



信用等级通知书

信评委函字[2016]G161号

深圳市飞马国际供应链股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“深圳市飞马国际供应链股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年三月十六日

深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁻
评级展望	稳定
发行主体	深圳市飞马国际供应链股份有限公司
发行规模	不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）
债券期限	3 年
债券利率	固定利率债券，本次公司债券票面利率由公司和主承销商协商确定，且不超过国务院限定的利率水平。
偿还方式	利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
担保方式	由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

概况数据

飞马国际	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	5.97	7.02	8.08	24.07
总资产（亿元）	99.87	126.38	170.57	202.30
总债务（亿元）	78.61	110.06	154.09	164.80
营业总收入（亿元）	146.53	298.50	321.19	314.81
营业毛利率（%）	1.91	0.66	0.51	0.51
EBITDA（亿元）	2.30	2.26	4.13	3.00
所有者权益收益率（%）	13.79	15.79	18.30	7.43
资产负债率（%）	94.03	94.44	95.26	88.10
总债务/EBITDA（X）	34.19	48.67	37.28	41.15
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	3.23	1.85	2.55
深圳担保集团	2012	2013	2014	2015.Q3
总资产（亿元）	27.52	32.11	41.90	50.13
担保损失准备金合计（亿元）	2.50	2.82	3.48	3.82
所有者权益（亿元）	16.21	17.77	24.26	25.38
营业总收入（亿元）	4.31	4.55	5.24	4.13
在保余额（亿元）	88.44	118.62	155.40	171.09
投资收益（亿元）	0.11	0.27	0.39	0.25
净利润（亿元）	2.40	2.66	2.84	2.55
累计代偿率（%）	0.06	0.08	0.08	0.13
净资产放大倍数（X）	5.46	6.67	6.40	6.74
核心资本放大倍数（X）	4.98	5.90	5.71	5.96

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2015 年前三季度所有者权益收益率指标和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。同时，该级别也考虑到了深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳担保集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起到的保障作用。

中诚信证评评定深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“飞马国际”或“公司”）主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，该级别反映了公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了飞马国际优质的客户群、较高的风险控制水平等有利因素对公司发展的积极作用；同时，中诚信证评也关注到公司资本实力相对不足、刚性债务规模较大、客户集中等因素对其未来整体经营及信用水平的影响。

正 面

- 优质的客户群。公司客户包括必和必拓（BHP Billiton）、皮博迪能源（Peabody）等世界 500 强以及国内知名电力和煤炭企业，且在供应链服务行业具有一定的先发优势，随着对客户上下游供应链整合的深入，公司对客户的价值将逐步上升。
- 较高的风险控制水平。公司业务经验不断丰富，且较为注重业务风险把控，已专门建立了一套包括风控标准和风险等级划分在内的成熟的风控体系，并通过与上下游客户签订“背靠背”式服务协议，规避了商品价格波动风险，保障了自身业务的稳定开展。
- 良好的业务成长表现。供应链管理是物流行业未来发展的主流趋势，行业发展前景良好，且公司在有色金属等行业拥有了较为坚实的客户基础，利于公司的持续发展。2012~2014

分析师

朱洁 zhujie@ccxr.com.cn

莫蕾 lmo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年3月16日

年公司分别实现营业收入 146.53 亿元、298.50 亿元和 321.19 亿元，年复合增长率为 48.50%。

- 很强的担保实力。担保方深圳担保集团具有良好的国资背景，且资本实力显著增强，担保代偿能力及风险管理能力良好，其提供的保证担保有效提升了本次债券本息的到期偿付能力。

关注

- 资本实力相对不足。公司主要通过为上下游客户提供资金结算服务开展供应链管理业务，流动资金需求量大，但其自有资本实力相对不足，资产负债率长期处于很高水平，对公司外部融资和资金管理形成一定压力。
- 刚性债务规模较大。随着经营规模的扩大，公司经营的外部融资需求增大，总债务规模快速上升，且基本为短期债务，公司面临的债务周转压力加大。
- 客户集中的风险。公司的上下游客户相对集中，且主要服务的有色金属、煤炭行业受宏观经济波动影响较大，在当前宏观经济下行压力下，公司面临的客户集中风险将上升。
- 汇率波动的风险。公司持有的部分外币借款和外币往来欠款、外币资产未采用衍生金融工具规避汇率风险，近年来人民币汇率波动加剧，公司面临一定的汇率风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

深圳市飞马国际供应链股份有限公司（以下简称“飞马国际”或“公司”，股票代码 002210）前身为深圳市飞马运输有限公司，成立于 1998 年 7 月 9 日，注册资本 2,000 万元，由深圳国际信托投资公司和广州溢通工贸有限公司共同出资设立，持股比例分别为 60% 和 40%。2001 年 8 月 17 日，深圳国际信托投资公司将其持有的公司 50% 股权转让于深圳市飞马投资有限公司（原名广州市飞马运输有限公司，以下简称“飞马投资”）、10% 股权转让于深圳市黄田实业发展有限公司（以下简称“黄田实业公司”），广州溢通工贸有限公司将其持有的公司 40% 股权转让于飞马投资，股权转让完成后，飞马投资持有公司股权比例为 90%，黄田实业公司持有公司股权比例为 10%。

2003 年 1 月 16 日，公司更名为深圳市飞马国际物流有限公司。2006 年 12 月 18 日，公司股东会决议通过，将公司改制为股份有限公司，以经审计后的截至 2006 年 11 月 30 日止的净资产 96,570,098.72 元按 1:0.9941 比例折为 9,600 万股，每股面值 1 元，注册资本变更为 9,600 万元，其中：飞马投资持有 8,640 万股，占股本总额 90%；赵自军持有 672 万股，占股本总额 7%；黄汕敏持有 288 万股，占股本总额 3%。同时，公司更名为现名。后经多次股本变动，其中 2014 年实施非公开发行股票计划，2015 年 7 月完成此次增发后，总股本规模增至 74,790.97 万元。截至 2015 年 12 月末，公司总股本为 74,790.97 万元，其中控股股东飞马投资持股比例为 50.06%，自然人黄壮勉持股比例为 18.80%。自然人黄壮勉系飞马投资实际控制人，因此其亦为公司的实际控制人。

公司致力于提供现代物流服务的供应链管理，主要业务包括供应链管理服务以及物流园经营服务，其中供应链管理服务作为公司的核心业务，又分为贸易执行服务和综合物流服务业务，2014 年两者收入占营业总收入的比重分别为 99.26% 和 0.68%。

公司贸易执行服务是指在国内、国际贸易中，

公司预先匹配上下游客户需求之后，同时与上下游客户签订“背靠背”式合同，即以相同的标的分别与供应商、客户签订购销合同，然后通过物流、营运网络将货物配送至下游客户，或交易各方约定在指定公共监管仓进行仓单交割的供应链服务。在该业务开展过程中，公司通过同时锁定客户和供应商的形式来规避货物跌价风险，在贸易执行服务中仅充当了“贸易执行者”的角色。公司综合物流服务主要包括国际物流服务、仓储配送服务以及进出口通关服务等。公司的贸易执行服务与综合物流服务的主要差别在于前者的控货环节；在财务表现上，前者营收包含标的货物的价值，而后的营收则不包含标的货物的价值。一般地，客商向公司开具增值税票，公司拥有标的货物所有权的业务，会计核算上归类为贸易执行业务；而公司仅向客户收取服务费，营收不含标的货物价值的业务归类为综合物流业务。目前，公司贸易执行服务主要服务行业包括矿产资源类（煤炭、电解铜和电解铝等）以及塑化、IT/电子等。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 170.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 8.08 亿元，总负债 162.48 亿元，资产负债率为 95.26%；2014 年公司共实现营业总收入 321.19 亿元，净利润 1.48 亿元，经营活动净现金流为 3.13 亿元。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产总额 202.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 24.07 亿元，总负债 178.24 亿元，资产负债率为 88.10%；2015 年 1~9 月公司共实现营业总收入 314.81 亿元，净利润 1.34 亿元，经营活动净现金流为 36.74 亿元。

本次债券概况

表 1: 本次债券概况

债券概况	
债券名称	深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券
发行总额	不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）
债券期限	期限为 3 年
票面金额和发行价格	本次债券票面金额为 100 元，按面值发行
债券利率	本次发行的公司债券为固定利率债券，本次公司债券票面利率由公司和主承销商协商确定，且不超过国务院限定的利率水平。
偿还方式	利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	补充公司流动资金
担保方式	本次债券由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

供应链管理服务概况

在经济全球化的背景下，通过专业化分工、服务外包的手段提高核心竞争力、提升对市场的响应速度、降低非核心业务的运行成本成为企业竞争的主要热点，也是推动供应链管理服务持续快速发展的原动力。随着我国经济的发展，传统产业产销衔接不畅、流通成本高、效率低等问题日益成为制约企业发展的重要瓶颈。目前，我国物流业已步入转型升级的新阶段，但是物流业发展总体水平还不高，发展方式比较粗放，物流成本高、效率低。近年来，现代物流及供应链管理服务在我国发展迅速，2010 年我国物流业市场规模已跃居全球第二位，仅落后于美国。但总体来看，我国物流效率仍然很低，尽管国家有多项支持政策相继发布，但社会物流总费用仍然继续上升，经济运行中的物流成本依然较高。2014 年我国社会物流总费用 10.6 万亿元，同比增长 6.9%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 16.6%，这一比率高于美国、日本和德国 9.5 个百分点左右，高于全球平均水平约 6.5 个百分点。2015 年 1~11 月，我国社会物流总费用规模为 9.3 万亿元，同比增长 4.0%，尽管增速有所放缓，但规模仍巨大，反映出中国物流成本偏高的问题依然明显，因而现代物流及供应链管理服务市场潜力巨

大。

随着全球经济的缓慢复苏，国际分工的进一步细化和加强，全球经济一体化的日益深化，世界经济交易总规模将持续扩大。同时，中国经济的持续快速平稳发展，推动着国内经济交易总规模的不断扩大。因此，经济持续增长推动供应链管理服务行业交易总量持续增长。同时，市场竞争的加剧导致越来越多的企业选择强调突出核心业务而将非核心业务外包；管理理念更新促使越来越多的企业接受了通过供应链功能外包提高整体运行效率的作用。产业升级、竞争加剧、管理理念更新导致供应链服务管理外包的比例不断攀升，越来越多的行业、企业提出了供应链管理服务的需求。

行业未来的发展趋势

A、供应链平台化系未来行业发展的必然趋势。服务平台的本质是以市场需求为核心。从供应链业态发展来看，所有的供应链管理企业都将是一个服务平台型企业，我国供应链向服务平台化发展已经是必然趋势。

B、供应链管理服务行业专业化、个性化。市场细分带来行业客户多样化、差异化的需求，与之对应的行业供应链管理需求也存在较大差别，如快速消费品、电子信息行业偏重精细物流及采购，大宗商品行业偏重风险管理。差异化的需求决定了供应链管理企业需根据行业需求特性提供专业化、个性化的供应链管理服务方式。

C、增值服务供应链管理是未来行业发展的主流趋势。从国内外供应链行业发展模式来看，传统的提供仓储和运输服务的供应链企业的盈利能力逐步减弱，供应链服务企业需要通过不断提供增值服务来获取利润空间。增值服务供应链，是以客户需求为中心，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。

D、大数据成为新的行业价值点。随着云计算、移动互联网和物联网等新一代信息技术的发展，海量数据正快速生成。种类广泛、数量庞大、更新速度不断加快的大数据蕴含着前所未有的商业价值。

对于供应链企业来说，订单、库存、物流等动态信息与成本、时效、KPI 数据相关，这些动态数据背后蕴藏着商品的流通动态，通过动态可以实现海量的数据分析。未来的供应链是数据驱动的供应链，大数据将成为供应链行业价值创新点。

E、供应链金融的发展将扩大行业发展空间。因受制于资产规模、管理规范、信息披露等因素，融资问题向来是制约中小企业发展的主要因素。供应链金融的出现，可以有效地支持大批依附于核心企业的上下游中小企业的发展，因而供应链金融也被认为是未来解决中小企业融资难的一个可行路径。供应链金融作为一种新兴的业务模式，是供应链企业提供增值服务、增加利润的新途径，通过对商流、物流、资金流、信息流的整合，优秀的供应链企业在金融服务方面发展空间很大，未来的资金需求量亦很大。

