



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪387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已发行的“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”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十二日

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跟踪评级报告（2017）

发行主体	深圳市飞马国际供应链股份有限公司		
担保方式	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		
发行规模	人民币 5 亿元		
债券期限	3 年期		
存续期	2016/07/29~2019/07/29		
上次评级时间	2016/03/16		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁻	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁻	评级展望 稳定

概况数据

飞马国际	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	8.08	32.52	40.76	41.58
总资产（亿元）	170.57	214.65	196.85	207.33
总债务（亿元）	154.09	172.42	127.96	151.84
营业总收入（亿元）	321.19	477.89	521.63	89.55
营业毛利率（%）	0.51	0.62	0.82	1.80
EBITDA（亿元）	4.13	4.58	22.11	-
所有者权益收益率（%）	18.30	7.00	38.93	7.07
资产负债率（%）	95.26	84.85	79.29	79.94
总债务/EBITDA（X）	37.28	37.69	5.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.85	3.35	24.38	-
深圳担保集团	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产（亿元）	41.90	53.26	61.34	63.65
担保损失准备金合计（亿元）	3.48	3.64	4.00	4.07
所有者权益（亿元）	24.26	26.08	28.43	29.50
营业总收入（亿元）	5.24	5.77	7.13	1.85
在保余额（亿元）	155.40	179.34	194.52	204.90
投资收益（亿元）	0.39	0.27	0.05	0.00
净利润（亿元）	2.84	3.25	3.35	1.07
累计代偿率（%）	0.08	0.053	0.066	0.091
净资产放大倍数（X）	6.40	6.88	6.84	6.95
核心资本放大倍数（X）	5.71	6.14	6.10	6.23

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、公司 2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2016 年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”）营业收入继续稳步增长，通过并购环保资产逐步推动业务结构的优化，且其投资性房地产实现大幅增值，债务期限结构有所改善。另一方面，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司财务杠杆比率仍维持高位，存在行业集中度风险以及当期盈利对公允价值变动收益较为依赖等因素对整体业务经营及信用状况造成影响。

综上，中诚信证评维持飞马国际主体信用等级为 AA⁻，评级展望稳定；维持“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⁺。上述债项级别考虑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连带责任保证担保。

正 面

- 公司贸易执行服务收入持续增长，推动整体收入水平提升。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，2016 年及 2017 年 1~3 月，公司营业收入分别为 521.63 亿元和 89.55 亿元，同比分别增长 9.15% 和 19.54%，业务发展状况良好。
- 投资性房地产大幅增值。2016 年公司持有的黄江华南塑胶城（土地面积 135,928.23 平方米及建筑面积 186,991.13 平方米）土地使用权性质由工业用地变更为商业、商住、科教用地等。当期，公司对上述资产变更为公允价值计量，评估资产账面值 198,616,403.23 元，评估价值 2,191,755,900.00 元，资产实现大幅增值。
- 并购环保资产推动业务结构优化。2016 年公司成功收购自同一控制下的骏马环保 100% 股权，当前积极推动收购国丰新能源有限公司 55% 股权和中清环保有限公司 55% 股权，环保

分析师

郭世瑶 twinkle92@ccxr.com.cn

吴振华 zhhwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月22日

新能源业务有望进一步增长，实现业务结构的逐步优化。

- 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，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

- 财务杠杆比率维持高位。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有限，资产负债率长期处于很高水平。
- 行业集中度风险。公司贸易执行业务主要服务有色金属和煤炭行业，2016年在上述行业领域的执行业务收入分别占营业总收入的93.20%和5.39%，受宏观经济波动的影响，公司面临的行业集中度风险应予以关注。
- 公允价值变动收益对当期盈利的影响较大。2016年公司公允价值变动收益大幅增长至19.00亿元，占利润总额的91.57%，对当期利润贡献度很大，中诚信证评将关注公司未来盈利稳定性。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

2016年7月29日，公司成功发行“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”，发行规模5亿元，债券简称“16飞马债”，债券代码“112422”，债券票面利率为6.00%，存续期限为3年。公司本次发行债券募集资金总额扣除发行费用后募集资金净额4.93亿元，本次募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金，截至2017年3月末募集资金净额已全部投入使用。

重大事项说明

1、关于并购项目的说明

公司于2016年12月11日、2016年12月28日召开第四届董事会第八次会议、2016年第二次临时股东大会，审议通过了《关于收购资产暨关联交易的议案》，公司决定以支付现金合计10.45亿元收购公司控股股东飞马投资控股有限公司（以下简称“飞马投资”）持有的深圳骏马环保有限公司（以下简称“骏马环保”）100%股权（作价7.50亿元）、国丰新能源有限公司（以下简称“国丰新能源”）55%股权（作价2.72亿元）和中清环保有限公司（以下简称“中清环保”）55%股权（作价0.23亿元）。2016年12月，公司以现金7.50亿元收购自同一控制下的骏马环保100%股权，支付相关款项后飞马投资协助公司办理完成了骏马环保相关资产交割、工商登记（备案）信息变更手续，骏马环保纳入公司合并范围。公司并购骏马环保后新增环保新能源业务，且经追溯调整，2015年和2016年新增环保新能源收入各1.52亿元。根据公司与飞马投资签署的盈利预测补偿协议，鉴于骏马环保为控股公司且自身无经营业务，飞马投资承诺实际运营主体大同富乔垃圾焚烧发电有限公司（以下简称“大同富乔”）2016年、2017年、2018年、2019年实现的净利润（扣除非经常性损益后）不低于4,608万元、3,569万元、3,562万元和6,539万元。经审计，大同富乔2016年度实现净利润4,931.55万元，达到盈利预测的指标要求。

目前公司对国丰新能源和中清环保并购工作

仍在推动中。

2、关于会计政策变更的说明

公司控股子公司东莞市飞马物流有限公司（以下简称“东莞飞马”）持有黄江华南塑胶城（黄江塑胶物流园）的土地，该土地使用权性质原为工业用地，2016年12月东莞飞马与东莞市国土资源局签订了国有土地出让合同，缴纳相关的地价款以及税费，并取得东莞市国土资源局关于该地款土地性质变更的批复，该地块土地用途由此从仓储变更为商业、商住、科教等。因此，公司自2016年12月1日起对投资性房地产的后续计量模式进行会计政策变更，由成本计量模式变更为公允价值计量模式。银信资产评估有限公司对公司位于东莞市黄江镇的投资性房地产公允价值进行评估，评估报告为银信评报字[2017]沪第0039号，评估资产账面值198,616,403.23元，评估价值2,191,755,900.00元，评估增值1,993,139,496.77元，资产实现大幅增值。截止至评估基准日2016年12月31日，东莞飞马待估宗地使用权面积合计为135,928.23平方米；纳入评估范围的土地上目前建有36栋商铺楼及1处仓库，其会计计量模式变更前的账面价值如下表所示。

