对营运资金形成占用。

截至 2020 年底，公司预付款项为 24.29 亿元，较上年底下降 13.12%，主要系营销业务预付款减少所致。从账龄结构看，截至 2020 年底，1 年以内的占 96.64%，1~2 年的占 2.79%，2 年以上的占 0.57%，账龄较短。从集中度看，按预付对象归集的期末余额前五名合计 2.84 亿元，占期末预付款项余额的 11.70%，集中度低。

截至 2020 年底，公司存货为 58.15 亿元，较上年底下降 20.03%，主要系库存商品减少所致；其中库存商品占 99.97%。公司累计计提存货跌价准备 1.15 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备；考虑到公司业务集中于 IT、通信

及快消品行业，存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 8.18%）、长期股权投资（占 31.07%）、投资性房地产（占 16.02%）、固定资产（合计）（占 15.13%）、在建工程（合计）（占 7.97%）、无形资产（占 12.52%）构成。

截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款 7.59 亿元，较上年底下降 11.03%，主要系公司根据金融市场环境加强风险控制并减少发放贷款及垫款规模所致；从构成来看，以企业贷款（占 83.86%）为主；已计提贷款减值准备 0.68 亿元。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 28.81 亿元，较上年底增长 20.45%，主要系公司增加对山东交运怡亚通供应链管理有限公司的股权投资 0.17 亿元、对河北交投怡亚通供应链服务有限公司的股权投资 0.20 亿元，对成都蓉欧怡亚通供应链有限公司的股权投资 0.22 亿元、对漯河市怡亚通供应链管理有限公司的股权投资 0.25 亿元、对深圳前海宇商保理有限公司的股权投资 0.81 亿元，以及按权益法确认对伟士佳杰控股有限公司 1.61 亿元投资收益、对浙江通诚格力电器有限公司 0.67 亿元投资收益所致。

表6 公司主要长期股权投资情况（单位：亿元）

被投资单位	账面价值
VST HOLDING LTD. 伟仕控股	9.55
TRIGIANT GROUP LIMITED 俊知集团	6.54
浙江通诚格力电器有限公司	3.77
合肥市卓怡恒通信息安全有限公司	2.90
深圳前海宇商保理有限公司	1.62

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 14.85 亿元，较上年底增长 6.27%，主要是公允价值变动所致，全部为房屋及建筑物。

截至 2020 年底，公司固定资产为 14.03 亿元，较上年底下降 5.31%，主要系计提折旧所致。从构成看，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 89.17%，运输工具占 2.28%，

电子及其他设备占 8.55%。截至 2020 年底，固定资产累计计提折旧 6.07 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司在建工程为 7.39 亿元，较上年底增长 18.78%，主要是前海总部基地项目投资增加所致。

截至 2020 年底，公司无形资产为 11.61 亿元，较上年底增长 7.72%，主要是购置土地所致。从构成看，无形资产账面价值中土地使用权为占 80.88%，计算机软件及其他占 19.12%；公司无形资产累计摊销 2.50 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 132.15 亿元，占总资产比重为 31.22%，主要为用于银行质押贷款的货币资金（81.06 亿元）、用于银行抵押贷款的固定资产（9.46 亿元）、用于银行保理借款的应收账款（15.94 亿元）和用于银行质押贷款的长期股权投资（16.09 亿元），公司资产受限比例高。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 417.61 亿元，较上年底减少 1.57%。其中流动资产占 77.91%，非流动资产占 22.09%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

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

截至 2020 年底，公司所有者权益为 82.24 亿元，较上年底下降 2.40%。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 35.54%、资本公积占 21.67%、盈余公积占 4.27%、未分配利润占 29.82%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 72.64%，少数股东权益占 27.36%。公司所有者权益结构稳定性一

般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 81.58 亿元，较 2020 年底下降 0.79%，所有者权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模小幅增长，仍以流动负债为主；整体债务负担很重。

截至 2020 年底，公司负债总额为 341.05 亿元，较上年底增长 1.88%。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 85.70%，非流动负债占 14.30%。公司负债仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债为 292.27 亿元，较上年底下降 1.79%。公司流动负债主要由短期借款（占 63.90%）和应付票据（占 21.36%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 186.76 亿元，较上年底增长 3.16%。从构成看，短期借款主要由质押借款（占 22.31%）、抵押及保证借款（占 55.09%）和未到期票据贴现（占 22.36%）构成。

截至 2020 年底，公司应付票据为 62.43 亿元，较上年底下降 11.67%，主要系公司应付的银行承兑汇票减少所致。从构成看，公司应付票据以银行承兑汇票（占 98.32%）为主。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 48.78 亿元，较上年底增长 31.26%，主要系发行债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 27.17%）和应付债券（占 67.29%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 13.25 亿元，全部以固定资产、投资性房地产和无形资产抵押取得，长期借款较上年底下降 13.79%。