我国内外贸行业发展情况

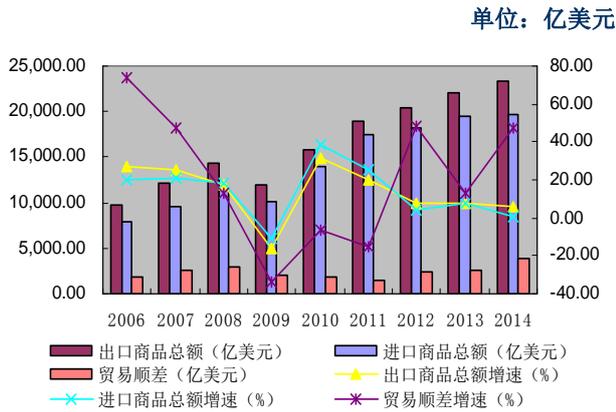
外贸行业概况

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010 年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011 年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012 年欧洲主权债务危机深化、国际市场需求下滑，我国 GDP 同比增长 7.8%，是进入 1999 年以来增速的最低值；2012 年，我国进出口总额 3.87 万亿美元，较上年同期增长 6.2%。2013 年，我国对外贸易景气度有适度回升，当年进出口总额 4.16 万亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.6%，增速较上年同期上升 1.4 个百分点。2014 年我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，其中出口总额 2.34 万亿美元，同比增长 6.1%；进口总额 1.96 万亿美元，同

比增长 0.4%。2015 年我国外贸发展面临的形势比 2014 年更为复杂严峻，下行压力加大。据海关统计，1~10 月，我国进出口 3.23 万亿美元，同比下降 8.5%，其中出口 1.86 万亿美元，同比下降 2.5%；进口 1.37 万亿美元，同比下降 15.7%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口，贸易顺差逐步走高。2011 年我国继续完善进口促进政策，进一步简化进口管理措施，促进贸易平衡。2011 年，我国实现对外贸易顺差 0.16 万亿美元，这是我国在 2008 年达到贸易顺差顶峰之后的连续第三年下降，贸易平衡状况得到进一步改善。2012 年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差 0.23 万亿美元，同比大幅增长 48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012 年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了 0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013 年，我国实现贸易顺差 0.26 万亿美元，同比增长 12.55%；2013 年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构更趋合理。2014 年我国实现贸易顺差 0.38 万亿美元，同比增长 47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面 2014 年美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015 年受大宗商品价格下跌、国内需求走弱等因素影响，进口仍在低位运行，1~10 月我国实行贸易顺差 0.49 万亿美元。

图 1：2006~2014 年我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从当前全球贸易环境来看，整体市场处于较为低迷的状态，国际大宗商品价格波动下行、各国贸易保护主义倾向日益加深，国际市场环境趋于复杂。近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，当前世界经济保持复苏，外部需求有所改善。同时国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近年来我国经济规模保持不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；

社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。

图 2：2006~2014 年全国社会消费品零售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出将着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体来看，2014 年以来，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国庞大内需的释放；同时十八大以来，以调结构为重点的新型城镇化路线的提出，有利于促进城乡一体化发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

煤炭供需情况

供给方面，煤炭行业固定资产投资额从 2002 年的 111.91 亿元快速上升到 2011 年的 4,907.30 亿元，年复合增长率为 52.21%。在此带动下，全国原煤产量从 2002 年的 18.80 亿吨上升到 2011 年的 35.20 亿吨，年复合增长率为 10.96%。但自 2011 年四季度以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业经营压力加大，生产积极性有所下降，且在国家严格治

理违法违规煤矿生产建设和限制劣质煤生产与消费等的措施下，煤炭产量盲目增长的势头也得到一定遏制，2012年以来原煤产量增速持续下滑。同时，在国家限制过剩产能、节能减排等政策影响，以及煤价下行压力的背景下，国内煤炭行业运行低迷。根据国家统计局数据，2014年全国原煤产量为38.7亿吨，较上年同期下降2.5%，系1998年以来首次出现负增长。2015年1~9月全国原煤产量为27.19亿吨，同比下降4.62%。但煤炭市场供大于求的态势还难以根本性改变，企业经营的压力依然较大，行业运行形势依然严峻。

图 3：2002~2014 年全国原煤产量情况



数据来源：中国煤炭资源网，中诚信证评整理

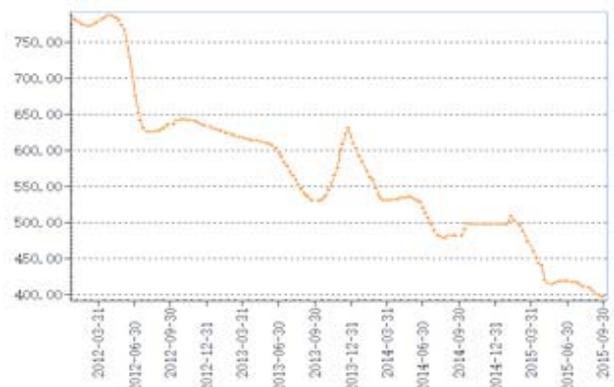
另外，进口煤炭也是供给的重要补充。从中国海关总署的数据来看，2012年全国煤及褐煤进口量为2.88亿吨，同比增长29.80%；2013年煤及褐煤进口量为3.27亿吨，同比增长13.40%。煤炭进口量的不断攀升对国内煤炭市场造成了一定冲击，加速了沿海煤炭价格的下跌。2014年以来，在煤炭需求增速放缓以及国家限制进口煤的政策下，煤炭进口的增长势头得到遏制。2014年全国煤炭进口量为2.91亿吨，同比下降10.90%；2015年1~9月全国累计进口煤炭1.56亿吨，同比下降29.83%。

从煤炭价格走势来看，动力煤方面，2011年四季度开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，用电量增速下滑，动力煤价格开始进入震荡下降通道。2013年以来动力煤价格总体维持下滑态势，尽管受到火电发电增速回升和年底电煤合同谈判中煤炭大型集团提价等因素的影响，四季度动力煤价格经历一轮回升行情，但因缺乏下游需求的有效支撑，2014年一季度末的价格跌回上年三季度

末水平，从指数的价格走势上看，全年煤炭价格不断刷新历史新低，截至2014年12月24日，环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，与年初610元/吨下跌85元/吨。2015年煤炭行业依旧产能过剩，国内煤炭市场仍将处于供大于求的局面，神华、中煤、同煤等大煤企降价促销，截至9月末，环渤海动力煤综合平均价已下跌至396元/吨。在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。

图 4：环渤海动力煤综合平均价走势情况

单位：元/吨



数据来源：聚源数据，中诚信证评整理

总体来看，受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放等因素影响，煤炭价格大幅下降，预计未来煤炭市场整体仍将维持供大于求的态势，煤炭价格或将持续低迷。

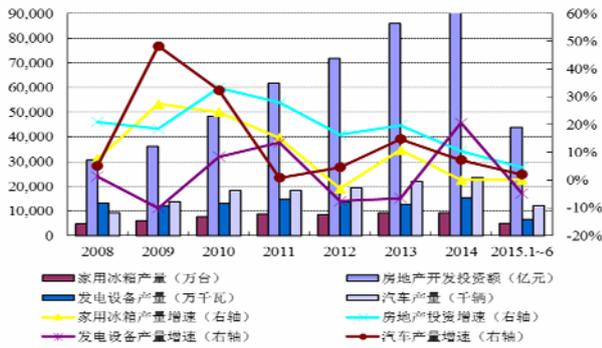
电解铜供需情况

近年我国铜精矿和精铜产量保持增长态势，但同期消费增幅有所下滑

铜作为重要的基础工业原材料之一，其消费量在有色金属材料中仅次于铝。从主要消费地区来看，美国、日本及西欧作为传统三大铜消费地区，近几年消费维持在较稳定的水平，其消费量占全球铜消费量的比例呈递减趋势。近两年亚洲国家的铜消费量成为世界铜消费的主要增长点，中国已成为全球最大的铜消费国。近二十年来，随着国民经济快速增长，中国对铜的消费持续增加。2004年至今，我国铜消费量始终处于全球第一位，且消费量逐年增加。其中，电力行业对铜的需求占比最大，其余依次是空调制冷、交通运输和建筑业，这几个行业的铜消费量约占国内铜消费总量的80%。近年来，

电力行业的快速发展是拉动我国铜需求增长的主要动力。

图 5：2008~2015 年上半年我国铜行业下游增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

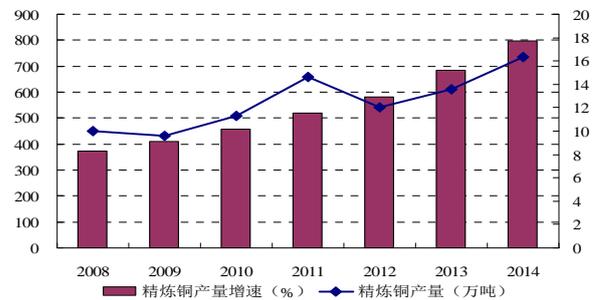
根据美国地质调查局公布的“MineralCommoditySummaries2015”中的数据统计，全球铜矿产资源储量约为 70,000 万吨（金属吨），主要分布在智利、秘鲁、澳大利亚、墨西哥等国家。中国的铜矿产资源储量位居全球第六位，储量约为 3,000 万吨（金属吨），占全球储量的 4.29%。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求。近几年我国铜冶炼产能不断扩大，而铜精矿产量增长缓慢，我国铜资源自给水平较低。据安泰科统计，2014 年，我国铜精矿产量约为 162 万吨，同比增长 5.2%，受铜冶炼产能扩张拉动，我国铜精矿产量逐年增长；全年铜精矿进口量为 307 万吨，保持较大规模；2015 年上半年我国铜精矿产量约 77 万吨，铜精矿进口量 160 万吨。

需求方面，近年主要用铜行业不同幅度的增速减缓使我国铜消费需求虽保持增长，但增速下降。2014 年以来，精铜消费增速依然不高，冷柜、变压器、通信及电子网络用电缆产量同比均出现下滑，电力行业用铜产品增速提高，据安泰科统计，2014 年我国精铜消费量约为 872 万吨。2015 年以来包括发电设备、冰箱及通信、电缆等在内的主要用铜产品产量同比都有所下滑，导致 2015 年上半年我国精铜消费量为 435 万吨，大大弱于预期。

供应方面，近年来冶炼和精炼产能的扩张推动我国铜产量保持快速增长。2013 年，随着铜陵有色“双闪”项目等冶炼产能的投产，我国全年新增铜粗

炼产能 72 万吨/年，新增铜精炼产能 108 万吨/年，截至 2013 年底我国铜粗炼和精炼总产能分别达到 489 万吨/年和 896 万吨/年。此外，东营方圆、金川集团和中条山等多个铜冶炼项目于 2014 年投产，我国铜冶炼产能进一步扩大。冶炼和精炼产能的扩张大力推动了国内精铜产量的增长，中国有色金属工业协会数据显示，2013 年我国精炼铜产量进一步增长，全年生产精炼铜 684 万吨。2014 年以来，随着部分在建项目的建成投产，国内精铜供应充足，2014 年，我国精炼铜产量为 795.86 万吨，保持较快增长。2015 年，根据安泰科预计，我国精炼铜产能将进一步增长，预计年末总产能将达到 1,086 万吨/年。精炼产能的不断扩张带动精铜产量持续增长，但上半年金川、铜陵、云锡等大型冶炼厂相继检修，同时以废杂铜为原料的冶炼厂暂停或停产，对精铜产量构成一定负面影响。根据国家统计局的数据，2015 年 1~10 月，我国精铜产量为 645.6 万吨，同比增长 6.77%。

图 6：2008~2014 年我国精炼铜产量及增长情况



资料来源：中国有色金属工业协会，中诚信证评整理

中国经济的增长带动我国精铜需求逐年增长，我国精铜产能的持续扩张不能满足市场需求，进口精铜成为重要补充，近年来我国精铜进口量均保持较大规模；但精铜进口量的变化除了受国内需求影响以外，近年来越来越受到融资贸易的影响。2013 年，一方面此前市场累计过剩量较大，另一方面部分银行加大对融资铜的控制力度，全年精炼铜进口量为 317.30 万吨，较 2012 年有所下滑。2014 年青岛港重复质押融资事项一定程度上影响了精铜进口量，但全年我国精铜净进口量约 332 万吨，国内精铜供给仍无法有效满足需求。2015 年，我国精铜进口量出现回落，融资贸易也大幅下降，1~10 月精铜进口量为 289.6 万吨，同比减少 2.0%。

总体来看，近年来随着铜冶炼产能的扩张，国内精炼铜产量保持快速增长态势，但受制于铜精矿资源短缺，国内精铜生产依赖于进口原材料。

2015 年以来铜下游消费疲软，同时供应压力依旧较大，铜价延续下行趋势

铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2014 年以来，随着前两年投产的大型矿山产能逐步释放，供应压力加大，铜价持续承压；同时原油暴跌以及美元不断走强，使得铜价持续下滑，全年 LME3 月期铜平均价格为 6,825 美元/吨，同比下跌 7.14%；SHFE3 月期铜平均价格为 48,838 元/吨，同比下跌 8.76%。2015 年 1~11 月，LME3 月期铜平均价格为 5,572 美元/吨，同比下跌 18.85%，延续下行态势。

