



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪248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，上调贵公司主体信用等级至AA，评级展望稳定；上调“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”债项信用等级至AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月一日

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（2018）

发行主体	深圳市飞马国际供应链股份有限公司		
债券简称	16 飞马债		
债券代码	112422		
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	2017/06/22		
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	AAA AA	评级展望 稳定

概况数据

飞马国际	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	32.52	40.76	43.02
总资产（亿元）	214.65	196.85	214.88
总债务（亿元）	172.42	127.96	145.89
营业总收入（亿元）	477.89	521.63	613.84
营业毛利率（%）	0.62	0.82	0.85
EBITDA（亿元）	4.58	22.11	5.73
所有者权益收益率（%）	7.00	38.93	7.38
资产负债率（%）	84.85	79.29	79.98
总债务/EBITDA（X）	37.69	5.79	25.46
EBITDA 利息倍数（X）	3.35	24.38	4.60
深圳担保集团	2015	2016	2017
总资产（亿元）	53.26	61.34	113.17
担保损失准备金合计（亿元）	3.64	4.00	4.27
所有者权益（亿元）	26.08	28.43	97.44
营业总收入（亿元）	5.77	7.13	9.07
在保余额（亿元）	179.34	194.52	237.42
投资收益（亿元）	0.27	0.05	0.16
净利润（亿元）	3.25	3.35	4.10
累计代偿率（%）	0.053	0.066	0.065
净资产放大倍数（X）	6.88	6.84	2.53
核心资本放大倍数（X）	6.14	7.85	2.51

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2017 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”）营业收入持续增长，环保新能源业务发展加速将逐步推动业务结构的优化，且其投资性房地产持续增值。但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以及面临一定的行业集中度风险等因素对整体业务经营及信用状况造成影响。

综上，中诚信证评上调飞马国际主体信用等级至 AA，评级展望稳定；上调“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”信用等级至 AAA。上述债项级别同时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

- 供应链管理服务是物流行业未来发展的主流趋势，行业发展前景良好。公司贸易执行服务收入持续增长，推动整体收入水平提升，2017 年公司营业收入为 613.84 亿元，同比增长 17.68%，业务发展状况良好。
- 环保新能源业务发展加速。2017 年，公司与多地政府签署环保项目投资框架协议/项目投资协议，目前相关项目正在推进实施中。公司新能源业务规模有望进一步增长，实现业务结构的逐步优化。
- 投资性房地产质量较好。公司子公司东莞飞马持有的位于东莞黄江的土地自 2016 年转变土地性质，转以公允价值计量后，2017 年该处投资性房地产公允价值变动损益为 1.22 亿元，年末投资性房地产账面价值为 23.13 亿元，同比增长 5.57%。
- 极强的担保实力。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，资产负债率虽在同业中相对较低，但仍长期处于高水平。此外，未来环保项目的资金投入亦增加了公司的资本支出压力。
- 贸易执行品类相对集中，受市场波动影响较大。公司贸易执行业务主要服务有色金属和煤炭行业，2017年在上述行业领域的贸易执行业务收入分别占营业总收入的93.71%和6.05%，公司贸易品类主要集中于有色金属行业，市场行情的变化将对公司运营产生较大影响。

分 析 师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

阮思齐 sqruan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月1日



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。

重大事项说明

1、关于收购资产事项进展的说明

为推进实施双主业发展战略，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的方式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，公司完成骏马环保相关标的资产交割、工商变更等工作，骏马环保成为公司全资子公司，纳入公司合并范围，并收购骏马环保后公司新增环保新能源业务。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 年和 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 2017 年度实现净利润为 5,301.74 万元，扣除非经常性损益后的净利润为 5,236.06 万元，达到盈利预测的指标要求。

国丰新能源和中清环保收购事项方面，出于对公司未来发展的综合考量，交易双方决定终止国丰新能源 55% 股权和中清环保 55% 股权交易。公司于 2017 年 7 月 26 日、2017 年 8 月 15 日召开第四届董事会第十四次会议、2017 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于终止部分收购资产暨关联交易的议案》，终止收购国丰新能源 55% 股权和中清环保 55% 股权。