表1：公司位于黄江镇黄牛埔村的投资性房地产（房屋建筑）

单位：平方米、元

建筑物名称	建筑面积	账面原值	账面净值
土建商铺	88,163.13	115,637,964.90	74,657,042.59
轻钢仓库	8,828.00	20,521,804.56	1,026,090.23
配套类	90,000.00	15,991,562.85	799,578.14
合计	186,991.13	152,151,332.31	76,482,710.96

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表2：公司位于黄江镇黄牛埔村的投资性房地产

（土地使用权）

单位：平方米、元

土地用途	面积	账面价值
商业用地（商业金融）	27,841.12	39,056,116.55
城镇住宅用地	83,153.67	76,602,710.43
科教用地	24,933.44	6,474,865.29
合计	135,928.23	122,133,692.27

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年末，公司以公允价值计量的投资性房地产账面价值为21.92亿元，同比增长472.32%，资产实现大幅增值；当年取得公允价值变动收益19.00

亿元，占同期利润总额的 91.57%，对当前盈利的影响较大。

行业分析

2016 年以来，在国务院“稳增长、调结构”和“一带一路”相关政策推动下，外贸行业逐季回暖，同时受大宗商品价格止跌上扬影响，我国进口总额跌幅收窄且逐步实现增长

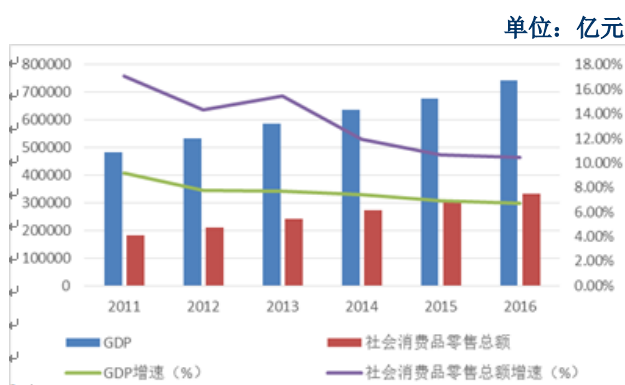
2016 年以来，面对全球经济复苏乏力、世界贸易额进一步下跌的严峻形势，我国政府大力落实促进外贸稳增长、调整外贸结构的政策措施，积极效果逐步显现。据海关统计，2016 年我国货物贸易进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年（下同）下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。

2017 年以来，全球主要经济体需求有所回升且大宗商品价格有所增长，同时在国务院“稳增长、调结构”相关措施和“一带一路”政策的大力推进下，我国进出口贸易持续好转，同时贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2017 年 1~4 月我国进出口贸易总额 1.22 万亿美元，同比增长 13.6%。其中出口 0.66 万亿美元，同比增长 8.1%；进口 0.56 万亿美元，同比增长 20.8%；贸易顺差 0.10 万亿美元，同比下降 37.5%。

进口业务方面，2016 年我国进口贸易总值跌幅小于出口值，2017 年一季度增速快于出口值，主要系大宗商品进口贸易量增长和进口贸易均价跌幅收窄甚至反弹增长所致。从主要大宗贸易品种来看，2016 年铁矿石、煤、铜、钢材等大宗商品进口量保持增长。当年，我国进口铁矿石 10.24 亿吨，同比增长 7.5%；煤 2.56 亿吨，同比增长 25.2%；铜 495 万吨，增长 2.9%；钢材 1,321 万吨，增长 3.4%。同年，铁矿石、煤、铜和钢材的进口均价仍处于低位，但较跌幅收窄，其中铁矿石进口均价同比下跌 0.5%，煤下跌 0.1%，铜下跌 6%，钢材下跌 5.5%，跌幅均有所收窄。2017 年一季度，大宗商品价格反弹增长，其中铁矿砂及其精矿进口均价同比增长 70.5%；煤及褐煤增长 88.5%；铜增长 31.3%。

国内贸易方面，尽管近几年经济增速放缓，但国内消费需求仍然较为旺盛。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比名义增长 10.9%（扣除价格因素，实际增长 9.2%）。2017 年一季度国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%；2017 年 1~2 月，社会消费品零售总额 57,960 亿元，同比名义增长 9.5%（扣除价格因素，实际增长 8.1%）。国内持续增长的经济总量以及消费需求，为国内贸易的发展提供良好基础。

图 1：2011~2016 年国内生产总值和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

整体而言，我国政府积极采取措施，大力推进外贸转型升级，为外贸的发展提供了有力支持，且国内经济和消费需求不断增长，为内贸提供良好空间。但中诚信证评也关注到，当前国际贸易形势复杂多变，外贸面临较大的不确定性。同时，我国劳动力、资金、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。

深圳市重要的战略定位及发达的经济水平为区域贸易企业的发展提供良好的环境，对外贸发展向好

深圳市是我国的经济特区、全国性经济中心城市和国际化城市。2016 年深圳市经济总量持续增长，全年生产总值 19,492.60 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%，增速分别高于全国、全省 2.3 个和 1.5 个百分点，居全省各地市第一，继续居内地大中城市第四位。经济增速逐季攀升，一季度、上半年、前三季度、全年的增速分别为 8.4%、8.6%、8.7% 和 9.0%。分产业看，第一产业增加值 6.29 亿元，下降 3.7%；第二产业增加值 7,700.43 亿元，增长 7.0%；

第三产业增加值11,785.88亿元，增长10.4%。二三次产业结构由上年的41.2:58.8调整为2016年的39.5:60.5，三产占GDP比重比上年提高1.7个百分点，首次突破六成。第二产业中，工业增加值7,190.86亿元，增长6.8%；建筑业增加值525.32亿元，增长9.0%。第三产业中，批发和零售业增加值2,103.05亿元，增长3.7%；住宿和餐饮业增加值359.36亿元，增长2.8%；交通运输、仓储和邮政业增加值594.81亿元，增长10.0%；金融业增加值2,876.89亿元，增长14.6%；房地产业增加值1,866.18亿元，下降0.5%；其他服务业增加值3,969.46亿元，增长17.2%。

外需方面，2016年深圳市进出口贸易向好，进出口贸易降幅收窄，出口总额连续24年居全国内地大中城市首位。2016年全市进出口总额26,307.01亿元，下降4.4%，较上年收窄3.8个百分点。其中，出口总额15,680.40亿元，下降4.5%，较上年收窄1.5

个百分点，出口规模连续24年居全国内地城市首位；进口总额10,626.61亿元，下降4.2%，较上年收窄6.9个百分点。

整体而言，深圳市重要的战略定位及发达的经济水平为区域贸易企业的发展提供良好的环境。但中诚信证评也关注到，国际贸易形势的复杂多变和大宗商品价格的频繁波动对公司供应链运营发展提出了更高的风险控制要求。