图 7：2008~2015.11 月 LME3 月期铜价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

长期看，以中国为代表的新兴经济体对金属的大量需求还将持续。但全球经济发展仍有较大不确定性，短期内铜需求回落，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。矿山资源较多、产业链完善且运营效率高的大型有色金属企业拥有更强的抗风险能力。

近年来全球铜精矿供应持续增长，铜加工费呈现逐步回升态势

目前我国铜精矿产量、精铜产能、铜加工产能三者的比例关系约为 1:3.6:8.2，铜产业存在结构不合理的问题，而资源自给率不足使得铜冶炼和铜加工企业在铜加工费价格谈判中处在相对劣势，在一定程度上压缩了铜冶炼行业和铜加工行业的利润空间。由于国际铜精矿供给长期紧张，铜精矿加工费 (TC/RC) 自 2005 年上半年达到高点后逐渐回落。2013 年 TC/RC 为 70 美元/吨、7 美分/磅，但 2013 年由

于全球铜精矿产量增速进一步增加，铜精矿市场由连续数年供应短缺转向供应过剩，2013 年底中国第一大铜冶炼企业江西铜业与必和必拓达成协议，2014 年上半年铜加工费较 2013 年提高 41%，铜精矿粗炼费 (TC) 为 99 美元/吨，精炼费 (RC) 为 9.9 美分/磅。2014 年全年，我国铜冶炼加工费 (TC/RC) 为 92 美元/吨和 9.2 美分/磅左右。2014 年以来，铜精矿产量增速高于精铜需求增速，全球铜矿供给进一步增长，推动铜冶炼加工费 (TC/RC) 提升。2014 年底，江西铜业与自由港等大型铜矿供应商签订 2015 年铜冶炼加工费 (TC/RC) 增至 107 美元/吨和 10.7 美分/磅左右。TC/RC 价格的上调，有助于提升我国铜冶炼企业整体经营业绩。

竞争实力

较优质的客户群以及较快的业务增速

公司的供应链管理服务在长期的业务发展过程中积累了大量的客户和供应商，发展了包括世界 500 强在内的众多客户，包括必和必拓 (BHP Billiton)、皮博迪能源 (Peabody)、莱宝集团 (Noble Group)、嘉能可 (Glencore)、天津物产集团、上海物资集团、中国大唐集团公司、中国电力集团投资公司、中国中煤能源集团公司、神华集团、大同煤矿集团公司、山西焦煤集团、淮南矿业集团等。同时，鉴于中小企业无法达到能源资源行业上游供应商对客户的资质要求，公司亦发展了一批中小企业客户。随着对客户上下游供应链整合的深入，公司对客户的价值逐步显现，同时，通过积极加强与上游大型供应商的业务合作，公司在有色金属等行业拥有了较为坚实的客户基础，保障了业务的持续发展。2012~2014 年公司分别实现营业收入 146.53 亿元、298.50 亿元和 321.19 亿元，年复合增长率为 48.50%，其中有色金属行业贸易执行服务业务收入分别为 100.76 亿元、269.89 亿元和 306.14 亿元，年复合增长率达 74.31%，公司规模优势逐步显现。

较高的风险控制水平

公司较为注重业务的风险把控，已专门建立了一套包括风控标准和风险等级划分在内的风控体系，并通过签订远期外汇协议等手段对外汇风险进

行了对冲，保障了业务的稳定开展。

具体来看，在贸易执行服务业务开展过程中，公司通过与上下游客户签订“背靠背”式服务协议，仅收取服务费，不赚取货物购销价差，公司可以规避价格波动风险，日常经营风险主要集中于客户的违约风险。为控制上述风险，公司主要从以下方面采取相应措施：一、充分的客户信用调查，在客户导入前，由风险控制中心通过多种手段对客户进行调查，评估客户业务风险、资信状况、还款能力等；二、有效的流程控制，通过设定客户信用额度、账期等权限，逐层逐级严格审批，控制客户信用风险；三、控制货权，通过“形式买断”¹的方式，直接取得标的权属；四、收取保证金，通过收取下游价款10%~30%的保证金，控制下游履约风险；五、对信用级别不够的客户不赋予账期，付款提货。此外，公司会与主要客户（包括上下游）签署年度框架合同，具体到每单业务再签订业务合同，以控制业务风险。

总体看，凭借稳固且优质的客户关系及较高的风险控制水平，公司业务得到快速发展，规模优势逐步显现。

业务运营

公司致力于提供现代物流服务的供应链管理，专注于打造集商流、物流、资金流、信息流为一体的供应链管理服务平台，为客户提供非核心业务的供应链外包服务。目前，公司主要业务包括供应链管理服务以及物流园经营服务，其中供应链管理服务又分为贸易执行服务和综合物流服务；物流园经营服务主要是公司经营位于东莞的黄江塑胶物流园，为园区内商家提供商铺租赁、仓库租赁及管理等服务。

得益于近年大力发展有色金属贸易执行服务业务，公司收入规模呈现较快增长态势，2012~2014年分别实现营业收入146.53亿元、298.50亿元和

321.19亿元，年复合增长率为48.50%。从收入结构来看，贸易执行服务业务系公司的主要收入来源，2012~2014年该板块业务收入占营业收入的比重分别为98.07%、99.17%和99.26%，公司主业突出且较为稳定。

从服务的行业分类情况来看，公司贸易执行服务主要服务行业为矿产资源类（有色金属和煤炭）以及塑化、IT/电子等。细分来看，2012~2014年公司的业务收入大部分来源于电解铜、电解铝、镍、锌等有色金属行业，交易商品以电解铜和电解铝为主，且近年电解铜业务量持续增长。同期，受煤炭行业需求低迷影响，公司煤炭行业贸易执行业务收入占比持续下滑；其他行业主要包括塑化、IT、电子及快速消费品等行业，收入占比相对较小，2012~2014年占比分别为2.43%、1.60%和1.60%。公司运营偏向于轻资产模式，一般地，供应链服务的物流部分外包至第三方，公司主要提供执行方案及管理，目前仅组建了一支自营车队，规模约100辆LNG重卡，主要执行煤炭行业物流运输服务。从盈利方面来看，公司核心主业-贸易执行服务业务，不赚取货物价差，仅收取一定比例的服务费。公司该业务下的服务费是包含信息匹配、资金配套结算等供应链管理服务的综合体现。公司在综合考虑服务成本、客户信誉、支付方式、汇率变动、税收、资金利率等因素后，以购入货物价值为基础，参照相关行业交易费率一般水平，按所提供服务的业务额或业务量的一定比例收取服务费。

由于矿产资源类商品为大宗商品，单位产品价值较高，公司的贸易商品及业务特性使其主要贸易执行服务业务——矿产资产类供应链业务的毛利率较低，加之受经济环境及市场的影响，服务费率的调整及相关费用、成本的上升，公司贸易执行服务业务的毛利率不断下滑。与此同时，随着该部分业务收入在公司总体收入中所占比重的上升，公司的综合毛利率水平持续下降，2012~2014年公司综合毛利率分别为1.91%、0.66%和0.51%。

¹ 所谓“形式买断”，是指公司在收取下游客户一定保证金的基础上，代下游客户付款向上游供应商购进货物，供应商向公司开具增值税发票，公司形式上取得标的货物所有权的业务风险控制方式。在相关业务执行过程中，公司不承担标的货物的跌价风险，也不享有标的货物涨价收益，公司仅充当“贸易执行者”角色，非实际的贸易参与方。

表 2：2012~2015.Q3 公司营业收入分板块情况

单位：%

业务类型	2012		2013		2014		2015.Q3	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
贸易执行服务	98.07	1.59	99.17	0.47	99.26	0.38	99.42	0.44
其中：有色金属行业	68.77	0.72	90.41	0.12	95.31	0.32	95.08	0.39
煤炭行业	26.88	3.55	7.15	4.63	2.35	1.56	3.50	1.26
其他行业	2.43	4.22	1.60	1.49	1.60	1.91	0.84	2.70
综合物流服务	1.77	13.56	0.76	18.28	0.68	14.46	0.54	9.04
物流园经营服务	0.16	67.93	0.08	72.08	0.06	66.79	0.04	56.85
综合毛利率	-	1.91	-	0.66	-	0.51	-	0.51

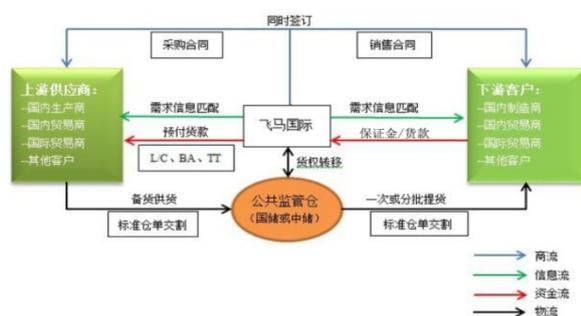
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

贸易执行服务

有色金属行业贸易执行业务

公司有色金属行业贸易执行业务主要满足下游客户原料采购及渠道稳定需求，利用公司在国外有关金属交易所、服务平台及国内拥有的资源、信息优势，集合国内厂商需求，点价交易或指数定价，并在相关监管仓进行现场交货，如客户有相关物流及运输需求，公司将交由第三方承运。公司有色金属主要涉及的商品品种为电解铜、电解铝、镍、锌等，2012~2014 年以及 2015 年 1~9 月销售量分别为 19.85 万吨、61.23 万吨、54.97 万吨和 70.19 万吨，业务收入分别为 100.76 亿元、269.89 亿元、306.14 亿元和 299.32 亿元。公司有色金属板块业务的交易商品种类较多，且单位价值差距较大，业务结构的变动对其收入规模产生较大影响。尽管 2014 年公司销售量出现下滑，但在电解铜、镍等高单位价值商品销售量增长带动下，整体收入水平保持了增长态势。同时，公司“以销定采”和“背靠背”定价的业务模式使其购销衔接顺畅，且不承担价格波动风险。

图 8：公司有色金属行业贸易执行服务流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014 年公司有色金属供应链服务业务区域集中于国内华东地区，海外业务主要为公司利用自身资源渠道开展的转口业务，2014 年外销业务实现收入 93.03 亿元，主要业务区域集中于新加坡、香港和东南亚。公司有色金属供应链服务的下游客户主要为有色金属深加工企业或其代理商等，2014 年前五大客户销售量占比为 25.54%。公司近年来跟主要合作客户的业务关系较为稳定，但当前经济下行压力大，有色金属行业景气度下降，公司相对较高的单一客户集中度将增大其经营风险。在客户提货方面，公司采用当日交割提货和批量采购分批提货两种模式运作。其中在批量采购分批提货模式下，客户根据自身业务情况及对有色金属价格走势的判断，集中向公司订购数月用量的有色金属，而后依据其实际生产安排分批提货。结算方面，公司基本向客户预收 10%~30% 的保证金，交付尾款后提货；主要结算方式为银行转账、银行承兑汇票以及信用证等，结算货币为人民币和美元。

公司上游客户主要有莱宝集团 (Noble Group)、Gunvor,Raffle,MRI、天津物产集团等国内外大型供应商，2014 年国内采购和国外进口金额占比分别为 56% 和 44%。同时，2014 年公司有色金属向前五大供应商采购占比为 58.58%，供应商渠道较为稳定，但较高的供应商集中度不利于公司分散集中采购风险。结算方面，公司采购需全额预付，采用电汇、90~180 天信用证及银行承兑汇票结算，并随着与银行合作关系的加强，逐步增大后两者的使用量，结算货币为美元及人民币。针对外币收付货款结算，公司通过签订外汇远期合约控制汇率波动风险。

表 3：2014 年公司有色金属行业贸易执行业务

前五大供应商和客户

单位：亿元

上游供应商		采购金额
供应商 1		88.55
供应商 2		39.31
供应商 3		24.88
供应商 4		16.53
供应商 5		10.06
合计		179.34
下游客户		销售金额
客户 1		48.83
客户 2		7.98
客户 3		7.49
客户 4		7.39
客户 5		6.26
合计		77.95

注：根据客户要求，此处隐去客户及供应商名称

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司有色金属行业贸易执行业务基本不提供赊款提货账期，执行付款提货政策，仅给予少量客户较短的信用期。但由于供应商收到公司预付款后，开始按照合同要求备货，如果批量采购需求量较大，供应商一般需要 30~45 天的备货期，加之批量采购分批提货模式的运作，公司该业务的资金周转周期一般需 1~2 月。