2、关于公司停牌的说明

因筹划重大事项，公司股票自 2018 年 3 月 26 日开市起停牌。本次筹划重大事项为公司子公司东莞飞马拟通过增资扩股方式引入战略投资者，公司已与交易对手方就本次交易达成了初步合作意向，公司将与相关方积极、加紧推进本次事项的各项工

作。

同时，因公司筹划发行股份购买资产事项，公司股票自 2018 年 4 月 18 日开市起停牌。本次的交易标的公司包括四川佰能生物发电有限公司和灵石县鑫和垃圾焚烧发电有限公司，公司拟以发行股份的方式收购目标公司的全部股权。两家目标公司资产初步估值均为人民币 3 亿元。中诚信证评将持续关注该资产购置事项进展及可能对公司业务及格局产生的影响。

行业分析

2017 年，国内物流行业持续发展，网络信息技术升级带动业态不断创新

2017 年，全国社会物流总额为 252.8 万亿元，同比增长 10.06%。从构成上看，工业品物流总额 234.5 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%；进口货物物流总额 12.5 万亿元，增长 8.7%；农产品物流总额 3.7 万亿元，增长 3.9%；再生资源物流总额 1.1 万亿元，下降 1.9%；单位与居民物品物流总额 1.0 万亿元，增长 29.9%。我国社会物流总额逐步扩张的同时，现代物流产业的发展速度 and 专业化程度不断提升，我国社会物流效率有所改进，物流市场环境不断转好。行业内普遍以全社会物流总费用占 GDP 的比例来评价整个经济体的物流效率，社会物流总费用占 GDP 的比例越低，代表该经济体物流效率越高，物流产业越发达。2010-2017 年期间，全国社会物流总费用从 7.1 万亿元上升到 12.1 万亿元，年复合增长率为 7.91%，体现出我国物流行业在需求旺盛的情况下，物流总费用规模也不断扩大。在此期间，全国物流总费用与 GDP 的比例从 17.8% 下降至 14.6%，物流效率总体有所提升，但是较发达国家的物流效率水平相比，还存在较大改进空间。

网络信息技术升级带动行业新技术、新业态不断涌现。随着信息技术和供应链管理不断发展并在物流业得到广泛运用，通过物联网、云计算等现代信息技术，实现货物运输过程的自动化运作和高效化管理，提高物流行业的服务水平，降低成本、减少自然资源和市场资源的消耗，实现智能物流。现

代物流行业兼并收购趋势明显，行业整合加速。物流行业服务不断向供应链两端延伸，逐渐与制造业建立深度合作。物流企业从最初只承担简单的第三方物流，逐步拓展到全面介入企业的生产、销售阶段，并通过整合供应链上下游信息，优化企业各阶段的产销决策，物流企业专业化服务水平和效益显著提高。在国家政策的鼓励和引导下，更多物流企业向提供供应链服务方向延伸发展。

供应链管理服务行业在国民经济行业分类中单列，同时产业创新升级有望加快，行业发展在政策层面有望得到更多支持

在国家统计局最新批准发布的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)中，明确了供应链管理服务单列统计类别为“商务服务业-7224-供应链管理服务”，这将对供应链管理服务业持续、健康、有序发展发挥重要作用。该标准已于2017年10月1日正式实施。文件中明确指出，供应链服务是基于现代信息技术对供应链中的物流、商流、信息流和资金流进行设计、规划、控制和优化，将单一、分散的订单管理、采购执行、报关退税、物流管理、资金融通、数据管理、贸易商务、结算等进行一体化整合的服务。

由于原有国家标准没有对供应链服务设置独立的分类，因此难以开展产值、收入、利润等方面的统计，导致反映产业全貌的数据缺失，给产业政策的制定、重大专项批复等方面带来了许多问题。而这一修订将对促进供应链服务行业和企业的发展具有长远的积极影响，标志着供应链管理服务作为一个新的行业业态，已经成为新时期国家经济和社会发展的重要组成部分。这不仅是国家层面对供应链服务行业的极大认可，也标志着供应链行业将从政策扶持、营商环境等诸多方面迎来新的发展春天。

此外，2017年10月，国务院办公厅颁布了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》(以下简称“《意见》”)。《意见》中提出，以供应链与互联网、物联网深度融合为路径，以信息化、标准化、信用体系建设和人才培养为支撑，创新发展供应链新理念、新技术、新模式，高效整合各类资源和要