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，同时通过产业并购，积极推动发展环保新能源业务。2016年及2017年1~3月，公司营业收入分别为521.63亿元和89.55亿元，同比分别增长9.15%和19.54%，主业稳步增长。

表3：2014~2017.Q1公司收入结构

单位：万元、%

分产品	2014年		2015年		2016年		2017.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易执行服务	318.81	0.38	473.71	0.39	517.35	0.63	88.02	1.58
其中：有色金属	306.13	0.32	454.39	0.37	486.17	0.59	79.96	1.55
煤炭	7.55	1.56	17.03	1.28	28.12	1.03	6.70	1.80
其他	5.14	1.91	2.29	3.51	3.06	3.14	1.37	2.09
综合物流服务	2.18	14.46	2.47	17.51	2.59	8.39	1.12	8.01
物流园经营收入	0.19	66.79	0.18	64.06	0.13	94.91	0.03	100
环保新能源行业	-	-	1.52	35.72	1.52	45.32	0.37	28.99
其他	-	-	0.01	-105.39	0.04	6.18	0.01	5.36
合计	321.19	0.51	477.89	0.62	521.63	0.82	89.55	1.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司核心业务贸易执行服务业务收入保持稳定增长趋势，同时获利能力有所提升

2016年公司收入规模持续扩大，主要源于贸易执行服务业收入的进一步增长。当年公司实现贸易执行服务业务收入517.35亿元，同比增长9.21%，其占营业收入的比重为99.18%，较上年提升0.05个百分点。

业务模式上，公司贸易执行服务是指在国内、国际贸易中，预先匹配上下游客户需求，同时与上下游客户签订业务合同，然后集合商流、物流、信

息流和资金流为客户全方位提供高效、安全、低成本的供应链服务。在该业务开展过程中，公司先以“形式买断”¹供应商产品，通过自身的物流网络将货物配送到供应商指定的产品经销商或代理商所在地，经销商、代理商按预先约定的采购数量付款提货的综合物流服务。在商品流通中，公司仅充当了“贸易执行者”的角色，对货物的价格、质量、数量

¹ 注：形式买断是指物流服务商在贸易执行及进出口供应链服务过程中，虽然“买断”供应商产品，但不承担跌价和库存等风险。遇有经销商或贸易商未按合同约定提货情形，产品供应商需按合同约定的时限内回购原产品

等不承担风险，只是按一定比例收取综合服务费。公司该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，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。同时，公司以“商品采购价格+服务费”方式确定商品的销售价格，并与客户签订合同。

公司贸易执行服务业务的主要客户集中于电解铜等有色金属行业和煤炭行业，上述能源资源类贸易执行服务已成为公司收入和利润增长的重要来源。2016 年公司累计销售电解铜 93.89 万吨、金属矿 1,199.56 万吨和煤炭 677.71 万吨，同比分别增长 10.92%、119.60%和 88.20%。其中，2016 年公司电解铜和金属矿商品销售价格同比跌幅分别为 9.10%和 30.16%，得益于当年销售量的显著增长推动有色金属贸易执行服务收入同比增长 7.00%；当年煤炭销售均价同比微跌 5.42%，销量同比大幅增长 88.20%，促使煤炭贸易执行服务收入同比增长 65.12%。2016 年公司前五大客户销售额占年度销售总额的 19.61%，较上年下降 20.28 个百分点。随着业务资源的持续拓展，公司客户集中度有所下降，但其业务的行业集中度仍较高，面临的行业集中度风险应予以关注。

获利能力方面，随着公司贸易执行服务业务规模的扩大、市场占有率提升，公司对客户及供应商的议价能力有所增强，并取得了一定的规模经济效应。同时，公司以更好满足客商的需求为向导，不断整合和优化供应链服务节点、创新服务模式，服务内容及范围持续拓展，提升了业务附加值。2016 年公司贸易执行服务业务毛利率为 0.63%，较上年提高 0.24 个百分点。2017 年公司加强了有色金属其他相对毛利率较高的产品业务的拓展，取得了一定成效，一季度该业务获利能力提升至 1.58%。

2016 年公司积极拓展国际物流服务，当年综合物流服务收入小幅增长，但物流园出租率有所下降，使得物流园经营收入萎缩

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。其中，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。2016 年公司实现综合物流服务收入 2.59 亿元，同比增长 4.86%。

公司物流园经营服务的经营主体为下属控股子公司东莞飞马。东莞飞马主要从事位于东莞的黄江塑胶物流园的开发经营及现代物流服务。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。2016 年公司物流园区的年平均出租率为 70%，较上年有所下降，当年实现租赁收入 0.13 亿元，同比减少 27.78%，近年来出租率的下降使得公司物流园经营收入有所下滑。

2016 年公司成功并购骏马环保，新资产的注入推动环保新能源业务稳步发展，并成为公司新的盈利增长点

公司环保新能源业务的运营主体为大同富乔（项目公司），其主要业务是通过 BOT（Build-Operate-Transfer，即建设—经营—移交）等方式为政府提供全面、专业的垃圾焚烧发电项目的投资、建设、运营服务等。大同富乔主要业务流程为垃圾的初步分类、预处理和焚烧炉焚烧发电，其中垃圾发电上网销售收入是大同富乔的主要收入来源，2015 年和 2016 年环保新能源业务板块收入均为 1.52 亿元，业务发展较为稳定。

目前，大同富乔在营运项目为大同垃圾焚烧发电项目。大同富乔以 BOT 模式在大同市南郊区西韩岭乡马辛庄村废旧砖厂投资、建设、经营的城市

生活垃圾处理项目，日垃圾处理规模为 1,000 吨垃圾。上述项目经营期限为从项目正式投产之日起 30 年内，正式投产日期为 2011 年 10 月 9 日，即经营期限自 2011 年 10 月 9 日~2041 年 10 月 8 日，经营期满后项目将移交大同市市政府。2015 年 9 月 18 日，大同富乔与大同市市政管理委员会签订《大同富乔垃圾焚烧发电有限公司二期项目补充协议》，大同富乔现有生产线设计的处理能力处于饱和状态，为了满足大同市日益增加的生活垃圾处理需求，大同富乔按照市政府的要求，在严格遵守双方已签订的《特许经营权协议书》基础上，建设二期扩容项目。目前大同垃圾焚烧发电项目二期处于建设起步阶段，未来投产后公司日处理生活垃圾能力将达到 1,500 吨，垃圾焚烧发电业务有望进一步增长。但另一方面，BOT 项目建设的前期投资规模较大，中诚信证评对公司未来环保能源业务发展需面临的资本支出压力予以关注。