煤炭行业贸易执行业务

2012~2014 年公司煤炭供应链服务量及营收规模呈下降趋势，分别实现销售量 540.78 万吨、384.95 万吨和 165.00 万吨，业务收入分别为 39.38 亿元、21.34 亿元和 7.54 亿元。近年来煤炭价格仍处于下行通道，行业需求持续下滑，煤炭行业整体不景气。为控制业务风险，公司于 2014 年采取更加谨慎严格的客户开拓及信用政策，当年客商拓展情况欠佳。同时，公司不再为客户匹配购销需求，服务的上下游客户本身已有紧密的业务合作关系，公司仅为其提供配套资金结算服务，导致当年收入规模大幅下滑。

图 9：公司煤炭行业贸易执行服务流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司煤炭按运输方式可分为铁路煤、公路煤和船运煤，其中铁路煤主要以秦皇岛为核心，公司在秦皇岛港口租赁大唐电力集团的部分垛位，在优先满足大唐电力及下属公司的用煤需求的情况下，根据市场行情为其他上下游客商销煤、供煤；船运煤主要为印尼煤、新加坡煤，客商以华南沿海发电厂、钢铁厂为主；公路煤则主要在中南部地区，“地产地销”，主要由公司自营车队进行运输配送。

公司煤炭行业贸易执行业务下游客户主要为我国南方各大电厂、钢铁企业及其代理商，由于近年煤炭价格持续下行，为有效降低业务风险、提升业务效益，公司对相关客户进行了梳理，更多向优质大型客户倾斜，导致煤炭行业贸易执行业务客户集中度走高，2014 年前五大客户业务占比达 60.21%，业务集中度风险上升。结算方面，公司一般预收 10%~30% 的保证金，并根据客户的信用质量、资本实力等给予不同客户差异化的账期，一般给予客户 1~3 个月的账期，针对新客户则全额预收货款，仅给予国企、央企电厂约 6 个月的账期，主要通过银行承兑汇票和国内信用证结算。

公司煤炭供应商主要为大型贸易商，2014 年国内外采购量占比分别为 87% 和 13%。2014 年公司向前五大供应商采购占比达 65.09%，采购集中度较高。结算方面，公司基本需全额预付货款，主要通过电汇、国内信用证和银行承兑汇票结算。整体来看，公司煤炭行业贸易执行业务的资金周转周期控制在 4~6 个月。

表 4: 2014 年公司煤炭行业贸易执行业务五大供应商和客户

单位: 亿元

上游供应商	采购金额
供应商 A	1.11
供应商 B	1.01
供应商 C	0.99
供应商 D	0.94
供应商 E	0.77
合计	4.83
下游客户	销售金额
客户 A	1.08
客户 B	1.00
客户 C	0.87
客户 D	0.83
客户 E	0.76
合计	4.54

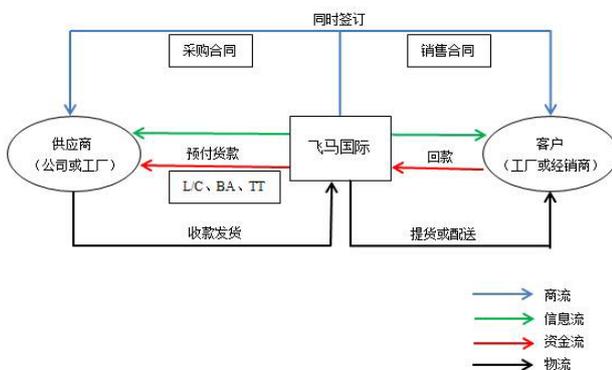
注: 根据客户要求, 此处隐去客户及供应商名称

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

其他行业贸易执行业务

公司其他行业贸易执行业务服务行业较多, 包括 IT、通讯、快消品以及塑化等行业, 2012~2014 年分别实现业务收入 3.56 亿元、4.79 亿元和 5.13 亿元。公司主要合作客户包括联想电脑、海尔电器、飞利浦、玺乐集团等国内外知名客户或其区域总代理等, 物流配送方面主要外包至第三方。结算方面, 公司采购需全额预付货款, 一般要求下游客户现款提货, 购销主要采用国内信用证及银行承兑汇票结算。

图 10: 公司 IT、电子等其他行业贸易执行服务流程



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

综合物流服务

公司综合物流服务主要是国际物流服务、仓储配送服务以及进出口通关服务等, 客户包括中石油、中石化、联想电脑、海尔电器、飞利浦、费列

罗等。公司“轻资产”偏向的运营模式使其在物流中心、仓储中心以及物流运输车辆方面的资产配置较少, 目前主要的物流、仓储配送均由第三方承担, 其综合物流服务主要提供执行方案及管理服务等, 并收取相应的服务费。

公司国际物流服务主要是国际设备采购的物流外包服务, 主要客户为中石油。公司通过与国外船务公司合作, 设计专业的物流总包方案, 开发出更加高效的国际物流服务流程, 包括货物在国外生产厂家的制造监督、货物从生产厂家到装运港和装运过程监控、运输商选择、保险办理、海运过程监控、进口通关、仓储管理、国内物流供应商选择及物流监控等。

仓储配送服务是公司综合物流的基础业务, 公司根据客户需求提供运输安排、仓储管理货物配送等服务。

进出口通关服务, 主要是公司为进出口客户提供通关物流服务。公司具有丰富的进出口通关物流服务的经验与能力, 依托自身近年积累的客户资源, 以及取得的海关、商检等管理部门的资质认证 (如取得海关总署“AA 类管理资质企业”资质, 公司进出口业务可以通过绿色通道办理, 可在全国各主要口岸、特殊监管区为客户提供进出口通关物流服务, 极大提高服务时效), 公司在综合物流服务方面具备一定优势。2012~2014 年公司分别实现综合物流服务收入 2.59 亿元、2.26 亿元和 2.20 亿元。

物流园经营服务

公司物流园经营服务的经营主体为下属控股子公司东莞市飞马物流有限公司 (以下简称“飞马物流”), 截至 2015 年末公司直接持有飞马物流 96.00% 的股权。飞马物流主要从事位于深圳东莞的黄江塑胶物流园的开发经营及现代物流服务。同时, 公司运营偏向“轻资产”模式, 未来无新物流园开发及现物流园区扩容计划。随着黄江塑胶物流园的开发建设完成, 目前公司主要为园区商家提供商铺租赁、仓库租赁及管理服务。黄江塑胶物流园总建筑面积近 10 万平方米, 园区仓库整体为钢结构, 仓库内配有叉车、固定钢架、防火设备和计算机信息系统; 拥有土建结构商铺 652 间, 土建结构商铺

(合计三层)一层和二层用于储存及展示商品、三层用于办公。

公司的仓储服务主要为塑胶贸易商户提供塑胶原料存储的服务,包括商铺出租、仓库出租和仓库管理服务,同时为商户提供塑胶行业信息咨询、商务增值(如翻译、记账、打印等)、物业管理等配套增值管理服务。2014年公司陆续拆除园区内全部轻钢结构商铺(涉及面积约48,000平方米),导致园区可用于出租物业的面积下降至88,020平方米。2014年公司物流园区的年平均出租率为85.00%,承租企业包括江名化工、健宝化工、大方广化工等300余家。

2012~2014年公司物流园经营服务分别实现收入0.24亿元、0.23亿元和0.18亿元。2014年由于园区轻钢结构商铺的使用年限已到,基于安全原因考虑,公司将其拆除,并导致当年收入规模有所下降,但整体来看,公司物流园的经营状况较为稳定。

发展规划

公司将继续秉承“诚信为本、技术引领、精益求精”为经营理念,以“技术承载服务—服务链接世界”为经营标准,通过进一步强化技术营运能力、创新供应链金融服务产品、收购合作等经营手段,着力打造一体化的供应链管理平台,实现商流、物流、信息流、资金流的有效整合。公司将继续深耕能源资源供应链,强化IT、电子供应链,拓展建材供应链。

具体包括:(1)通过强化公司整体运营能力和信息化技术手段提升客户体验。(2)在能源资源供应链、IT电子供应链、建材行业供应链等优势细分领域,通过上下游成片开发、收购合作等手段迅速做大业务规模。(3)充分发掘和创新供应链金融服务产品,利用公司在各细分供应链领域积累的行业客户和业务规模,发展供应链金融,提升公司的综合盈利能力。

具体业务发展规划方面:为贯彻落实公司总体发展战略,实现总体发展目标,公司在业务拓展、管理优化、人才发展等方面制定了具体业务发展规划,这些发展计划的实施将有助于增强公司的竞争力,提升公司的行业地位。

(1)业务拓展计划。公司将通过深耕现有供应链业务,积极拓展建材行业等新业务领域,逐步形成“一体两翼”的业务结构,并通过延伸服务链条,为客户提供深度增值服务。A、优化业务结构。公司在深耕能源资源供应链的基础上,大力拓展建材领域供应链,形成新的业务增长点。同时,公司通过与传统电子行业巨头合作,充分挖掘整合行业巨头的业务经验和公司在供应链运作、技术、金融创新等方面资源,改造传统电子行业供应链管理模式,提升传统电子行业供应链管理水平和提升传统电子行业供应链管理效率。B、强化服务深度。公司致力于提升供应链行业的整合能力,充分运用物联网、云计算、大数据等IT技术,并结合金融创新工具,以科技推动商流、物流、信息流的运作创新,以金融推动资金流的高效运转,从而提升供应链的价值增值功能。C、持续业务创新。公司将结合国内外能源资源行业的发展趋势,利用公司在能源资源供应链领域积累的多年业务经验,适时建立能源资源供应链创新中心,充分运用云计算、物联网、大数据等IT技术,结合供应链金融创新工具,为客户提供一体化供应链服务。

(2)深耕能源资源供应链。能源资源行业是公司未来业务发展的主要方向之一,公司将从大、从广、从深拓展供应链管理业务,延伸供应链服务链条,丰富供应链价值增值手段,进一步提高产业链整合能力,建立一体化能源资源供应链模式。A、一体化的煤炭供应链管理。公司将通过对供应链科技的创新,拟将全过程可视系统、RFID、信息技术、云计算、物联网、物流标准化、低碳供应链技术等创新型的供应链管理技术与供应链管理相结合,并应用到煤炭供应链的各个环节。同时,公司将通过对供应链金融的使用和创新,加快煤炭供应链资金流的周转速度,提升商流、物流、信息流的效率,提供包括煤炭采购、加工、物流、仓储、配送等全过程服务,实现煤炭供应链的一体化管理,促进煤炭供应链各个环节的有效整合和衔接,提高煤炭供应链的运作效率。B、一体化的有色金属供应链管理。公司通过对供应链金融的使用和创新,寻求多种供应链融资的模式,加大对有色金属供应链资金流的优化,以资金流的高效运转,带动整个供应链各环节的不断优化,同时,应用供应链技术

提升有色金属行业供应链业务环节，以优质、高效的有色金属供应链管理方案，实现有色金属供应链的有效整合和运作效率。

(3) 强化 IT 电子供应链。公司将通过与 IT、电子行业巨头合作，共同探索行业供应链运作模式，以实现多方共赢，通过供应链服务，结合金融创新工具，提供增值金融服务等手段，实现各方资源的优化配置，提高供应链管理水平，形成可持续竞争优势。同时，公司将深耕现有的国内外知名的 IT 行业客户群体，进一步优化服务质量，维护和拓展现有核心客户的上下游关系客户群，扩大上下游客户贸易执行服务业务量，以优化供应链效率为目标，强化风险控制手段，逐步导入供应链金融服务产品，提升公司在 IT 电子供应链业务规模，增加客户黏性，保持公司在该领域的竞争力。

(4) 加强体系建设。公司将健全完善涵盖信息、财务、营销、营运、金融、人力资源、行政管理的运作体系及信息系统，以保障公司的可持续、稳健、快速增长。公司将结合公司业务布局和多年的供应链业务经验，开展业务流程梳理与优化工作，建立面向客户需求的全面业务流程体系，开发优化公司业务管理系统，将公司现有信息系统升级为企业协同管理平台，实现业务流程的电子化，提升公司信息化管理水平，从而提升客户服务水平。