截至 2020 年底，公司应付债券为 32.82 亿元，较上年底增长 68.57%，主要系新发行债券所致。截至本报告出具日，公司共有 10 只存续期内债券，合计 42.00 亿元。

表7 截至本报告出具日公司本部存续债券情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	行权日	到期兑付日
20怡亚04	1.60	1.60	2020-11-04	--	2023-11-04

20怡亚03	2.40	2.40	2020-11-04	--	2023-11-04
20怡亚通MTN001	6.00	6.00	2020-08-14	--	2023-08-14
20怡亚02	5.00	5.00	2020-06-16	--	2023-06-16
20怡亚01	5.00	5.00	2020-06-02	--	2023-06-02
19怡亚01	2.00	2.00	2019-12-23	--	2022-12-23
19怡亚通MTN002	5.00	5.00	2019-08-20	2021-08-20	2022-08-20
19怡亚通MTN001	5.00	5.00	2019-04-25	--	2022-04-25
18怡亚01	5.00	5.00	2018-12-11	--	2021-12-11
18怡亚02	5.00	5.00	2018-12-11	--	2021-12-11

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2020 年底，公司短期债务为 260.76 亿元，较上年底下降 0.75%；长期债务为 46.08 亿元，较上年底增长 32.25%，主要是发行债券所致。截至 2020 年底，公司全部债务为 306.83 亿元，较上年底增长 3.11%。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.57%、78.86%和 35.91%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 336.03 亿元，较 2020 年底下降 1.47%。其中，流动负债占 84.49%，非流动负债占 15.51%，公司负债以流动负债为主。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 301.93 亿元，较上年底减少 1.60%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.46%、78.73%和 36.38%，较上年底变化不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入有所下降，利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力较弱。

2020 年，公司实现营业总收入 682.56 亿元，同比下降 5.23%；实现营业成本 643.46 亿元，同比下降 5.18%。

从期间费用来看，2020 年，公司期间费用为 39.42 亿元，同比下降 6.54%，主要系公司优化业务结构，实施精细化运营所致，构成主要以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 8.83 亿元，较上年增长 69.41%，主要系市场业务费增长所致；管理费用为 15.69 亿元，较上年下降 19.56%，主要系公司进行数字化变

革、实现前中后台管理扁平化、各职能各业务中心共享化、业务销售去中心化所致；财务费用为 14.75 亿元，同比下降 14.66%；2020 年，公司费用收入比为 5.78%，公司期间费用率有所改善，但仍有提升空间。

2020 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计为 2.35 亿元，以坏账损失（0.99 亿元）和存货跌价损失（0.82 亿元）为主；实现投资收益 3.13 亿元，同比下降 33.73%，主要系处置子公司产生的投资收益规模同比下降所致，公司投资收益主要来自联营企业的分红，近年来持续性良好，2020 年为 2.08 亿元。2020 年，投资收益是营业利润的 3.65 倍，对公司营业利润贡献大。

从盈利指标看，公司营业利润率呈下降态势，2020 年为 5.60%，同比减少 0.05 个百分点；总资产收益率为 4.25%，同比减少 0.26 个百分点；净资产收益率为 1.03%，同比增加 0.80 个百分点。公司整体盈利能力较弱。

2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 186.95 亿元，同比增长 35.22%，主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响导致前值较低所致；营业成本为 175.18 亿元，同比增长 34.64%，利润总额为 1.16 亿元，同比大幅增长，主要系公司采取积极优化融资结构，有效降低融资成本，财务费用减少所致。

5. 现金流

跟踪期内，经营活动现金流仍维持净流入状态，收入实现质量良好；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，外部融资压力仍较大。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入量和流出量分别为935.08亿元和914.10亿元，同比均呈现上升态势，主要系收到和支付其他与经营活动有关的现金规模增长所致，该类款项主要为代垫货款及税金。2020年，公司经营活动现金流量净额为20.98亿元，持续呈净流入状态，主要系公司不再新增互联网金融业务，对存量业务进行回收所致。公司现金收入比为113.82%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入量为6.23亿元，同比变化较大，主要系当期赎回理财投资所收到的现金增长所致。2020年，公司投资活动现金流出量为4.60亿元。2020年，公司投资活动现金流量净额为1.64亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入量为518.09亿元，其中取得借款收到的现金333.02亿元；公司筹资活动现金流出量为538.17亿元，其中偿还债务支付的现金315.42亿元。收到和支付其他与筹资活动有关的现金以借取和归还非金融机构借款为主。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-20.08亿元，

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额7.40亿元，投资活动产生的现金流量净额0.19亿元，筹资活动产生的现金流量净额-12.68亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标较弱，长期偿债指标一般。但考虑到，公司经营现金流受业务结构调整持续得到改善，以及深圳投控对公司资金及再融资方面的支持力度大且持续性强等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率为113.10%，较上年底增加1.47