大同富乔与山西省电力公司大同供电公司签署《购售电合同》，在服从电力统一调度下，将垃圾焚烧所产生的电能通过变电站输送至国家电网，并根据发改委规定的上网电价获得销售收入。根据国家发展和改革委员会发改价格【2011】801 号、【2014】1908 号、晋价商字【2012】348 号文件，垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元、秸秆按农林生物质发电标杆电价每千瓦时 0.75 元，其余上网电量按统筹燃煤发电机组标杆上网电价每千瓦时 0.3857 元。根据大同富乔与大同市公用局签订的 BOT 协议，大同市公用局每天向大同富乔提供其管辖和负责区域内的生活垃圾，并按月结算垃圾处置费。在正式运营两年后，大同富乔可根据国家重大税收、环保、电价等调整政策、通胀等物价指数、飞灰和灰渣处置方式和费用等重大变化，向大同市公用局申请调整垃圾处置费。此外，跟踪期内，公司未受到重大环保处罚。总体来看，公司垃圾焚烧发电业务收入表现稳定，且与下游的结算周期较短，业务现金流状况较好。

从盈利预测情况来看，公司项目的投资回报率约为 10%（扣除所有费用后），项目盈利状况较好，且可提供稳定的现金流，但中诚信证评业务也对公

司前期投资垫资所面临的资本支出压力予以关注。

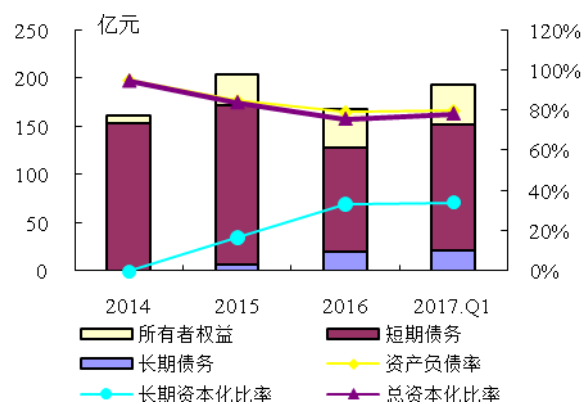
财务分析

以下分析基于立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2014~2016 年度标准无保留意见的财务报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

2016 年公司并购骏马环保使得无形资产和在建工程有所增加，同时期末投资性房地产后续计量模式由成本法转为公允价值计量，使得投资性房地产同比大幅增长。但当年末，公司为偿还银行短期借款和票据到期结算等，货币资金和部分短期债务规模大幅减少，使得总资产规模略有下降。截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产为 196.85 亿元，同比小幅减少 8.29%。负债方面，年末公司流动负债同比减少 25.33% 至 130.80 亿元，非流动负债同比增加 263.36% 至 25.29 亿元，整体负债规模有所下降。2016 年公司资本公积转增股本后总股本提升至 9.72 亿元，且当年利润留存使得未分配利润大幅增长至 18.90 亿元，年末所有者权益合计 40.76 亿元，同比增长 25.34%。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 79.29% 和 75.84%，分别较上年下降 5.56 和 8.29 个百分点；截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 79.94% 和 78.50%，财务杠杆比率仍处于较高水平。

图 2：2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司年末总资产包括流动资产 164.05 亿元，同比减少 18.85%，非流动资产 32.79 亿元，同比增加 162.53%。公司流动资产主要包括货币资金 62.48

亿元、应收账款 30.05 亿元和预付账款 60.32 亿元。其中，货币资金中因抵押、质押或冻结等受限规模 38.36 亿元；账龄 1 年以内应收账款规模仍保持在 90% 左右；预付账款主要为矿产资源类商品的采购预付款，其中 99% 账龄都在一年以内，近年随着业务规模的扩大而增长。公司非流动资产主要包括投资性房地产 21.92 亿元和固定资产 2.48 亿元。其中，当年公司会计计量方式的变更使得投资性房地产评估增值后大幅增长 472.32%；公司新加坡原用于出租的房产从投资性房地产科目转入固定资产科目，使得固定资产同比增长 138.46%。

债务期限结构方面，2016 年末公司银行短期借款和应付票据规模大幅减少，当年成功发行公司债券使得长期债务规模增加。截至 2016 年 12 月 31 日，公司短期债务为 107.69 亿元，长期债务为 20.27 亿元，长短期债务比为 5.31 倍，较上年下降 19.97 倍，债务期限结构大幅优化。截至 2017 年 3 月末，公司长短期债务比为 6.08 倍。但鉴于公司当前债务仍以短期债务为主，其面临的短期偿债压力应予以关注。

总体来看，2016 年公司通过长短期债务的置换使得债务期限结构有所优化，但其财务杠杆比率仍处于较高水平，且短期债务偿还压力较大，财务结构稳健性仍需提高。

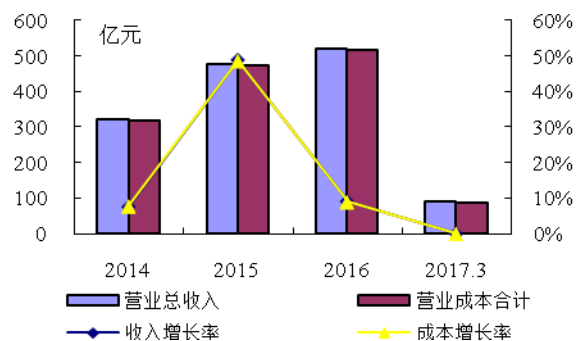
盈利能力

近年公司积极发展有色金属贸易执行服务业务，推动收入规模持续增长，2016 年公司实现营业收入 521.63 亿元，同比增长 9.15%；2017 年 1~3 月，营业收入为 89.55 亿元，同比增长 19.54%，业务发展状况良好。从收入构成来看，2016 年公司贸易执行服务业务占营业总收入的比重为 99.18%，主业依然突出。

营业毛利率方面，2016 年公司营业毛利率为 0.82%，较上年提升 0.2 个百分点。细分来看，当年规模效益提升、议价能力提高及增值服务的完善促使贸易执行业务毛利率上升 0.24 个百分点；综合物流服务业务因人工成本上涨、价格竞争激烈等因素影响，毛利率下降 9.12 个百分点；物流园经营业务因经营资产以公允价值计量后停止了折旧，成本的

大幅减少促使毛利率提升 30.85 个百分点；环保新能源业务随着管理运营进一步改进优化，业务成本得到有效控制，单位效益提升促使当年毛利率提升 9.6 个百分点。从近期来看，公司 2017 年一季度营业毛利率为 1.80%，获利能力显著提升主要源于一季度贸易执行业务中部分毛利相对较高产品占比增长所致。中诚信证评将持续关注公司现有贸易执行业务获利能力的稳定性，及对未来毛利率产生的影响。