素，提升产业集成和协同水平，打造大数据支撑、网络化共享、智能化协作的智慧供应链体系，推进供给侧结构性改革，提升我国经济全球竞争力。同时提出了“到2020年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，培育100家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心”的目标。

为达成上述目标，《意见》提出了包括营造良好的供应链创新与应用政策环境、积极开展供应链创新与应用试点示范、加强供应链信用和监管服务体系建设和推进供应链标准体系建设、加快培养多层次供应链人才、加强供应链行业组织建设等在内的多项措施。

公司深耕供应链行业多年，近年来加大投入对大宗商品供应链业务进行研究，未来能够更多地为产业创新升级、完善体系建设贡献力量，同时有望更多地获得产业政策的支持，进一步巩固在行业中的领先地位。

在倡导环保的政策大环境下，垃圾填埋的处理模式将逐步退出市场，焚烧发电等环保的垃圾处理模式成为主流

2018年2月，山西省政府办公厅印发《关于进一步加强建筑垃圾管理加快推进资源化利用》的通知(以下简称“《通知》”)，到2020年，各设区市至少建成1个建筑垃圾资源化利用设施，建筑垃圾资源化利用率达到30%以上，原则上不得再新建建筑垃圾填埋场。《通知》要求各市制定支持政策，鼓励通过以奖代补、贷款贴息等方式，支持建筑垃圾资源化利用企业发展；鼓励企业采取直接投资、PPP等方式推进建筑垃圾资源化利用项目建设；市县可依法将建筑垃圾资源化利用纳入特许经营管理，明确特许经营准入条件，通过招标、竞争性谈判等竞争方式选择特许经营者。

公司目前运营中的环保新能源项目公司大同富乔设立于山西省，凭借多年运营积累的品牌优势，在固废领域，尤其是我国北方固废处置行业，具有较高的知名度。2017年在积极的政策导向背景下，公司环保项目获批速度加快，环保业务布局持

续扩大。

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，同时通过新增设立和收购项目公司，积极推动发展环保新能源业务。2017 年公司营业收入为 613.84 亿元，同比增长 17.68%，主业增速有所提升。

表1：2015~2017年公司收入结构

单位：亿元、%

分产品	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易执行服务	473.71	0.39	517.35	0.63	607.85	0.63
其中：有色金属	454.39	0.37	486.17	0.59	569.62	0.64
煤炭	17.03	1.28	28.12	1.03	36.76	0.38
其他	2.29	3.51	3.06	3.14	1.48	3.08
综合物流服务	2.47	17.51	2.59	8.39	4.08	11.55
物流园经营服务	0.18	64.06	0.13	94.91	0.11	100.00
环保新能源行业	1.52	35.72	1.52	45.32	1.70	40.37
其他	0.01	-105.39	0.04	6.18	0.11	73.32
合计	477.89	0.62	521.63	0.82	613.84	0.85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司海外平台新加坡恺恩运作良好，核心业务贸易执行服务业务收入增速加快，获利水平较上年基本持平

2017 年公司收入规模持续扩大，其主要来源之一为海外平台新加坡恺恩业务的拓展，贸易执行服务业务收入进一步增长。当年公司实现贸易执行服务业务收入 607.85 亿元，同比增长 18.49%，占营业收入的比重为 99.02%。其中，公司海外平台新加坡恺恩业务发展加快，全年实现营业收入 161.77 亿元，同比增长 108.32%，在贸易执行服务业务收入中的占比为 26.61%，成为公司业务新的增长驱动力。

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。2017 年公司累计销售电解铜 81.40 万吨和煤炭 640.74 万吨，同比分别减少 13.30% 和 5.46%；同期累计销售金属矿 1,207.00 万吨，同比增加 0.62%。但由于当年有色金属资源价格普遍上涨，煤炭价格整体保持高位运行，公司有色金属贸易执行服务收入同比增长 17.16%，煤炭贸易执行服务收入同比增

长 30.73%。2017 年公司前五大客户销售额占年度销售总额的 26.39%，较上年上升 6.78 个百分点，客户集中度有所上升。公司贸易品类相对较为集中，相关行业波动对公司业绩有一定影响。