个百分点，速动比率为93.21%，较上年底增加6.01个百分点。2020年，公司经营性现金流动负债比率为7.18%，同比减少1.60个百分点；公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为23.25亿元，为短期债务的0.09倍。考虑到公司货币资金中受限资金占比很高，短期债务规模大，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为19.55亿元，同比下降2.91%；EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.21倍和15.70倍，较上年底均有所上升。公司长期偿债指标较弱。

截至2021年3月底，公司合并范围内共获得银行授信额度292.57亿元，尚未使用额度111.75亿元，间接融资渠道畅通。公司作为A股上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2021年3月底，公司涉及未决诉讼金额合计为4.00亿元，主要系合同纠纷所致。

截至2021年3月底，公司对子公司实际担保金额为48.30亿元；公司对外担保额度19.23亿元，实际对外担保余额为3.81亿元；被担保对象主要为流通领域行业小微客户以及长期股权投资对象，公司存在或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

公司本部作为分销业务的主要经营主体，资产以现金类资产、应收账款、其他应收款和长期股权投资为主，债务负担很重，盈利能力弱。

截至2020年底，公司本部资产总额为290.35亿元，其中流动资产为199.54亿元，非流动资产为90.81亿元，资产结构变化不大。流动资产构成主要为现金类资产51.41亿元、其他应收款84.45亿元和应收账款56.03亿元。非流动资产构成主要为长期股权投资74.02亿元和固定资产5.07亿元。

截至2020年底，公司本部负债合计为245.14亿元，其中全部债务为199.59亿元，债务负担很重。公司全部债务包括长期债务38.85

亿元和短期债务160.74亿元。截至2020年底，公司本部资产负债率为84.43%，全部债务资本化比率为81.53%，长期债务资本化比率为46.22%。

2020年，公司本部营业收入为271.64亿元，营业成本为258.10亿元，期间费用为14.00亿元；其他收益为0.12亿元；投资收益为0.85亿元；利润总额为0.86亿元，投资收益对利润贡献程度较高。

2020年，公司本部经营活动现金流入为459.62亿元，经营活动现金流出为455.78亿元，经营活动现金流净额为3.84亿元。投资活动现金流入为15.87亿元，投资活动现金流出为4.65亿元，投资活动现金流净额为11.22亿元。筹资活动现金流入为289.39亿元，筹资活动现金流出为304.47亿元，筹资活动现金流净额为-15.08亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券合计42.00亿元，一年内到期债券余额为20.00亿元（包含2021年“19怡亚通MTN002”行权规模），截至2020年底，公司现金类资产（剔除受限部分）为一年内到期债券余额的1.16倍。2020年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为存续债券的22.26倍和0.47倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力很强。

“18怡亚01”“18怡亚02”和“19怡亚01”由深圳高新投提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20怡亚01”“20怡亚02”和“20怡亚03”由高新投融资担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“20怡亚04”由深担增信提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳高新投、高新投融资担保和深担增信实力强，有效提升了“18怡亚01”“18怡亚02”“19怡亚01”“20怡亚01”“20怡亚02”和“20怡亚03”和“20怡亚04”本息偿付的安全性。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.16
经营活动现金流入量/存续债券余额	22.26
现金类资产/存续债券余额	0.55
EBITDA/存续债券余额	0.47