图 3：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

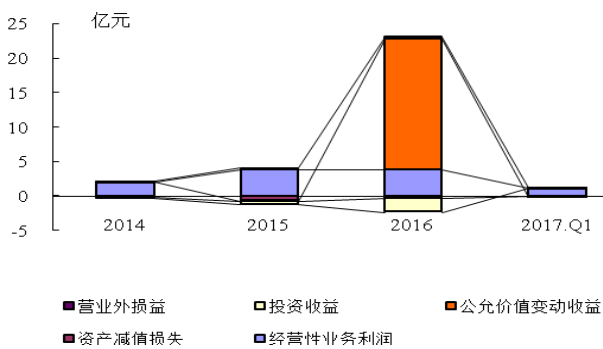
从期间费用看，2016 年公司销售费用为 0.28 亿元，同比增加 39.90%，主要是业务规模扩大、新增合并主体使得服务配套成本、人工成本、运营成本上涨所致；管理费用为 1.60 亿元，同比增长 50%，主要系管理人员工资和平台研发投入增加所致；财务费用为 -1.45 亿元，同比增加 32.09%，主要是利息收入及汇兑收益的减少所致。2016 年公司期间费用总额为 0.42 亿元，三费与营业收入占比为 0.08%，较上年增加 0.26 个百分点。总体来看，公司当年期间费用支出有所增加，但仍控制在相对较低水平。

表 4：2014~2016 年公司期间费用分析

项目名称	单位：亿元		
	2014	2015	2016
销售费用	0.14	0.20	0.28
管理费用	0.56	1.07	1.60
财务费用	-1.12	-2.14	-1.45
三费合计	-0.42	-0.88	0.42
营业总收入	321.19	477.89	521.63
三费收入占比	-0.13%	-0.18%	0.08%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 4：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

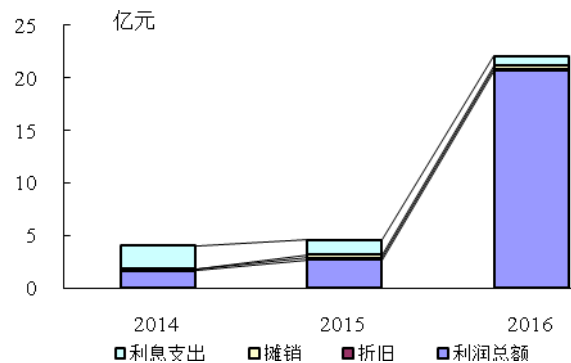
利润总额方面，2016 年公司经营性业务利润 3.79 亿元，同比持平；投资收益-2.01 亿元，主要是处置以公允价值计量的金融资产发生的投资亏损；当年公司对投资性房地产变更为公允价值计量方式使得公允价值变动收益大幅增长至 19.00 亿元，对当期利润贡献度很大。2016 年，公司最终实现利润总额 20.75 亿元，同比增长 652.88%。

综合而言，2016 年公司营业收入持续增长，获利能力小幅提升，同时公允价值变动收益的大幅提升使得利润总额实现大规模增长，但其存在一定的偶然性，中诚信证评将对公司盈利的稳定性予以持续关注。

偿债能力

公司固定资产规模较小，折旧支出有限，EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。2016 年公司利息支出 0.91 亿元，同比减少 33.65%，当年利润总额大幅增加使得全年实现 EBITDA 为 22.11 亿元，同比增长 383.23%。现金流方面，2016 年公司经营活动产生的现金流量净额-16.69 亿元，同比下降 80.09%，经营活动现金流下降主要是公司在业务规模扩大过程中预付资金规模增加及采购环节银行承兑汇票等支付比例下降所致。

图 5：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从各项偿债指标表现来看，2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 5.79 和 24.38 倍。2016 年公司总债务规模有所减少，同时受益于当年 EBITDA 的大幅增长，其对债务本息的保障程度有所提升。但受经营活动现金流净流出影响，当年公司经营净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为-0.13 和-18.41 倍，同比下降 0.08 和 11.63 倍，经营性现金流对债务本息的保障程度下降。

表 5：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.3
总债务 (亿元)	154.09	172.42	127.96	151.84
EBITDA (亿元)	4.13	4.58	22.11	-
经营活动净现金 (亿元)	3.13	-9.27	-16.69	0.21
经营活动净现金/总债务 (X)	0.02	-0.05	-0.13	0.01
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.40	-6.78	-18.41	4.00
总债务/EBITDA (X)	37.28	37.69	5.79	-
EBITDA 利息保障系数 (X)	1.85	3.35	24.38	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，公司未清担保余额 27.49 亿元，其中对子公司担保 22.07 亿元，合并口径对联营企业担保 5.42 亿元，或有负债风险相对较小。

银行授信方面，截至 2017 年 3 月末，公司拥有银行授信额度 105.84 亿元，其中尚未使用额度为 30.58 亿元，具有一定的备用流动性。

整体来看，公司负债率仍处于较高水平，经营性现金流状况不佳，但营业收入持续增长，获利能力有所提升，加之债务期限结构有所优化，整体偿

债能力依然很强。

信用增级措施

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

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，是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心有限公司，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月深圳担保集团进行股权置换，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年末注册资本为10亿元。后经多次增资，截至2017年3月末，深圳担保集团注册资本及实收资本为18亿元，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深圳担保集团的实际控制人。

深圳担保集团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2016年12月31日，深圳担保集团总资产为58.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为26.35亿元，资产负债率为55.21%，年末在保责任余额194.52亿元。2016年深圳担保集团实现营业收入7.13亿元，净利润3.35亿元，经营活动净现金流-5.30亿元。

截至2017年3月31日，深圳担保集团总资产为63.65亿元，所有者权益合计为29.50亿元，资产负债率为53.65%，期末在保责任余额204.90亿元；2017年1~3月，实现营业总收入1.85亿元，净利润1.07亿元。

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扩大当地金融信贷机构的资金投放为主要职责。2016年末深圳担保集团在保责任余额分别为194.52亿元，较上年增长8.46%；2017年3月末在保责任余额为204.90亿元，担保业务保持较快发展。

2016年深圳担保集团实现营业收入7.13亿元，同比增长23.57%，其中担保业务收入为6.68亿元，同比增长29.96%，是当年营业收入增长的主要动力。2017年一季度，深圳担保集团实现营业收入1.85亿元，同比增长30.28%，业务收入保持良好的增长态势。

表6：2014~2016年以及2017年1~3月深圳担保集团营业总收入构成情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
(一) 担保业务收入	4.57	5.14	6.68	1.73
其中：担保费收入	1.69	1.36	1.53	0.28
担保评审费收入	0.12	0.97	0.06	0.01
保函收入	0.48	0.64	0.93	0.24
其他业务收入	2.28	3.05	4.15	1.19
(二) 利息收入	0.47	0.45	0.31	0.10
(三) 手续费及佣金收入	0.20	0.18	0.14	0.03
营业总收入	5.24	5.77	7.13	1.85