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益。但 2017 年公司煤炭行业相关业务结构从外贸进口与国内贸易并重转变为以国内贸易为主，而煤炭国内贸易执行服务毛利水平相对较低，导致公司该板块毛利水平下降明显。在上述因素的共同作用下，2017 年公司贸易执行服务业务毛利率与上年持平，保持在 0.63%。

总体来看，2017 年公司海外平台新加坡恺恩发展加速，贸易执行服务业务收入增速提升；但业务特点决定该项业务获利水平较低，未来公司仍需加深拓展供应链管理业务，丰富供应链服务增值手段。

2017 年公司综合物流服务稳步发展，华油国际并表推动当年综合物流服务收入实现大幅增长；用于物流园经营的所属地块公允价值提升，但由于物流园出租率有所下降，物流园经营服务收入萎缩

公司综合物流服务模式为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。公司综合物流服务业务运营主要依托子公司上海合冠供应链有限公司（以下简称“上海合冠”）和 2016 年 10 月收购的原中国石油天然气集团公司下属的北京华油国际物流工程服务有限公司（以下简称“华油国际”）。其中，上海合冠主营电子产品、塑化产品的综合物流服务，该板块业务目前以稳健发展为主，2017 年实现营业收入 2.79 亿元，在公司综合物流服务收入中占比 68.38%；华油国际的主营业务是为中石油集团提供工程机械的运输装配等服务，提供的服务专业性更强，附加价值相对更高，近年来业务持续稳定发展，2017 年实现营业收入 1.02 亿元。华油国际纳入合并范围使得 2017 年公司综合物流服务收入大幅增长 57.36% 至 4.08 亿元。

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。2017 年公司物流园区的年平均出租率为 65%，较上年下降 5 个百分点，当年实现租赁收入 0.11 亿元，同比减少 19.78%，近年来出租率的下降使得公司物流园经营收入有所下滑。此外，东莞飞马持有的用于开办黄江塑胶物流园所属地块的土地使用权按公允价值评估在年内实现增值 5.57%，年末投资性房地产

账面价值为 23.13 亿元。

总体来看，2017 年公司综合物流服务稳步发展，用于物流园经营的所属地块公允价值提升，但物流园经营服务收入受园区出租率下滑影响有所减少。

2017 年公司环保项目运营良好，收入稳定，新增设立多个环保项目公司，环保新能源业务加速发展，有望推动公司业务结构的优化

公司环保新能源业务主要业务模式为通过 BOT（Build-Operate-Transfer，即建设—经营—移交）、BOO（Building-Owning-Operation，即建设—拥有—经营）、PPP（Public-Private Partnership，即政府和社会资本合作）等合作模式与地方政府合作开展循环经济示范产业园、静脉产业园区的投资、建设和运营，园区以垃圾发电等为龙头项目，带动污泥、污水、建筑垃圾等固废可再生资源处理与利用，形成再生资源利用、发电、供热、环保减排、反哺农业为一体的环保新能源产业。2017 年环保新能源业务板块收入为 1.70 亿元，同比增长 11.84%，业务发展较为稳定。

公司环保新能源业务的运营主体为骏马环保，其下属的项目公司为目前唯一投入营运的为大同富乔。大同富乔的主要业务是通过 BOT 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。

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，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政府。

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。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。

此外，2017年，大同富乔与多地政府签署环保项目投资框架协议以及项目投资协议，项目主要包括垃圾焚烧发电、生物质直燃热电、污泥干化、城乡智能环卫一体化等，建成运营后营收来源主要为政府或园区内企业等主体购买服务；目前相关业务正在推进实施中，截至2017年末，骏马环保已设立6家环保项目子公司。公司项目投资金额较大，未来面临一定的资本支出压力。

总体来看，根据最新的政策导向和已投产的项目运营状况，预计新增项目投产后将带来稳定的现金流，同时进一步优化公司的业务结构，但中诚信证评也对公司前期投资面临的资本支出压力予以关注。

财务分析

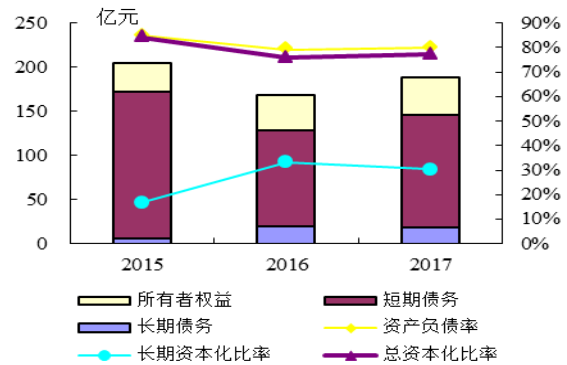
以下分析基于立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2015~2017年度标准无保留意见的财务报告。