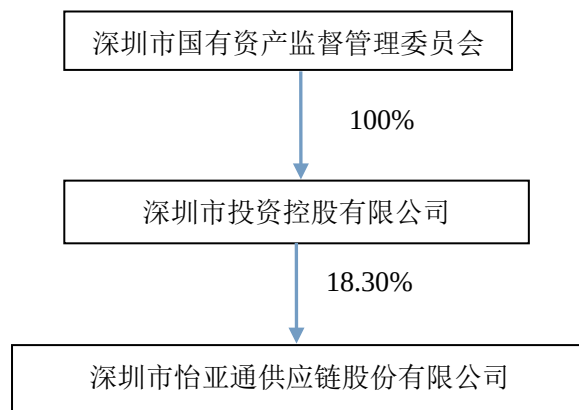
注：一年内到期债券余额含“19怡亚通MTN002”行权规模

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

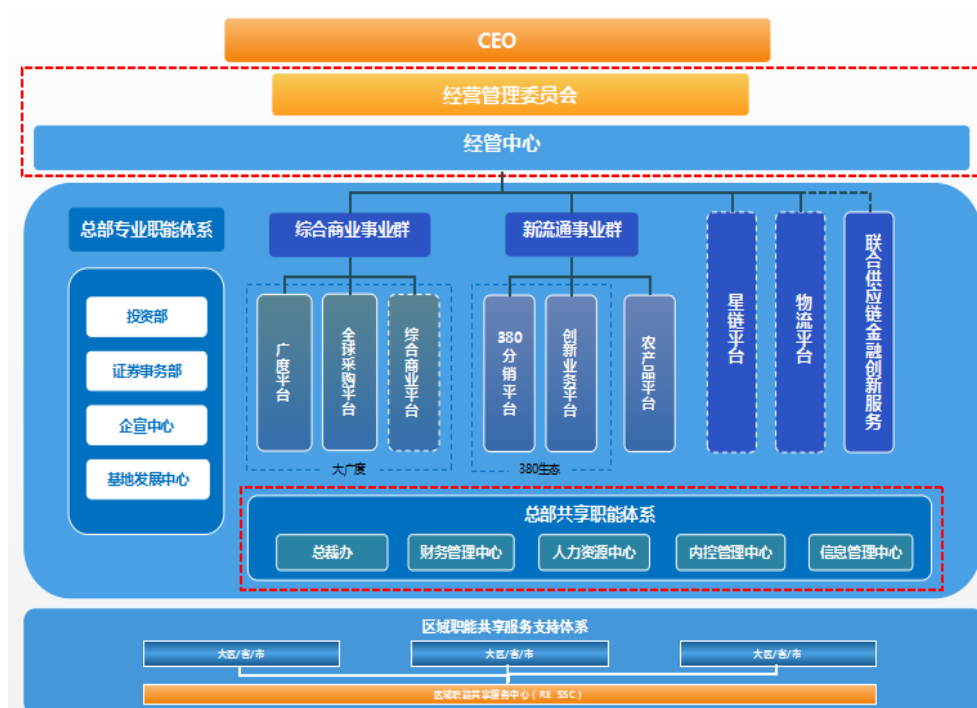
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“18怡亚01”“18怡亚02”“19怡亚01”“20怡亚01”“20怡亚02”“20怡亚03”和“20怡亚04”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.60	19.46	23.25	18.25
资产总额(亿元)	433.92	419.01	423.28	417.61
所有者权益(亿元)	86.35	84.25	82.24	81.58
短期债务(亿元)	271.54	262.73	260.76	255.28
长期债务(亿元)	24.61	34.84	46.08	46.65
全部债务(亿元)	296.15	297.57	306.83	301.93
营业总收入(亿元)	700.72	720.25	682.56	186.95
利润总额(亿元)	2.04	0.22	1.00	1.16
EBITDA(亿元)	21.05	20.13	19.55	--
经营性净现金流(亿元)	16.37	26.14	20.98	7.40
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.31	5.60	5.36	--
存货周转次数(次)	7.14	8.78	9.83	--
总资产周转次数(次)	1.55	1.69	1.62	--
现金收入比(%)	118.33	115.91	113.82	110.96
营业利润率(%)	6.99	5.65	5.60	6.22
总资本收益率(%)	4.71	4.64	4.38	--
净资产收益率(%)	1.83	0.23	1.03	--
长期债务资本化比率(%)	22.18	29.25	35.91	36.38
全部债务资本化比率(%)	77.42	77.93	78.86	78.73
资产负债率(%)	80.10	79.89	80.57	80.46
流动比率(%)	106.79	111.63	113.10	114.61
速动比率(%)	81.26	87.20	93.21	93.66
经营现金流动负债比(%)	5.10	8.78	7.18	--
现金短期债务比(倍)	0.31	0.34	0.40	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.15	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.07	14.78	15.70	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分，其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.23	33.82	51.41	54.04
资产总额(亿元)	265.97	283.52	290.35	293.59
所有者权益(亿元)	44.92	44.48	45.20	45.76
短期债务(亿元)	113.14	176.13	160.74	160.09
长期债务(亿元)	19.93	26.71	38.85	39.41
全部债务(亿元)	133.07	202.84	199.59	199.50
营业收入(亿元)	164.84	283.44	271.64	90.17
利润总额(亿元)	6.54	0.30	0.86	0.63
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-5.61	2.00	3.84	7.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.78	4.99	4.96	--
存货周转次数(次)	15.92	27.40	25.06	--
总资产周转次数(次)	0.60	1.03	0.95	--
现金收入比(%)	97.83	100.63	121.45	113.34
营业利润率(%)	9.37	4.78	4.93	4.15
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	14.05	1.34	2.04	--
长期债务资本化比率(%)	30.73	37.52	46.22	46.27
全部债务资本化比率(%)	74.76	82.02	81.53	81.34
资产负债率(%)	83.11	84.31	84.43	84.41
流动比率(%)	91.05	93.20	97.00	97.02
速动比率(%)	86.58	88.13	92.20	97.02
经营现金流动负债比(%)	-2.80	0.94	1.87	--
现金短期债务比(倍)	0.39	0.19	0.32	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；母公司现金类资产未剔除受限货币资金

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 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 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。