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

担保业务

深圳担保集团系广东省规模最大的政策性担

保机构，主要为深圳市中小企业提供融资协助，区域业务集中度高达90%，并逐步向珠三角地区辐射。截至2017年3月末，深圳担保集团在保责任

余额 204.90 亿元。

银担合作方面，凭借实际控制方的支持以及自身与银行合作关系的紧密加深，深圳担保集团已与深圳市 38 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。截至 2017 年 3 月末，深圳担保集团与各大银行明确的融资担保授信额度达 461 亿元，授信额度远高于在保责任余额，未来的业务发展空间仍较大。同时，深圳担保集团与所有银行均成功建立了风险分担合作机制，为其担保业务的良性发展提供了进一步保障。

表 7：2014~2017.Q1 担保业务发生及代偿情况

单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
在保余额	155.40	179.34	194.52	204.90
在保责任余额	155.40	179.34	194.52	204.90
当期担保发生额	223.15	260.19	281.16	65.61
当年代偿额度	0.42	0.70	0.74	0.57
当年收回额度	0.10	0.49	0.31	0.00
年度代偿率（%）	0.22	0.30	0.28	1.05
累计代偿率（%）	0.039	0.053	0.066	0.091
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，2016 年担保发生额为 281.16 亿元，年末在保责任余额 194.52 亿元，担保放大倍数 6.84 倍。2017 年 1~3 月，深圳担保集团担保发生额 65.61 亿元，期末在保余额 204.90 亿元，担保放大倍数 6.95 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，担保业务规模持续增长。

信用风险管理

深圳担保集团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，深圳担保集团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，深圳担保集团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，并降低因企业出现还款困难而出现损失。

整体来看，深圳担保集团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 2017 年 3 月末，深圳担保集团前十大行业合计在保责任余额 158.96 亿元，占总在保责任余额的 81.72%，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 35.47% 和 18.55%，担保业务集中于建筑及电子行业。鉴于当前我国经济下行压力较大，中小企业经营面临较大困难，中诚信证评将对深圳担保集团的行业集中度风险予以关注。

从客户集中度来看，截至 2017 年 3 月末，深圳担保集团前十大客户在保责任余额合计为 40.56 亿元，占总在保责任余额的 20.85%，前十大客户中建筑行业客户 3 家，合计担保责任余额 9.56 亿元，大客户的行业集中度相对较高。从单一客户集中度来看，深圳担保集团最大客户在保责任余额为 64,000 万元，占期末净资产的 22.51%，系深圳市茂兴置业有限公司债券担保项目，单一客户债券担保余额不超过净资产的 30%，符合监管要求。

期限结构方面，截至 2017 年 3 月末，深圳担保集团担保项目在保责任余额存续期限在 1 年（含）以内占总在保责任余额的 33.62%；1~2 年（含）的

占 35.34%；期限 2 年以上占比为 31.04%。近年来随着承接公司债担保项目的增多，深圳担保集团在保责任余额存续期限总体有所延长，对其风险控制提出了更高的要求。

资产质量

受宏观经济增速下滑影响，中小企业经营困难，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，导致担保代偿。从代偿规模来看，2016 年及 2017 年一季度深圳担保集团涉及代偿金额分别为 0.74 亿元和 0.57 亿元；同期年度代偿率分别为 0.28% 和 1.05%，2017 年客户违约率上升较快。截至 2016 年末，深圳担保集团累计代偿率上升至 0.066%，较上年增加 0.013 个百分点；2017 年 3 月末上升至 0.091%。尽管深圳担保集团累计代偿率在同行业内仍控制在较低水平，但其近期代偿率上升较快，受经济环境影响，当前中小企业生存状况不断恶化，中诚信证评将持续关注其未来业务的代偿情况。追偿方面，深圳担保集团近三年累计代偿金额合计 1.86 亿元，累计追偿金额 0.75 亿元，累计追偿率 40.32%。但由于 2017 年发生的代偿规模较大，其回收存在时滞性，后续追偿效果需要持续关注。

准备金计提制度方面，深圳担保集团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。2016 年末及 2017 年 3 月末，深圳担保集团计提的各项担保风险准备金余额合计分别为 4.00 亿元和 4.07 亿元，准备金覆盖率分别达 2.06% 和 1.99%，维持在相对高位。总体来看，深圳担保集团准备金计提较充分，较大程度上对代偿能力提供保障。

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，代偿规模增大及后续的追偿情况。

其他业务

深圳担保集团其他业务收入主要为委托贷款利息收入，此外利息收入、手续费及佣金收入由小

贷、典当等资金业务形成。

2016 年末以及 2017 年 3 月末深圳担保集团委托贷款余额分别为 33.12 亿元和 29.29 亿元，其委贷业务主要由自有资金委托贷款和财政资金委托贷款两部分构成。

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自有资金为担保客户提供（银行贷款）贷前委托贷款服务。2016 年末以及 2017 年 3 月末，深圳担保集团自有资金委托贷款余额分别为 31.45 亿元和 27.52 亿元，近期自有资金委托贷款规模有所减小。财政资金委托贷款业务系受深圳市财政委员会、深圳市经济贸易和信息化委员会以及深圳市科技创新委员会委托，深圳担保集团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发放的专项资金。同时，深圳担保集团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。2016 年末以及 2017 年 3 月末，深圳担保集团财政资金委托贷款余额分别为 1.67 亿元和 1.77 亿元，近期财政资金委托贷款余额有所增加。

小额贷款业务的经营主体为深圳市西奇西小额贷款有限公司（以下简称“西奇西”）。2016 年西奇西放贷金额为 5.37 亿元，较上年增长 3.67%；实现收入 0.26 亿元，同比减少 25.34%。典当业务的经营主体为深圳市金鼎信典当行有限公司（以下简称“金鼎信”），2016 年金鼎信当期典当金额为 10.00 亿元，实现收入 0.21 亿元，同比下降 24.87%。2016 年深圳担保集团小额贷款业务违约案例 2 起，涉及金额 366 万元；典当业务未出现违约案例。

表 8：2014~2017.Q1 深圳担保集团小贷和典当业务发展情况

业务	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017.Q1
小额贷款	笔数（笔）	174	141	163	45
	户数（户）	109	74	93	29
	当期放贷金额（亿元）	5.77	5.18	5.37	1.22
	期末账面余额（亿元）	1.89	1.77	3.27	3.55
典当	笔数（笔）	159	144	97	18
	当期典当金额（亿元）	15.66	13.42	10.00	2.57
	期末账面余额（亿元）	1.52	0.89	0.33	0.78

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 2016 年财务报表及未经审计的 2017 年 3 月财务报表。

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强。2016 年末和 2017 年 3 月末，深圳担保集团的所有者权益分别为 28.43 亿元和 29.50 亿元，核心资本分别为 31.90 亿元和 32.87 亿元，保持增长趋势；同期，核心资本担保放大倍数分别为 6.10 倍和 6.23 倍。总体来看，随着净资产规模的持续提升，深圳担保集团资本充足率仍维持在较高水平。