资本结构

2017年公司贸易执行服务业务进一步扩张，加之物流园经营的所属地块公允价值提升，使得公司总资产规模小幅增长。截至2017年末，公司总资产为214.88亿元，同比增加9.16%。负债方面，年末公司流动负债同比增长12.89%至147.65亿元，非流动负债同比小幅减少4.16%至14.21亿元，整体负债规模有所上升。2017年公司资本公积转增股本后总股本提升至16.53亿元，且当年利润留存使得未分配利润持续增长至20.78亿元，年末所有者权益合计43.02亿元，同比增长5.55%。

财务杠杆方面，截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为79.98%和77.23%，分别较上年下降0.69和1.39个百分点，财务杠杆比率仍处于较高水平。

图1：2015~2017年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司年末总资产包括流动资产181.19亿元，同比增长10.45%，非流动资产33.69亿元，同比增加2.74%。公司流动资产主要包括货币资金69.00亿元、应收账款24.60亿元和预付账款58.50亿元。其中，货币资金中因抵押、质押或冻结等受限规模44.10亿元；账龄1年以内应收账款占比提升至98.11%，较上年上升8.12个百分点，公司下游客户以国际贸易商、有色金属加工厂和电厂为主，客户资质尚可，应收账款的回收风险较小；预付账款主要为矿产资源类商品的采购预付款，其中99.68%账龄都在一年以内，规模较上年略有缩小。公司非流动资产主要包括投资性房地产和固定资产。其中，2017年公允价值增加使公司投资性房地产较上年末增长5.57%至23.14亿元，固定资产则由于部分设备被处置或报废，小幅减少至2.27亿元。

负债结构方面，截至2017年末，公司流动负债合计147.65亿元，占总负债的85.91%，主要包括应付票据100.97亿元、短期借款22.71亿元、应付账款8.55亿元和预收款项4.99亿元。非流动负债合计24.21亿元，主要包括长期借款13.86亿元、应付债券4.89亿元和递延所得税负债5.44亿元。

债务期限结构方面，截至2017年末，公司银行短期借款同比大幅增加86.43%，同期应付票据同比增加8.52%，2017年公司短期债务规模显著扩大；当年长期借款陆续到期使得长期债务规模有所减

少。截至 2017 年末，公司短期债务为 127.15 亿元，长期债务为 18.75 亿元，长短期债务比为 6.78 倍，较上年上升 1.47 倍，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。

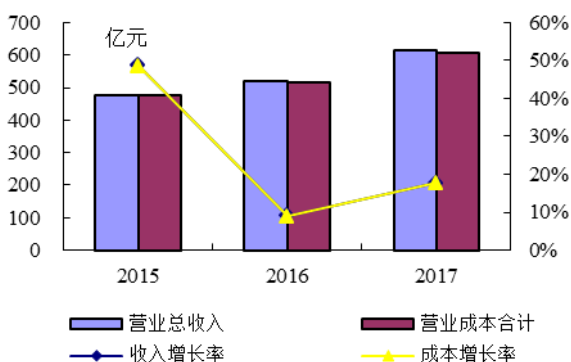
总体来看，随着业务的发展，公司资产负债规模进一步扩大，整体负债水平有所下降但仍维持高位。2017 年公司长短期债务比有所回升，短期债务偿还压力较大，财务结构稳健性仍需提高。

盈利能力

近年公司积极发展有色金属贸易执行服务业务，尤其是海外平台的业务迅速铺开，推动收入规模持续增长，2017 年公司实现营业收入 613.84 亿元，同比增长 17.78%，业务发展速度较快。从收入构成来看，2017 年公司贸易执行服务业务占营业总收入的比重为 99.02%，主业依然突出。