(5) 加强人才梯队建设计划。供应链管理是人才密集型行业，公司深谙“以人为本”之道，将继续按照精简高效的原则，在对现有人力资源进行积极开发、合理配置的基础上，不断培养和吸纳多层次、高素质的人才，不断调整、充实公司人才储备，改善员工队伍的文化结构、专业结构和技能结构，建立包含内部培养、联合培养、人才引进等多种方式在内的人才发展计划，形成结构合理、综合素质高的人力资源队伍。A、构建任职资格管理体系，明确员工职业发展通道，制定具体人才梯队建设计划，加强内部人才资源开发与培养；同时加大与国内知名院校的合作，共同培养公司发展所需的复合型人才。B、在充分挖掘公司现有人才队伍潜力基础上，大力培养和引进营销、风控、管理等复合型人才，不断优化人才结构。C、进一步优化公司绩效激励机制，根据不同层级、不同类型的人才给予

针对性激励措施，激励员工与企业共同成长。

(6) 对外扩张计划。公司将根据自身发展实际需要，结合供应链行业发展趋势，积极整合内、外部资源，在公司稳健经营的基础上，适时采用收购、参股或联营等方式，整合行业内与公司主营业务相关的、资产质量较好、资源能力互补的企业。公司通过对外扩张，能够延伸公司服务链条，为客户提供更多增值服务，提升公司整体竞争力，进一步巩固公司在供应链领域尤其是大宗商品供应链领域的优势地位，以保持长期稳定的发展。

(7) 适时进行再融资计划。公司业务特点决定了规模的扩大和业务的发展需要大量的资金作为保障，公司将根据自身业务发展规划及业务拓展的需要，在考虑资金成本和资本结构的基础上，适时采用直接融资或间接融资的手段筹集资金，配合公司业务发展的需要。

总体来看，公司结合自身业务特色，调整及巩固业务结构，积极规划未来发展，整体战略定位及落实措施较为明确，未来发展规划有望逐步实现。

公司治理

治理结构

作为上市公司，公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等法律、法规的规定和要求，不断完善公司法人治理结构，建立健全公司内部控制管理制度，提高公司规范运作水平。公司建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。其中，股东大会系公司最高权力机构；董事会是股东大会的常设执行机构，也是公司的决策机构，下设审计委员会、提名委员会、战略和投资管理委员会、薪酬与考核委员会以及风险管理委员会五个专门委员会；监事会主要负有监督职责；经营层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

内部管理

公司实行执行董事领导下的总经理负责制，下设财务中心、总裁办公室、风险控制中心、人力资

源中心、信息管理中心、仓储事业中心、煤炭事业中心和有色金属事业中心等职能部门，各部门独立运行、权责明晰。同时，为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《公司章程》等法律法规和规范性文件的相关要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部控制制度。

业务风险控制方面：由于矿产资源供应链服务行业为资本密集型行业，资金垫付是公司重要竞争力，也是重大风险源，风险控制是公司决定业务开展的首要前提。同时，2011 及 2012 年间公司部分煤炭供应商违约，发生多起诉讼，随着自身供应链服务业务经验的不断丰富，公司加大了风险管理力度，通过一系列措施以控制业务风险。公司制定了付款提货或分批付款分批提货制度，只有对信誉好、实力强的客户才视业务情况给予一定的账期。通过上述措施，公司供应链服务业务近年未发生下游客户违约情况。

财务管理方面：公司制定了《财务管理制度》、《财务负责人管理制度》、《对外投资管理制度》、《会计工作操作流程》、《货币资金管理办法》等规章制度，建立了完善的会计核算体系和财务管理制度。

对外担保管理方面：公司根据《公司法》、《担保法》、《关于规范上市公司对外担保行为的通知》等法律、法规以及公司章程的规定建立了对外担保决策制度。公司对外担保实施统一管理，分支机构不得对外提供担保，未经批准子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保。同时，公司对外担保必须要求被担保人提供反担保等必要措施，且反担保的提供方应当具有实际承担能力，对外担保的总额不得超过最近一个会计年度合并会计报表净资产的 50%，严格控制对外担保产生的债务风险，截至 2015 年末除对参股子公司、联营公司外，公司无对外担保情况。

2014 年末公司在职员工总数为 342 人，其中 50% 为销售人员，本科及以上学历占比为 33%；截至 2015 年末公司在职员工 495 人，其中 42% 为销售人员，本科及以上学历占比为 50%，人员规模快速扩张。公司经营规模处于快速扩张阶段，对公司管理团队的管理和协调能力提出了更高的要求。如

果公司管理水平不能适应公司经营规模的迅速扩张以及业务发展的需要，组织模式和管理制度未能随着公司经营规模的扩大而及时调整、完善，将影响公司的应变能力和发展活力，进而削弱公司的竞争力，给公司未来的经营和发展带来较大的影响。

总体来看，公司法人治理结构不断完善，内部管理制度建设持续健全，能较好保障了公司各项业务的顺利运行，但仍需关注业务快速扩张对其经营管理能力带来的压力。

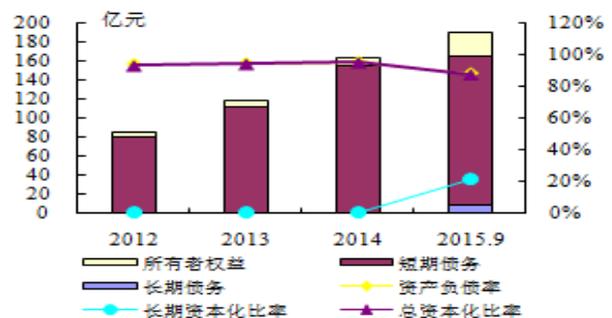
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年的审计报告，以及未经审计的 2015 年三季度财务报表。

资本结构

近年来，公司资产总额随着业务规模的扩大不断增长，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末分别为 99.87 亿元、126.38 亿元、170.57 亿元和 202.30 亿元。同期，公司负债规模持续增长，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末负债规模分别为 93.90 亿元、119.36 亿元、162.48 亿元和 178.24 亿元。所有者权益方面，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司净资产规模分别为 5.97 亿元、7.02 亿元、8.08 亿元和 24.07 亿元，2015 年非定向增发的完成使其自有资金实力快速上升。

图 11：2012~2015.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，公司供应链服务主要在流通环节提供供应链资金结算配套服务，在自有资金相对较少的情况下运作巨大业务量，导致外部融资需求旺盛。近年公司资产负债率一直处于很高的水平，且远高于同行业上市公司，面临较大财务风险。

2012~2014 年，公司资产负债率分别为 94.03%、94.44% 和 95.26%；总资本化比率分别为 92.95%、94.00% 和 95.02%。2015 年公司所有者权益增长，资产负债率和总资本化比率有所下降，但仍处于高水平，截至 2015 年 9 月末，公司资产总额 202.30 亿元，负债合计 178.24 亿元，资产负债率和总资本化比率为 88.10% 和 87.26%。

表 5：公司与同行业上市公司资产负债率比较表

单位：%

公司名称	资产负债率			
	2012	2013	2014	2015 年 9 月末
飞马国际	94.03	94.44	95.26	88.10
怡亚通	85.40	79.57	82.13	78.76
象屿股份	74.89	84.35	73.84	78.60
建发股份	78.79	79.57	76.28	76.99
中储股份	61.74	59.23	51.32	45.99

数据来源：各公司定期公告，中诚信证评整理

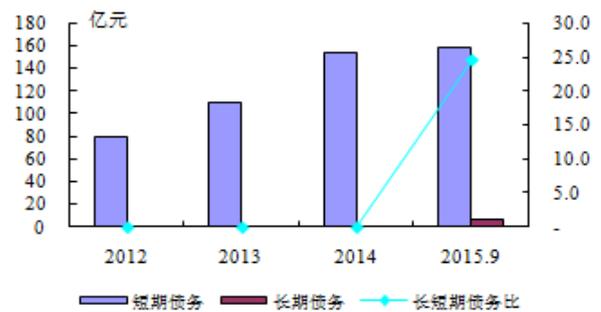
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2014 年末流动资产合计 168.90 亿元，占总资产的比重为 99.02%，主要由货币资金及预付账款构成，占流动资产的比重分别为 62.42% 和 23.94%。2014 年末公司货币资金 105.44 亿元，其中受限制的货币资金规模达 100.93 亿元，包括银行承兑汇票保证金、远期外汇交易合约保证金及协议融资保证金等，较上年大幅增长 77.54%，主要系公司在 2014 年与银行签定融资协议获取贷款，并以人民币保证金缴纳银行作为还款保障，同时与银行约定人民币保证金本金和到期收益与未来所需偿还的贷款本息抵消后可取得一定收益，受此影响公司当年新增协议融资保证金 48.92 亿元，货币资金规模大幅上升。2015 年 9 月末公司货币资金余额 99.00 亿元，主要为银行承兑汇票和信用证保证金，受银行保证金比例要求提高以及采购结算方式变动的的影响，公司受限货币资金规模依然较大。公司预付款项余额 40.44 亿元，主要为矿产资源类商品的采购预付款，超过 80% 账龄都在一年以内，近年随着公司业务规模的增长，公司预付款项快速增长。2014 年末公司非流动资产 1.66 亿元，主要为投资性房地产。

从负债结构看，公司负债基本为流动负债。截至 2014 年末，公司流动负债为 162.48 亿元，占负债总额 99.99%，主要包括短期借款和应付票据，占

流动负债的比重分别为 52.30% 和 42.41%。公司短期借款主要包括 10.98 亿元保证借款和 73.99 亿元质押借款。公司利用境内质押开证境外子公司贴现等方式，充分利用境外低成本资金支持公司发展，截至 2014 年末公司境外借款 14.31 亿元，借款币种包括美元、新加坡元和人民币等，以美元借款为主，但公司仅针对部分外币借款签订了远期外汇合约，面临一定的汇兑风险；应付票据系应付银行承兑汇票及信用证等。

债务期限结构方面，截至 2014 年末，公司总债务 154.09 亿元，均系短期债务；2015 年 9 月末，公司总债务 164.80 亿元，其中短期债务 158.37 亿元，长期债务 6.43 亿元，债务期限结构不甚合理，存在较大的短期偿债压力。

图 12：2012~2015.Q3 公司长短期债务情况



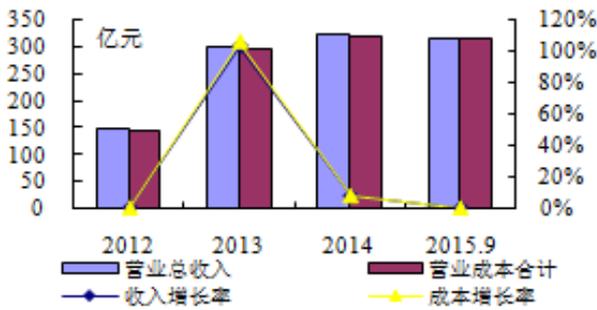
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司总债务规模较大，资产负债率处于很高水平，且短期债务压力较大，财务结构稳健性不足。同时，中诚信证评将对公司很高的资产负债率以及较为单一的债务结构对公司业务开展以及稳定经营的影响保持关注。

盈利能力

近年公司积极发展有色金属贸易执行服务业务，推动收入规模大幅增长，2012~2014 年分别实现营业收入 146.53 亿元、298.50 亿元和 321.19 亿元，年复合增长率为 48.50%。从收入结构来看，贸易执行服务业务系公司的主要收入来源，占营业总收入的比重一直维持在 98.00% 以上，公司主业突出且成长性较好。

图 13：2012~2015 年 9 月公司收入成本变化



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

矿产资源类商品为大宗商品，单位产品价值较高，但公司的业务特性及运作模式使其核心业务贸易执行服务的毛利率较低，加之受经济环境及市场的影响，服务费率调整及相关费用、成本的上升，公司营业毛利率出现一定下滑。2012~2014 年及 2015 年三季度公司综合毛利率分别为 1.91%、0.66%、0.51%和 0.51%。

期间费用方面，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司三费合计金额分别为 1.72 亿元、0.11 亿元、-0.42 和 -0.47 亿元，占营业收入的比例分别为 1.18%、0.04%、-0.13%和 -0.15%。公司销售费用和管理费用较稳定，其中销售费用包括销售人员工资薪酬、运输费和保险费等；管理费用包括管理人员职工薪酬、折旧费、业务招待费和办公费等；财务费用包括利息支出、贴现利息和利息收入等，近年公司财务费用持续下降，主要由于公司境外借款利率水平相对较低，而存入人民币保证金的增长及保证金存款利率提升使其利息收入规模快速增长，冲减利息支出及贴现利息等，2012~2014 年公司财务费用分别为 0.96 亿元、-0.77 亿元和 -1.12 亿元。整体来看，受益于合理的境内外存款和融资组合，公司三费控制情况较好。