表 9：2014~2017.Q1 深圳担保集团资本充足性指标

	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
期末在保余额	155.40	179.34	194.52	204.90
净资产	24.26	26.08	28.43	29.50
核心资本	27.21	29.19	31.90	32.87
净资产放大倍数（X）	6.40	6.88	6.84	6.95
核心资本放大倍数（X）	5.71	6.14	6.10	6.23

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

随着业务规模的扩大，深圳担保集团资产总额持续增长，2016 年末总资产为 61.34 亿元，同比增长 15.17%；截至 2017 年 3 月末总资产扩大至 63.75 亿元。从资产构成来看，深圳担保集团资产以流动资产为主，2016 年末流动资产均占当期资产总额的 80% 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，2016 年末货币资金 16.92 亿元，不存在使用受限的情形，流动性较好；委托贷款 31.45 亿元，全部为自有资金

委托贷款，其潜在风险值得关注；同期其他流动资产中 1.36 亿元为财政资金委托贷款。2016 年末长期资产主要包括发放贷款及垫款 3.48 亿元、可供出售金融资产 0.99 亿元、长期股权投资 0.53 亿元和在建工程 2.44 亿元。其中，发放贷款及垫款主要是由小额贷款、典当业务产生；长期股权投资对象为深圳市不动产融资担保股份有限公司，深圳担保集团持股比例为 25%；在建工程系南山区科技园的办公楼。整体来看，深圳担保集团资产以流动资产为主，且货币资金规模较大，资产流动性较好。

2016 年及 2017 年 3 月末，深圳担保集团负债总额分别为 32.91 亿元和 34.15 亿元，负债规模呈持续扩大趋势。同期，深圳担保集团资产负债率均为 53.65%，近年财务杠杆比率维持稳定。从负债结构来看，2016 年末深圳担保集团流动负债合计 27.26 亿元，长期负债 5.66 亿元，负债以流动负债为主。流动负债主要包括客户的存入保证金 1.20 亿元、提取的担保赔偿准备金 1.87 亿元、短期责任准备金 0.34 亿元和其他流动负债 20 亿元。其中，其他流动负债系深圳担保集团向控股股东深圳投控的借款。年末长期负债主要为其他非流动负债 5.65 亿元，系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。2017 年深圳担保集团向深圳投控偿付上述款项后再次向其借入 20 亿元资金计入长期应付款科目。截至 2017 年 3 月末，深圳担保集团流动负债与非流动负债规模分别为 7.30 亿元和 26.86 亿元，负债结构调整为以长期负债为主。总体来看，深圳担保集团负债以非流动负债为主，而长期负债中股东拆入资金占比较高，负债结构具有较高的稳定性，有利深圳担保集团的流动性管理。

深圳担保集团收入包括担保费、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主要的收入及盈利来源。2016年深圳担保集团担保业务量持续增加，收入规模持续增长，当年取得营业收入7.13亿元，同比增长23.57%。2017年一季度，深圳担保集团在保余额进一步扩大，当年1~3月取得营业收入1.85亿元，较上年同期增长30.28%，业务规模稳步增长。

深圳担保集团成本控制能力较强，2016年营业成本主要为担保业务支出和管理费用等。2016年深圳担保集团发生担保业务支出2.08亿元，主要为提取的未到期责任准备和担保赔偿准备，并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。受中小企业违约风险加大影响，深圳担保集团提取风险准备金较为充分，使得担保业务成本增长较快。2016年深圳担保集团实现投资收益0.05亿元，最终实现净利润3.35亿元，同比微增3.08%。

表 10：2014~2017.Q1 深圳担保集团综合盈利指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
营业总收入（亿元）	5.24	5.77	7.13	1.85
投资收益（亿元）	0.39	0.27	0.05	0.07
净利润（亿元）	2.84	3.25	3.35	1.07
平均净资产回报率（%）	13.51	12.91	12.29	-
平均净资本回报率（%）	12.00	11.52	10.34	-

注：2016年3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

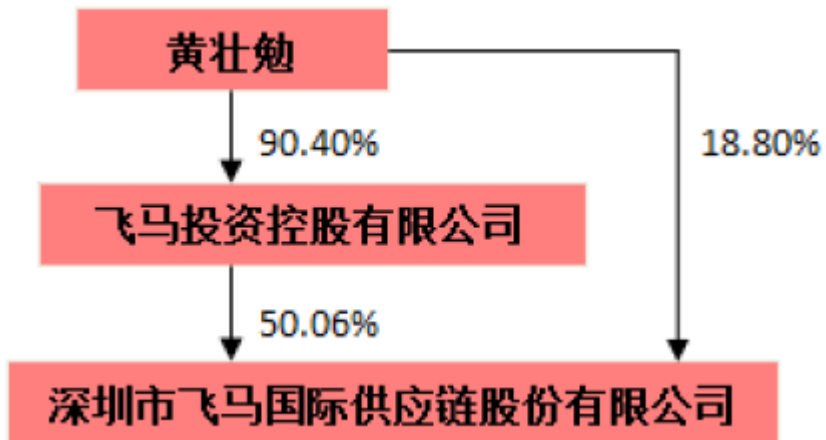
受益于业务发展所带来的规模效应，2016年深圳担保集团净利润规模保持了上升态势，当年取得净利润3.35亿元，同比增加3.08%；从回报率来看，2016年平均净资产回报率和平均资本回报率分别为12.29%和10.34%，较上年略有下降。随着业务规模的扩大以及自有资本规模的提高，摊薄了原单位资本及单位资产的回报水平，相比行业内的政策性担保机构，深圳担保集团的平均资本回报率及平均资产回报率仍处于较高水平。