营业毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 0.85%，较上年提升 0.3 个百分点。细分来看，当年贸易执行业务毛利率总体较上年无明显变化，其中，得益于利润率相对较高的海外业务快速发展，有色金属行业业务毛利率同比增长 0.04 个百分点，同期煤炭业务重心转向国内贸易则导致公司煤炭贸易执行业务毛利率明显降低；综合物流服务业务受益于华油国际的业绩并入，毛利率上升 3.16 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，纯租金收入的毛利率为 100%；环保新能源业务则受到经营成本上涨和折旧费用增加的影响，毛利率下降 4.95 个百分点至 40.37%。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 2：2015~2017 年公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2017 年公司销售费用为 0.37 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 1.61 亿元，与上年基本持平；财务费用为 1.24 亿元，同比增加 185.59%，主要原因是短期借款增加使得利息费用大幅增加，加之客户存入的保证金到期结算，利息收入减少。2017 年公司期间费用总额为 3.23 亿元，同比大幅增加 669.05%，三费与营业收入占比为 0.53%，较上年上升 0.45 个百分点。总体来看，公司当年期间费用支出增加较快，虽然占营业收入的比重仍处于较低水平，但公司业务模式决定了公司整体毛利水平较低，对成本费用的管理能力仍值得关注。

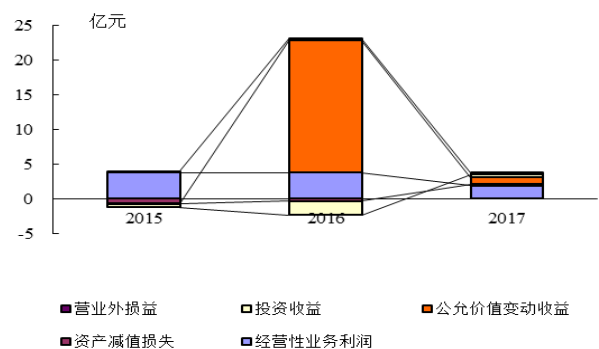
表 2：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元

项目名称	2015	2016	2017
销售费用	0.20	0.28	0.37
管理费用	1.07	1.60	1.61
财务费用	-2.14	-1.45	1.24
三费合计	-0.88	0.42	3.23
营业总收入	477.89	521.63	613.84
三费收入占比	-0.18%	0.08%	0.53%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 3：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年公司经营性业务利润 1.89 亿元，同比减少 50.20%，主要是受财务费用大幅增加影响；投资收益 0.38 亿元，主要是持有以公允价值计量的金融资产期间的投资收益；当年公司投资性房地产公允价值继续增长，公允价值变动收益为 1.03 亿元，同比减少 94.58%，主要系上年公司投资性房地产计量方式变更而实现较大规模的公允价值变动收益，当年无此类收益。2017 年，公

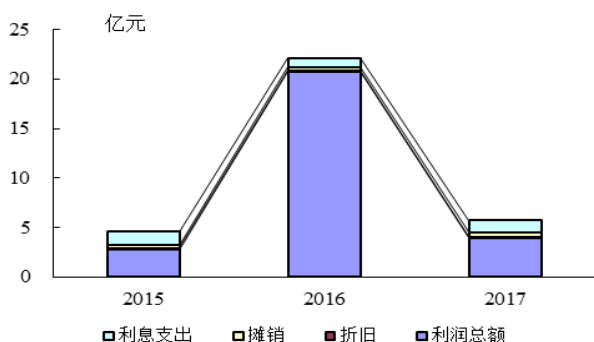
司最终实现利润总额 3.95 亿元，同比减少 80.98%。

综合而言，2017 年公司营业收入持续增长，但期间费用的增加使得经营性利润明显减少，同时公允价值变动收益对公司盈利水平的影响较大，此类收益可持续性较弱，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。2017 年公司利息支出 1.73 亿元，同比增加 91.21%，利润总额回落至 3.95 亿元，全年 EBITDA 为 5.73 亿元，同比减少 74.08%。现金流方面，由于公司与上下游结算时点存在期差，公司经营活动净现金流长期处于大幅波动状态，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.64 亿元，经营活动现金流回升，同时也是公司业务规模扩大，加大款项回收力度所致。

图 4：2015~2017 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，2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 25.46 倍和 4.60 倍，分别较上年增长 19.67 倍和下降 19.78 倍。2017 年公司总债务规模有所增加，同时 EBITDA 大幅下滑，其对债务本息的保障程度较上年明显下降。同期经营性净现金流同比大幅增加，当年公司经营净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.01 倍和 1.32 倍，同比上升 0.14 倍和 19.73 倍，经营性现金流对债务本息的保障程度显著提高。