表 6：2012~2015.Q3 公司期间费用分析

单位：亿元

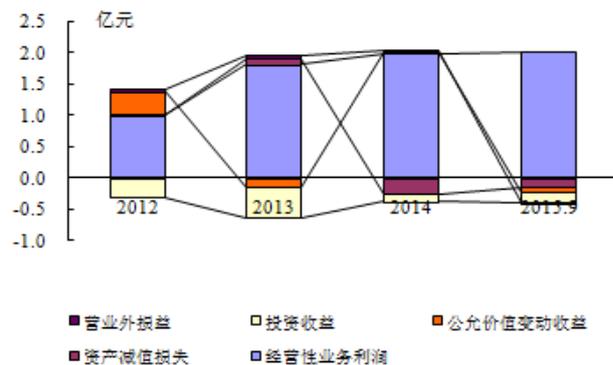
项目	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用	0.26	0.20	0.14	0.17
管理费用	0.50	0.68	0.56	0.55
财务费用	0.96	-0.77	-1.12	-1.19
三费合计	1.72	0.11	-0.42	-0.47
营业总收入	146.53	289.50	321.19	314.81
三费收入占比	1.18%	0.04%	-0.13%	-0.15%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司利润主要来源于经营性业务利润。2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司利润总额分别为 1.12 亿元、1.35 亿元、1.70 亿元和 1.63 亿元，其中经营性业务利润分别为 1.02 亿元、1.81 亿元、1.99 亿元和 2.03 亿元。同时，公司持有 DF/NDF 衍生金融产品，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司公允价值变动收益分别为 0.37 亿元、-0.14 亿元、0.04 亿元和 -0.07 亿元；投资收益分别为 0.30 亿元、-0.47 亿元、-0.11 亿元和 -0.18 亿元，人民币汇率波动的加剧，增大了公司的汇率风险管理压力。

2012~2014 年以及 2015 年 1~9 月公司净利润分别为 0.82 亿元、1.11 亿元、1.48 亿元和 1.34 亿元，净资产收益率分别为 13.79%、15.79%、18.30%和 7.43%。公司自有资本投入较小，财务杠杆效应明显，因此其自有资本的盈利能力表现较强。

图 14：2012~2015.Q3 公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2012~2015.Q3 公司营业收入及盈利分析

单位：亿元、%

	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易执行	143.70	1.59	296.02	0.47	318.81	0.38	312.99	0.44
其中：有色金属	100.76	0.72	269.89	0.12	306.14	0.32	299.32	0.39
煤炭	39.38	3.55	21.34	4.63	7.54	1.56	11.03	1.26
其他行业	3.55	4.22	4.79	1.49	5.13	1.91	2.65	2.70
综合物流服务	2.59	13.56	2.26	18.28	2.20	14.46	1.70	9.04
物流园经营	0.24	67.93	0.23	72.08	0.18	66.79	0.11	56.85
合计	146.53	1.91	298.50	0.66	321.19	0.51	314.81	0.51

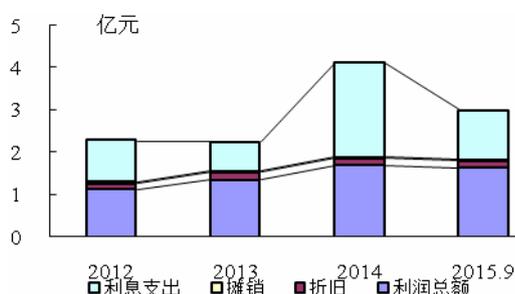
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受行业特性影响，公司业务毛利率较低，但业务模式较为成熟，主营业务突出，业务成长性较好，且较高的费用控制水平，使其保持了良好的经营效益。

偿债能力

从获现能力看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，2012~2014 年利润总额分别为 1.12 亿元、1.35 亿元和 1.70 亿元；固定资产折旧分别 0.15 亿元、0.17 亿元和 0.17 亿元；利息支出分别为 0.99 亿元、0.70 亿元和 2.23 亿元。近年来公司折旧规模保持稳定，但利息支出随着借款规模的上升而提升，利润总额由近年较好的业务成长性而增长。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 2.30 亿元、2.26 亿元和 4.13 亿元，公司获现能力呈提升趋势。

图 15：2012~2015.Q3 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债能力指标看，2012~2014 年末，公司总债务分别为 78.61 亿元、110.06 亿元和 154.09 亿元，公司债务规模大幅上升，主要系近年公司短期借款大幅增加所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2012~2014 年，公司总债务/EBITDA 分别为 34.19、48.67 和 37.28 倍；同期 EBITDA 利息倍数

分别为 2.32 倍、3.23 倍和 1.85 倍，公司 EBITDA 对债务本息偿还的保障程度欠佳。

经营活动现金流方面，2012~2014 年，公司经营净现金流分别为 15.31 亿元、1.97 亿元和 3.13 亿元。2013 年公司经营活动净现金流大幅下降系因当年有色金属贸易执行业务规模快速增长，采购环节现金支付部分增加所致。同期，公司经营净现金流/总负债分别为 0.19、0.02 和 0.02 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 15.47、2.81 和 1.40 倍，经营性净现金流对债务本息的保障程度有所下降。2015 年 1~9 月公司经营性现金流净流入 36.74 亿元，主要系公司优化结算方式，对外支付更多使用银行承兑汇票、信用证等票据支付方式，延缓了经营性现金的流出。

表 8：2012~2015.Q3 公司主要偿债能力指标

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
短期债务 (亿元)	78.61	110.06	154.09	158.37
总债务 (亿元)	78.61	110.06	154.09	164.80
总资本化比率 (%)	92.95	94.00	95.02	87.26
EBITDA (亿元)	2.30	2.26	4.13	3.00
总债务/EBITDA (X)	34.19	48.67	37.28	41.15
EBITDA 利息倍数 (X)	2.32	3.23	1.85	2.55
经营活动净现金流 (亿元)	15.31	1.97	3.13	36.74
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.19	0.02	0.02	0.30
经营活动净现金流/利息支出 (X)	15.47	2.81	1.40	31.17

注：2015 年前三季度经营活动净现金流/总债务和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2015 年 12 月末，公司共获得银行综合授信额度折合人民币 730,602.16 万

元，其中尚可使用的银行授信额度折合人民币为125,370.79万元，具有一定的备用流动性。

或有事项方面，截至2015年12月末，公司对外担保金额为5.58亿元，被担保企业主要包括公司的联营公司和参股子公司，或有负债风险可控。

同时，截至2015年末公司存在涉诉及仲裁案件，但大部分金额相对较小，金额较大的主要为唐山佳华煤化工有限公司，涉及金额为1,389.24万元。同时，公司仅1笔涉案金额53.49万元案件尚处于审理阶段，其余案件均已判决。但鉴于部分案件被告已发生破产或存在财务困难等情况，中诚信证评将对案件后期的执行及公司获赔情况予以关注。

总体来看，公司债务规模较高，且财务杠杆比率远高于同行业上市公司，但业务模式较为成熟，主营业务突出，业务成长性较好，经营效益良好，且获现能力不断提升。

增信措施

本次公司债券由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司(本节简称“深圳担保集团”或公司)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

深圳担保集团原名深圳市中小企业信用担保中心，成立于1999年12月，系深圳市人民政府为解决中小企业融资难、扶持中小企业健康发展而设立的专业担保机构；2000年4月，经深圳市机构编制委员会核准登记注册为事业单位；2008年1月，更名为深圳市中小企业信用担保中小有限公司，并由事业单位变更为国有独资有限责任公司，深圳市投资控股有限公司(以下简称“深圳投控”)持股比例为100%；2011年3月更为现名。2013年11月公司进行股权置换，变更后股东为深圳投控和中国东方资产管理公司(以下简称“东方资产”)，持股比例分别为65%和35%，截至2013年末公司注册资本为10亿元。后经多次增资，截至2015年9月末，深圳担保集团注册资本及实收资本为19亿元，股东深圳投控及东方资产持股比例保持不变，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会系公司实际控制人。

公司以深圳市内中小企业、政策性重点扶持产业为主要服务对象，业务品种包括贷款担保、委托贷款、保函业务、投资业务、政府专项资金担保及债券担保等。

截至2014年12月31日，深圳担保集团总资产为41.90亿元，所有者权益(含少数股东权益)合计为24.26亿元，资产负债率为42.09%，年末在保责任余额155.40亿元。2014年深圳担保集团实现营业收入5.24亿元，净利润2.84亿元，经营活动净现金流4.69亿元。

截至2015年9月30日，深圳担保集团总资产为50.13亿元，所有者权益合计为25.38亿元，资产负债率为49.36%，期末在保责任余额171.09亿元；2015年1~9月，实现营业总收入4.13亿元，净利润2.55亿元，经营活动现金净流入0.21亿元。

业务运营

作为深圳市政府设立的政策性担保机构，深圳担保集团以开展中小企业融资担保为核心业务，以解决深圳市中小企业融资难问题和增加当地金融信贷机构的资金投放效率为主要职责。近年来，深圳市政府不断加大对中小企业融资的扶持力度，公司业务得到快速发展，2012~2014年末在保责任余额分别为88.44亿元、118.62亿元和155.40亿元，同比分别增长31.78%、34.12%和31.01%，持续保持了较高增速。截至2015年9月末，公司在保责任余额达到171.09亿元，其中融资担保的在保责任余额为100.09亿元，继续保持较快增长态势。

2012~2014年深圳担保集团分别实现营业收入4.31亿元、4.55亿元和5.24亿元。从收入构成上看，担保业务收入是公司收入的主要来源，2012~2014年分别实现担保业务收入3.84亿元、3.98亿元和4.57亿元，占营业中收入的比重分别为89.06%、87.32%和87.10%，其中其他业务收入主要为委托贷款利息收入。公司利息收入、手续费及佣金收入由小贷、典当等资金业务形成。

表 9：2012~2014 年以及 2015 年 1~9 月公司营业总收入构成情况

单位：亿元

项目	2012	2013	2014	2015 年 1-9 月
(一) 担保业务收入	3.84	3.98	4.57	3.57
其中：担保费收入	1.42	1.66	1.69	1.07
担保评审费收入	0.09	0.11	0.12	0.07
保函收入	0.37	0.37	0.48	0.44
其他业务收入	1.96	1.80	2.28	1.99
(二) 利息收入	0.22	0.27	0.47	0.40
(三) 手续费及佣金收入	0.25	0.30	0.20	0.16
营业总收入	4.31	4.55	5.24	4.13

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

担保业务

深圳担保集团在发展融资担保业务过程中，大力挖掘民营中小企业客户，特别是融资需求旺盛的优质企业；同时，对国家产业政策、成长性强、潜力大的生产型以及科技型企业，亦给予重点支持。目前公司在开展传统信贷融资业务的同时，还积极研发新产品、开拓新市场，有效拓展了中小企业债券融资渠道，在中小企业债券融资担保业务领域积累了丰富的业务经验。截至 2015 年 9 月底，公司在保责任余额 171.09 亿元，其中担保并已发行的中小企业集合债券、集合票据和私募债券合计 28 只，在保责任余额 24.80 亿元；截至 2015 年 9 月底，公司已出保函尚未发行成功的债券项目仅一个，涉及金额为 4 亿元。

深圳担保集团不断加强和扩大与银行的业务合作，并形成了特有的风险分担机制。凭借较强的股东背景和完善的制度设置，截至 2015 年 9 月末，公司已与深圳市 33 家中、外资银行签订了合作协议，涉及建设银行、中国银行、招商银行等，与各大银行明确的融资担保授信额度达 220 亿元（部分银行不限定具体的担保额度），保函授信额度达 139 亿元，授信额度远高于目前在保责任余额，有利于公司担保业务的持续发展。同时，在与银行的业务合作过程中，公司与所有银行均制定了风险分担合作机制，此套风险分担机制可以归纳为“一票否决”、“三项担保”、“六月代偿”、“八二分担”：“一票否决”指公司和银行对借款企业进行独立评审，双方均有否决权；“三项担保”指公司的担保范围仅限于贷款本金、贷款合同约定的利息和贷款逾期后的利息三

项；“六月代偿”主要指在担保贷款逾期后的六个月内，公司可择时代偿；“八二分担”是指担保贷款出现最终损失时，80%由公司承担，20%由银行承担。

表 10：2012~2015.Q3 担保业务发生及代偿情况

单位：亿元

	2012	2013	2014	2015.Q3
在保余额	88.44	118.62	155.40	171.09
在保责任余额	88.44	118.62	155.40	171.09
当期担保发生额	204.54	210.56	223.15	185.74
当年代偿额度	0.13	0.39	0.42	0.73
当年收回额度	0.00	0.27	0.10	0.38
年度代偿率（%）	0.07	0.22	0.22	0.39
累计代偿率（%）	0.06	0.08	0.08	0.13
年度损失率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
累计损失率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