总体来看，深圳担保集团作为专业性的担保机构，具备很强的综合实力，能够有效提高本次债券的偿付安全性。

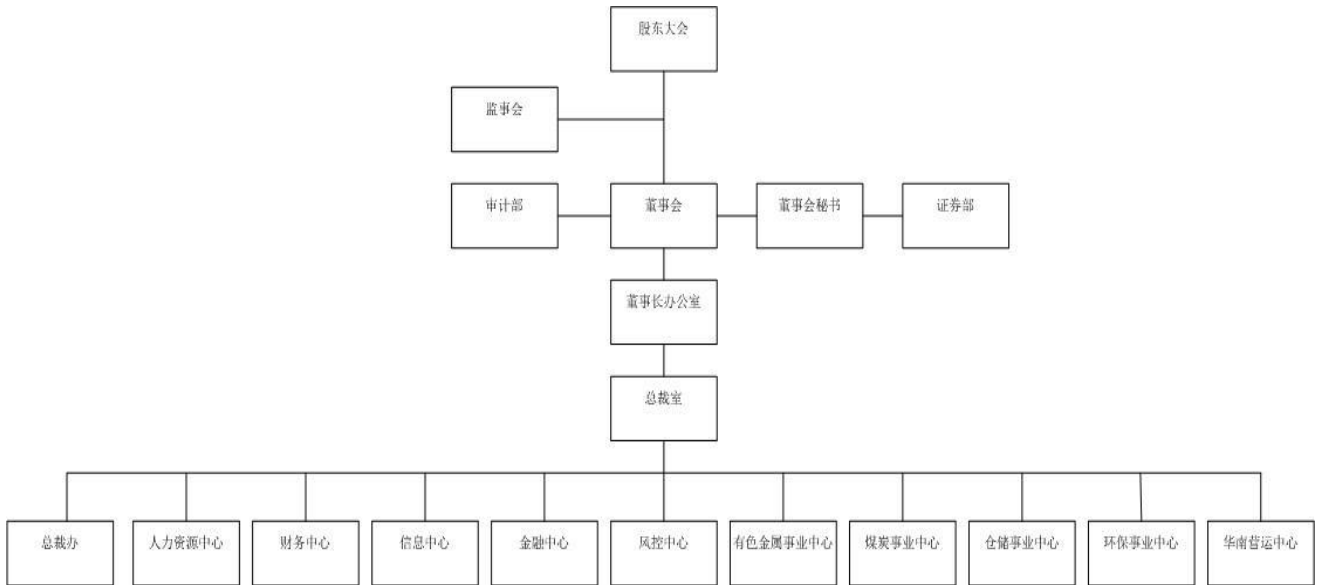
结 论

综上，中诚信证评维持飞马国际主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定；维持“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”的信用等级为AA⁺。

附一：深圳市飞马国际供应链股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 03 月 31 日）



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 2017 年 03 月 31 日）



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财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	1,054,367.76	1,138,867.39	624,828.39	677,232.59
应收账款净额	130,243.75	199,821.85	300,476.33	301,077.39
存货净额	21,944.95	10,252.37	31,365.06	46,925.97
流动资产	1,689,033.26	2,021,581.78	1,640,545.16	1,746,332.90
长期投资	0.00	4,747.27	5,440.33	5,705.28
固定资产合计	14,115.12	49,745.99	252,445.76	251,338.87
总资产	1,705,673.96	2,146,506.26	1,968,489.34	2,073,283.45
短期债务	1,540,913.17	1,658,622.41	1,076,892.49	1,303,894.52
长期债务	0.00	65,600.43	202,682.29	214,497.53
总债务	1,540,913.17	1,724,222.85	1,279,574.78	1,518,392.05
总负债	1,624,832.32	1,821,298.99	1,560,884.04	1,657,476.41
所有者权益（含少数股东权益）	80,841.64	325,207.27	407,605.30	415,807.04
营业总收入	3,211,905.60	4,778,931.72	5,216,286.34	895,457.78
三费前利润	15,732.10	29,145.45	42,218.57	16,013.82
投资收益	-1,093.40	-4,761.33	-20,120.82	181.99
净利润	14,791.19	22,760.05	158,668.83	7,349.84
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	41,328.49	45,751.51	221,083.80	-
经营活动产生现金净流量	31,275.59	-92,697.83	-166,940.29	2,055.89
投资活动产生现金净流量	-6,494.10	-82,011.97	-35,103.45	-4,909.49
筹资活动产生现金净流量	-100,045.11	250,784.16	318,802.75	-87,752.14
现金及现金等价物净增加额	-76,384.26	75,685.01	120,418.31	-86,560.38
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	0.51	0.62	0.82	1.80
所有者权益收益率（%）	18.30	7.00	38.93	7.07
EBITDA/营业总收入（%）	1.29	0.96	4.24	-
速动比率（X）	1.03	1.15	1.23	1.22
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	-0.05	-0.13	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	-0.06	-0.16	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	1.40	-6.78	-18.41	4.00
EBITDA 利息倍数（X）	1.85	3.35	24.38	-
总债务/EBITDA（X）	37.28	37.69	5.79	-
资产负债率（%）	95.26	84.85	79.29	79.94
总资本化比率（%）	95.02	84.13	75.84	78.50
长期资本化比率（%）	0.00	16.79	33.21	34.03

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2、2017年3月末所有者权益收益率、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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	157,333.95	142,082.56	169,190.33	223,816.96
其他应收款	6,489.87	13,124.46	20,660.71	12,456.45
委托贷款	143,471.93	266,478.58	314,543.64	275,222.78
其他流动资产	31,135.70	34,032.00	16,690.80	17,720.80
流动资产合计	344,471.18	466,293.03	535,769.68	549,218.25
发放贷款及垫款	33,517.04	25,810.89	34,814.10	42,148.80
长期股权投资	5,286.71	5,299.00	5,307.42	7,006.12
资产总计	419,025.03	532,559.52	613,407.39	636,476.01
存入保证金	14,022.71	17,173.12	12,772.81	13,876.59
担保赔偿准备	19,145.70	21,338.05	23,589.48	24,348.48
未到期责任准备	9,463.96	8,906.18	10,161.73	10,161.73
负债合计	176,378.63	271,785.70	329,143.52	341,521.76
所有者权益合计	242,646.40	260,773.81	284,263.87	294,954.25
担保费收入	16,893.17	13,593.85	15,317.82	2,835.25
委贷收入	22,800.28	30,504.26	40,441.95	11,541.17
投资收益	3,879.96	2,722.31	514.64	65.00
利润总额	38,842.00	42,979.20	45,336.15	12,474.10
净利润	28,387.75	32,506.01	33,533.70	10,705.90
担保组合数据（单位：亿元）	2014	2015	2016	2017.Q1
期末在保余额	155.40	179.34	194.52	204.90
年新增担保额	223.15	260.19	281.16	65.61
当年代偿金额	0.42	0.70	0.74	0.57
当年代偿回收金额	0.10	0.49	0.31	0.00

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

	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产（亿元）	41.90	53.26	58.83	63.65
担保损失准备金（亿元）	3.48	3.64	4.00	4.07
所有者权益（亿元）	24.26	26.08	28.43	29.50
担保费收入（亿元）	1.69	1.36	1.53	0.28
净利润（亿元）	2.84	3.25	3.35	1.07
年新增担保额（亿元）	223.15	260.19	281.16	65.61
期末在保余额（亿元）	155.40	179.34	194.52	204.90
盈利能力（%）				
担保费收入/年新增担保额	0.76	0.52	0.54	0.43
平均净资产回报率	13.51	12.91	12.29	-
平均净资本回报率	12.00	11.52	10.34	-
资产质量（%）				
年内代偿率	0.22	0.30	0.28	1.05
累计代偿率	0.08	0.053	0.066	0.091
担保损失准备金/期末在保余额	2.24	2.03	2.06	1.99
资本充足性				
净资产（亿元）	24.26	26.08	28.43	29.50
核心资本（亿元）	27.21	29.19	31.90	32.87
净资产放大倍数（X）	6.40	6.88	6.84	6.95
核心资本放大倍数（X）	5.71	6.14	6.10	6.23

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 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 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 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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)

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。