通过积极的业务拓展和自有资本实力的增强，深圳担保集团担保业务规模保持在较高水平，2014 年担保发生额为 223.15 亿元，年末在保余额 155.40 亿元，担保放大倍数 6.40 倍。2015 年 1~9 月，深圳担保集团担保发生额 185.74 亿元，期末在保余额 171.09 亿元，担保放大倍数 6.74 倍。

整体来看，作为深圳市国有担保机构，依托较好的股东背景，深圳担保集团的担保业务发展获得了良好支撑，近年担保业务增速保持在了较高水平。

信用风险管理

深圳担保集团不断加强自身风险管理工作，已经建立了较为完善的涉及担保业务各环节的业务管理制度，由首席风险官全面主持风险管理工作，成立风险管理部、债务追偿部，强调事前、事中、

事后动态管理机制。

深圳担保集团的审、保、偿分离机制主要体现在项目的评审、担保以及出现风险后的代偿几个环节分置，建立了横向平行制衡的约束机制，项目经理直接面对客户，营销并管理担保业务，负责对客户的资信调查与评估，以及在保项目的保后跟踪，对资信调查的真实性、准确性、完整性承担责任。

反担保措施方面，深圳担保集团采用了多种反担保措施，包括抵押类反担保措施、质押类反担保措施、保证类反担保措施等。对于需要指出评估的反担保物，由评估师进行现场勘查以及市场调查，出具评估意见书并上载至系统。同时，公司还根据企业的不同特点，创新开发了专利权、仓单质押、应收账款监管、股票账户监管、设备供应商回购、房地产预转让等十余种反担保措施。另外，公司对于承保的担保项目，采取按日、按周或按月的方式要求被担保企业进行等额还款，避免企业因集中大额还款而导致的资金周转困难，并降低公司因企业出现还款困难而承担的损失。

整体来看，公司的风险管理决策机制清晰，风险管理体系较为完善，且多种创新反担保措施在促进担保业务开展的同时，亦利于其控制业务风险。

核心承保组合风险管理

从行业集中度来看，截至 2014 年末，深圳担保集团前十大行业合计在保责任余额占总在保责任余额的 61.98%，其中第一大行业建筑业及第二大行业电子行业的在保责任余额比例分别为 25.88% 和 18.24%，担保业务集中于建筑及电子行业，行业集中度较高。鉴于当前我国经济下行压力大，中小企业经营面临较大困难，较高的担保行业集中度不利于分散公司的风险。

从客户集中度来看，截至 2015 年 9 月末，公司前十大客户在保责任余额合计为 24.81 亿元，占总在保责任余额的 16.21%，最大客户在保责任余额为 28,000 万元，占期末净资产的 11.00%，系佛山市顺德区乐华陶瓷洁具有限公司，期限为 3 年。公司担保业务前十大客户占在保责任余额的比重仍处于合理水平，但前十大客户中建筑行业客户 5 家，合计担保责任余额 9.53 亿元，大客户的行业集中度

过高。

剩余期限方面，截至 2014 年末，公司担保项目在保责任余额存续期限在 1 年（含）以内的达到 51.96 亿元，占总在保责任余额的 33.44%；1~2 年（含）的在保责任余额达 74.48 亿元，占 47.93%；2 年以上的占比为 18.64%。整体来看，公司在保责任余额存续期限总体有所延长，但仍以 2 年内项目为主，有利于控制风险。

资产质量

受宏观经济增速下滑和企业自身经营不善等因素影响，深圳担保集团个别担保客户先后发生资金链断裂以及倒闭等问题，导致公司发生担保代偿。2015 年 1~9 月公司代偿继续增加，代偿项目 10 个，代偿额 7,343.13 万元，已超过 2014 年全年代偿规模，当期担保代偿率上升至 0.39%。受经济环境影响，中小企业生存状况恶化，预计短中期内公司的代偿风险将继续加大。从追偿情况来看，2012 年到 2015 年 9 月，公司累计回收金额 7,221.99 万元，此期间累计代偿回收率为 43.08%，追偿情况不佳，不过由于公司近期出现的代偿较多，其回收存在一定时滞，后续追偿效果需要持续关注。

准备金计提制度方面，公司本部按当年融资性担保费收入的 50% 差额提取未到期责任准备金，按当年年末在保责任余额 1% 的比例提取担保赔偿准备金（部分子公司计提比例超过 1%），用于担保赔付准备。2012~2014 年以及 2015 年 9 月末，公司计提的各项担保风险准备金合计余额分别为 2.50 亿元、2.82 亿元、3.48 亿元和 3.82 亿元，准备金覆盖率分别达 2.83%、2.38%、2.24% 和 2.23%，维持在相对高位，公司准备金计提较充分，在较大程度上保障了公司的代偿能力。

整体来看，深圳担保集团担保业务的各项准备金计提充分，累计代偿率较低，担保业务质量较好，但仍需关注经济下行压力加大下，公司代偿规模增大及后续追偿情况。

委贷业务

随着资本金的增加，为提高资金利用率、增加客户粘性，深圳担保集团适当利用资金提供（银行贷款）贷前委托贷款服务。2012 年~2014 年末以及

2015 年月末公司委贷贷款余额分别为 11.33 亿元、16.31 亿元、17.39 亿元和 18.80 亿元。公司委托贷款由自有资金委托贷款和财政资金委托贷款构成，其中前者系公司为丰富业务结构和扶持中小企业成长而发放的委托贷款；财政资金委托贷款业务是公司受深圳市财政委员会、深圳市经济贸易和信息化委员会和深圳市科技创新委员会委托，对上述委员会批准立项的产业技术进步资金项目和科技研发资金项目进行独立审批，在审批通过后发放的专项资金。该业务下，公司承担财政资金委托贷款资金的运作管理及代偿风险，并向政府部门收取委托贷款手续费。2012~2014 年末公司财政资金委托贷款余额分别为 1.37 亿元、2.24 亿元和 3.04 亿元。公司委托贷款规模较大，对其风险防范意识和贷后管理能力有所挑战。

公司委托贷款对象多为公司担保业务合作客户，信用资质较好，且公司在委托贷款方面的尽职调查和放款条件更为严格，再之均有较好的反担保措施，具体包括土地、房产、机器设备等固定资产抵押，以及企业法人连带保证担保等方式，目前整体风险可控，2014 年和 2015 年 9 月，公司委托贷

款业务无违约代偿项目。但具体来看，2015 年 9 月末，公司委托贷款中最大单笔金额为 15,000 万元，委托贷款对象为拉萨市达实投资发展有限公司（原名为深圳市达实投资发展有限公司），前十大客户贷款余额合计为 9.01 亿元，占期末委托贷款余额的 55.64%，集中度风险较大。同时，在目前我国宏观经济逐步下行的状况下，未来公司委托贷款的代偿风险可能会有所增加。

小贷及典当业务

公司小额贷款业务由下属子公司深圳市西奇西小额贷款有限公司（以下简称“西奇西”）负责运营。2014 年西奇西放贷金额为 6.55 亿元，较上年增长 6.26%，增速较 2013 年下降 4.24 个百分点；实现收入 0.39 亿元，同比增长 14.92%，增速较 2013 年下降 10.85 个百分点。公司典当业务由下属子公司深圳市金鼎信典当行有限公司（以下简称“金鼎信”）运作，2014 年金鼎信当期典当金额为 15.66 亿元，实现收入 0.27 亿元。2014 年和 2015 年 1~9 月，公司小额贷款和典当业务未出现违约案例。

表 11: 2012~2015.Q3 公司小贷和典当业务发展情况

业务	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015.Q3
小额贷款	笔数（笔）	243	216	176	112
	户数（户）	152	146	111	62
	当期放贷金额（亿元）	5.58	6.16	6.55	4.12
	期末账面余额（亿元）	1.77	2.23	2.68	1.54
典当	笔数（笔）	196	210	159	109
	当期典当金额（亿元）	10.78	15.15	15.66	9.71
	期末账面余额（亿元）	6.63	1.21	1.52	0.31

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

财务实力

以下关于深圳担保集团财务状况分析基于其提供经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计且出具标准无保留意见的 2012 年和 2013 年财务报表、经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计且出具标准无保留意见的 2014 年财务报表及未经审计的 2015 年 9 月财务报表。所有数据均为合并口径，其中 2013 年末数据采用 2014 年审计报告重述数。

深圳担保集团资本增长主要来源于股东追加

投资以及自身的经营积累，近年资本实力逐年增长。2012~2014 年末和 2015 年 9 月末，深圳担保集团的净资产分别为 16.21 亿元、17.77 亿元、24.26 亿元和 25.38 亿元，核心资本分别为 17.74 元、20.10 亿元、27.21 亿元和 28.69 亿元，同期净资产担保放大倍数和核心资本担保放大倍数亦处于较高水平。

此外，由于担保公司的收入和代偿支出在时间上是不同步的，因此在收取担保费后需要为其未来可能要承担的赔付责任预先提取准备金，故担保机构提取的准备金也会对在保业务形成保障。根据照

《中小企业融资担保公司风险管理暂行办法》规定，深圳担保集团按当年担保费收入的 50% 提取未到期责任准备金；按年末担保余额的 1% 提取担保赔偿准备金。深圳担保集团近年担保赔偿准备金余额规模逐年增长，截至 2015 年 9 月末担保赔偿准备金余额为 3.82 亿元，其抵御代偿风险冲击的能力不断提高。

表 12：2012~2015.Q3 月深圳担保集团资本充足性指标

单位：亿元

	2012	2013	2014	2015.Q3
期末在保余额	88.44	118.62	155.40	171.09
净资产	16.21	17.77	24.26	25.38
核心资本	17.74	20.10	27.21	28.69
净资产放大倍数 (X)	5.46	6.67	6.40	6.74
核心资本放大倍数 (X)	4.98	5.90	5.71	5.96

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

总体来看，受益于股东的大额增资，深圳担保集团自有资本实力大幅增强，加之风险准备金计提充分，整体资本充足水平较高。

随着业务规模不断扩大，深圳担保集团资产规模不断上升，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末资产总额分别为 27.52 亿元、32.11 亿元、41.90 亿元和 50.13 亿元。

从资产构成来看，深圳担保集团资产以流动资产为主，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，流动资产占当期资产总额 82.00% 以上。具体来看，深圳担保集团流动资产以货币资金、委托贷款和其他流动资产为主，2014 年末货币资金 15.73 亿元，不存在使用受限的情形；委托贷款是公司资产的重要组成部分，近年公司不断加大委托贷款放款力度，截至 2014 年末委托贷款余额为 14.35 亿元，全部为自有资金委托贷款，其潜在风险值得关注；同期其他应收款 3.11 亿元，其中 3.06 亿元为财政资金委托贷款。2014 年末深圳担保集团长期资产主要为发放贷款及垫款、长期股权投资和在建工程。公司发放贷款及垫款主要是由公司小额贷款、典当业务产生，当年末余额合计 3.35 亿元，已计提一定比例的减值准备；2014 年末长期股权投资 0.53 亿元，系对深圳市不动产融资担保股份有限公司的投资，持股比例为 25%；在建工程余额 2.46 亿元，系公司位于南山区科技园的办公楼，截至 2015 年 9 月已结转为

固定资产。整体来看，公司资产以流动资产为主，且货币资金规模较大，资产的流动性较高。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，深圳担保集团负债总额分别为 11.31 亿元、14.34 亿元和 17.64 亿元和 24.74 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要是客户的存入保证金、提取的担保赔偿准备金和短期责任准备金、长期应付款和其他非流动负债等，其中长期负债占比较大，近三年占比均在 60.00% 以上。截至 2014 年末，公司负债总额 17.64 亿元，非流动负债 11.27 亿元，流动负债 6.37 亿元。公司非流动负债中长期应付款 2.30 亿元，系向控股股东深圳投控的借款，截至 2015 年 9 月末已增至 7.30 亿元；其他非流动负债 8.96 亿元，主要为深圳市财政局的产业技术资金、科研研发资金，盐田科技局和罗湖区科技局的代管担保资金等，即时支付压力较小，截至 2015 年 9 月末增至 10.10 亿元。公司流动负债主要包括存入担保保证金、担保赔偿准备和短期责任准备金，2014 年末三项负债合计占流动负债总额的比重为 66.91%。总体来看，由于公司流动负债以存入保证金、担保赔偿准备和短期责任准备金为主，非流动负债中政府委托资金占比较高，负债结构具有较高的稳定性，利于公司的流动性管理。

2014 年末公司的债务总额为 0.87 亿元，2015 年 9 月末增至 1.50 亿元，均为短期债务，公司债务结构较为单一，但整体规模较小，短期偿付压力可控。

随着业务规模的扩大，深圳担保集团收入规模保持稳定增长，2012~2014 年营业收入分别为 4.31 亿元、4.55 亿元和 5.24 亿元，如前所述，其收入包括担保费、评审费、保函等担保业务相关收入、委托贷款产生的利息收入、典当和小额贷款等业务产生的利息收入和手续费及佣金收入，其中担保业务收入和委托贷款利息收入系公司主要的收入及盈利来源。

深圳担保集团成本控制能力较强，2014 年营业成本主要为担保业务支出和管理费用等。2014 年公司发生担保业务支出 1.05 亿元，主要为提取的未到期责任准备和担保赔偿准备，合计约 0.43 亿元。公司本部按当年融资性担保费收入的 50% 差额提取

未到期责任准备金，按当年年末在保责任余额 1% 的比例提取担保赔偿准备金（部分子公司计提比例超过 1%），用于担保赔付准备。随着担保业务的持续开展，公司提取风险准备金较为充分，使得担保业务成本增长较快。公司管理费用为管理人员工资、办公支出等，2014 年为 0.31 亿元。此外，2014 年，深圳担保集团实现投资收益 0.39 亿元，最终实现净利润 2.84 亿元。

表 13：2012~2015.Q3 月深圳担保集团综合盈利指标

	2012	2013	2014	2015.Q3
营业总收入（亿元）	4.31	4.55	5.24	4.13
担保收入（亿元）	1.42	1.66	1.69	1.07
委贷收入（亿元）	1.96	1.80	2.28	1.99
投资收益（亿元）	0.11	0.27	0.39	0.25
净利润（亿元）	2.40	2.66	2.84	2.55
平均净资产回报率（%）	15.30	15.67	13.51	10.06
平均净资本回报率（%）	13.99	14.07	12.00	8.90

注：2015 年 9 月平均资产回报率、平均资本回报率指标未经年化。
资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

总体来看，受益于业务发展所带来的规模效应近年深圳担保集团净利润规模保持了上升态势；从回报率来看，2014 年平均净资产回报率和平均资本回报率分别为 13.51% 和 12.00%。随着深圳担保集团业务规模的扩大以及自有资本规模的提高，摊薄了原单位资本及单位资产的回报水平，相比行业内的政策性担保企业，其平均资本回报率及平均资产回报率仍处于较高水平。

总体来看，近年来深圳担保集团的担保业务承接量较大，在保责任余额快速扩大，且风险管理的效果良好，加之考虑到其股东实力，飞马国际担保方的实力很强，能够有效提高本次债券的偿付安全性。

结 论

综上，中诚信证评评定深圳市飞马国际供应链股份有限公司主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；评定“深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

关于深圳市飞马国际供应链股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告跟踪评级安排

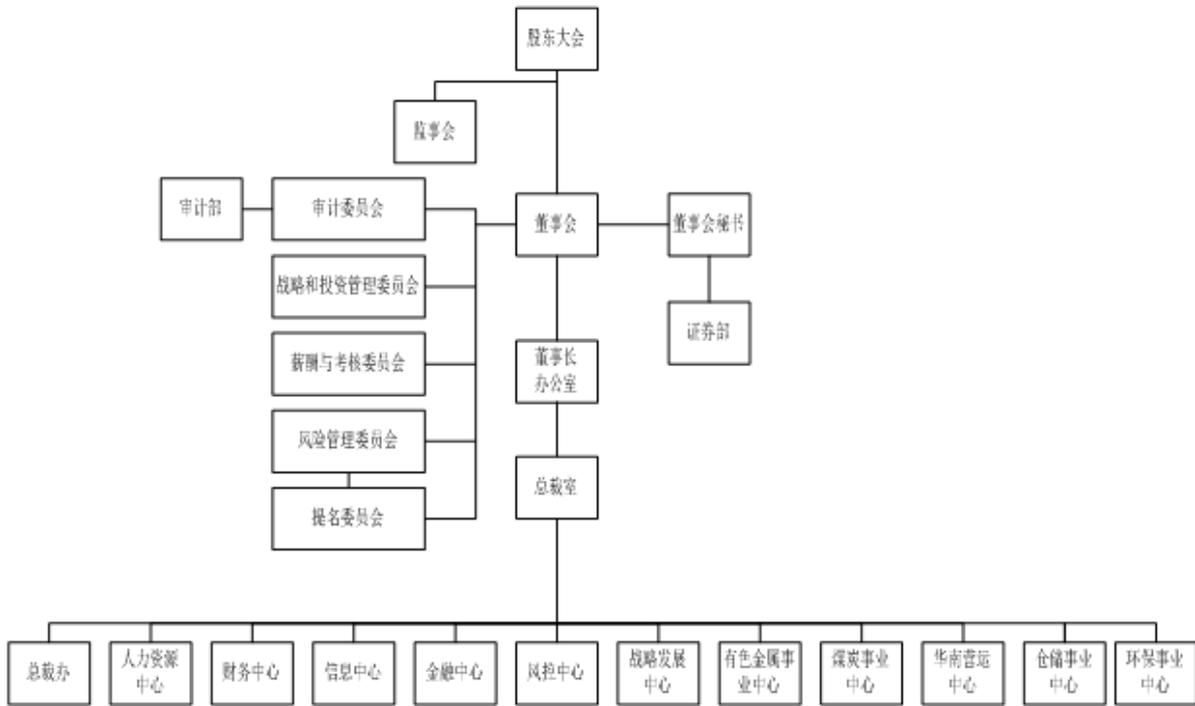
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附二：深圳市飞马国际供应链股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：深圳市飞马国际供应链股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	468,655.02	689,964.95	1,054,367.76	990,036.05
应收账款净额	119,042.17	92,354.82	130,243.75	187,940.95
存货净额	9,454.15	3,722.52	21,944.95	27,655.95
流动资产	979,309.13	1,244,589.51	1,689,033.26	1,979,796.50
长期投资	0.00	1,503.08	0.00	4,561.19
固定资产合计	17,340.19	15,841.45	14,115.12	33,608.79
总资产	998,692.40	1,263,825.35	1,705,673.96	2,023,046.63
短期债务	786,143.14	1,100,554.53	1,540,913.17	1,583,715.59
长期债务	0.00	0.00	0.00	64,259.81
总债务（短期债务+长期债务）	786,143.14	1,100,554.53	1,540,913.17	1,647,975.40
总负债	939,033.00	1,193,608.53	1,624,832.32	1,782,394.35
所有者权益（含少数股东权益）	59,659.40	70,216.82	80,841.64	240,652.28
营业总收入	1,465,287.48	2,985,048.31	3,211,905.60	3,148,111.35
三费前利润	27,419.32	19,275.99	15,732.10	15,596.80
投资收益	-2,971.23	-4,740.78	-1,093.40	-1,825.74
净利润	8,227.77	11,086.33	14,791.19	13,402.08
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	22,990.68	22,613.56	41,328.49	30,035.51
经营活动产生现金净流量	153,094.53	19,734.06	31,275.59	367,372.41
投资活动产生现金净流量	-11,894.03	3,188.35	-6,494.10	-18,773.86
筹资活动产生现金净流量	-117,947.69	20,700.36	-100,045.11	-327,532.53
现金及现金等价物净增加额	23,361.87	45,974.68	-76,384.26	20,645.80
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	1.91	0.66	0.51	0.51
所有者权益收益率（%）	13.79	15.79	18.30	7.43
EBITDA/营业总收入（%）	1.57	0.76	1.29	0.95
速动比率（X）	1.03	1.04	1.03	1.14
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.02	0.02	0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.02	0.02	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	15.47	2.81	1.40	31.17
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	3.23	1.85	2.55
总债务/EBITDA（X）	34.19	48.67	37.28	41.15
资产负债率（%）	94.03	94.44	95.26	88.10
总资本化比率（%）	92.95	94.00	95.02	87.26
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	21.07

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA指标经年化处理。

附四：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司主要财务数据及担保组合数据

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	119,488.76	106,536.08	157,333.95	202,941.85
其他应收款	5,855.64	4,560.60	6,489.87	7,525.61
委托贷款	99,573.74	138,607.15	143,471.93	188,037.60
其他流动负债	13,695.00	22,724.70	31,135.70	27,071.80
流动资产合计	239,585.10	276,533.51	344,471.18	435,958.99
发放贷款及垫款	24,100.42	34,126.53	33,517.04	24,760.74
长期股权投资	9,679.42	5,001.74	5,286.71	5,041.57
资产总计	275,211.67	321,088.41	419,025.03	501,250.76
存入保证金	11,302.09	12,931.02	14,022.71	17,698.23
担保赔偿准备	11,749.14	13,754.48	19,145.70	22,328.05
未到期责任准备	7,105.52	8,309.08	9,463.96	9,663.96
负债合计	113,142.09	143,354.88	176,378.63	247,438.94
所有者权益合计	162,069.85	177,733.53	242,646.40	253,811.82
担保费收入	14,211.04	16,618.15	16,893.17	10,697.16
委贷收入	19,587.38	18,038.24	22,800.28	19,906.07
投资收益	1,071.04	2,738.28	3,879.96	2,460.22
利润总额	31,852.39	35,340.16	38,842.00	31,314.14
净利润	24,015.53	26,615.42	28,387.75	25,544.02
担保组合数据（单位：亿元）	2012	2013	2014	2015.Q3
期末在保余额	88.44	118.62	155.40	171.09
年新增担保额	204.54	210.56	223.15	185.74
当年代偿金额	0.13	0.39	0.42	0.73
当年代偿回收金额	0.00	0.27	0.10	0.27

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司主要财务指标

	2012	2013	2014	2015.Q3
总资产（亿元）	27.52	32.11	41.90	50.13
担保损失准备金（亿元）	2.50	2.82	3.48	3.82
所有者权益（亿元）	16.21	17.77	24.26	25.38
担保费收入（亿元）	1.42	1.66	1.69	1.07
净利润（亿元）	2.40	2.66	2.84	2.55
年新增担保额（亿元）	204.54	210.56	223.15	185.74
期末在保余额（亿元）	88.44	118.62	155.40	171.09
盈利能力（%）				
担保费收入/年新增担保额	0.69	0.79	0.76	0.58
平均净资产回报率	15.30	15.67	13.51	10.06
平均净资本回报率	13.99	14.07	12.00	8.90
资产质量（%）				
年内代偿率	0.07	0.22	0.22	0.39
累计代偿率	0.06	0.08	0.08	0.13
担保损失准备金/期末在保余额	2.83	2.38	2.24	2.23
资本充足性				
净资产（亿元）	16.21	17.77	24.26	25.38
核心资本（亿元）	17.74	20.10	27.21	28.69
净资产放大倍数（X）	5.46	6.67	6.40	6.74
核心资本放大倍数（X）	4.98	5.90	5.71	5.96

附六：深圳市飞马国际供应链股份有限公司基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧² + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

净负债率 = 净债务 / 所有者权益（含少数股东权益）

² 折旧以固定资产合计口径核算，包括固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧以及投资性房地产折旧。

附七：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司主要财务指标计算公式

现金及投资资产 = 现金及现金等价物 + 银行存款 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期证券 + 长期股权投资 + 投资物业 + 委托贷款

担保损失准备金 = 未到期责任准备金 + 担保赔偿准备金 + 一般风险准备

核心资本 = 所有者权益 + 担保损失准备金 - 长期股权投资

在保责任余额 = 在保余额 - 分保余额（含分出担保责任）

营业利润 = 担保业务净收入 + 利息收入 + 投资收益 + 公允价值变动损益 + 其他业务净收入

年度承保费用率 = (管理费用 + 财务费用 + 营业税金及附加 + 其他费用支出) / 已实现承保收入

年内代偿率 = 年内解除担保项目代偿支出 / 年度解除担保额

累计代偿率 = 成立以来累计代偿支出 / 成立以来累计解除担保额

担保损失准备金覆盖率 (X) = (担保赔偿准备金 + 担保责任准备金) / 累计代偿支出

核心资本担保放大倍数 = 在保责任余额 / 核心资本

净资产担保放大倍数 = 在保责任余额 / 净资产

附八：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 29000000201405140429

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司（法人独资）
住所	青浦区新业路599号1幢968室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2017年8月19日
经营范围	证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

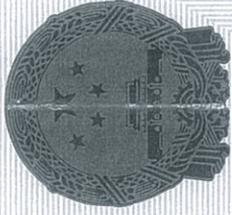


登记机关

2014

年 05 月 14 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 关敬如
注册地址: 上海市青浦区新业路99号1幢968室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



莫蕾，证件号码:330402198703220921，于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504331726394033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



莫蕾，证件号码:330402198703220921，于2015年06月27日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201507332477001033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



朱洁，证件号码:330482198508150923，于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20141133821629033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



朱洁，证件号码:330482198508150923，于2014年11月09日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20141133841865033