表 3：2015~2017 年公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	172.42	127.96	145.89
EBITDA (亿元)	4.58	22.11	5.73
经营活动净现金 (亿元)	-9.27	-16.69	1.64
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.05	-0.13	0.01
经营活动净现金/利息支出 (X)	-6.78	-18.41	1.32
总债务/EBITDA (X)	37.69	5.79	25.46
EBITDA 利息保障系数 (X)	3.35	24.38	4.60

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 年末，公司未清担保余额 14.39 亿元，其中对子公司担保 8.92 亿元，合并口径对联营企业担保 3.97 亿元，或有负债风险相对较小。

银行授信方面，截至 2017 年末，公司拥有银行授信额度 102.09 亿元，其中尚未使用额度为 35.38 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，但营业收入持续增长，获利能力有所提升，经营性现金流状况明显好转，整体偿债能力依然很强。

信用增级措施

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。

重大事项

2017 年 7 月 4 日，深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）通过在深圳联合产权交易所公开挂牌交易受让中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”）持有的 35% 深圳担保集团股权，持股比例变更至 100%。2017 年 10 月深圳担保集团引进新股东深圳市龙华建设发展有限公司（以下简称“龙华建发”），龙华建发和深圳投控分别向深圳担保集团增资 14 亿元和 22.96 亿元，增资后，股东龙华建发和深圳投控持股比例分别为 25.47% 和 74.53%。截至 2017 年末，深圳担保集团注册资本为 54.95 亿元，实际控制人系深圳市国资委。

鉴于深圳担保集团的股东实力较强、资本得到补充、业务布局相对完备、与银行合作较为顺畅以及风险控制措施较完善等因素对公司信用水平良好的支撑作用，2018 年 1 月 3 日，中诚信证评上调

深圳担保集团主体信用等级至 AAA。

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。2017 年末深圳担

保集团在保责任余额为 237.42 亿元，较上年增长 22.05%，担保业务发展速度加快。

2017 年深圳担保集团实现营业收入 9.07 亿元，同比增长 27.21%，业务收入保持良好的增长态势，其中担保业务收入为 4.71 亿元，同比增长 23.56%，委托贷款利息收入 3.93 亿元，同比增长 36.93%。

表 4：2016~2017 年深圳担保集团营业总收入构成情况

项目	单位：亿元	
	2016 年	2017 年
担保业务收入	3.81	4.71
委贷利息收入	2.87	3.93
贷款利息收入	0.31	0.39
手续费及佣金收入	0.14	0.05
营业总收入	7.13	9.07

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和与合计数存在尾差
资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

担保业务

近年来，受宏观经济下行的影响，中小企业经营困难、偿债能力减弱，担保业务风险加大，深圳担保集团在稳定发展担保业务整体规模的同时严格把控风险，担保业务规模呈持续上涨趋势。

深圳担保集团担保业务主要包括融资性担保（贷款担保、发债增信、财政专项资金无息借款担保等）和非融资性担保（保函担保和诉讼担保等）。融资性担保业务是深圳担保集团重要的担保业务类型，近年来融资担保发生额占总担保业务发生额的比例均为 60% 以上。融资担保业务目前仍以贷款担保为主，即其向银行提供作为客户获取各项银行贷款的担保。

从业务拓展渠道来看，目前银行推荐为深圳担保集团最主要的业务来源，同时，还有证券公司、评级机构和保险公司等合作机构的项目推荐。得益于良好的股东背景及自身的稳健经营，深圳担保集团与当地银行建立了广泛而深入的合作关系。深圳担保集团无需向合作银行缴纳保证金，同时与合作银行约定了“二八分担”的风险分担机制，即在项目发生代偿时，由深圳担保集团承担 80%、合作银行承担 20% 的分保责任，是广东省唯一一家与银行拥有“二八分担”银担比例的担保机构，在行业内处于领先地位。目前，深圳担保集团已与建设银行、平

安银行等 35 家中资银行及 3 家外资银行建立合作关系，截至 2017 年末，合作银行授信额度为 570 亿元。

表 5：2015~2017 年担保业务发生及代偿情况

	单位：亿元		
	2015	2016	2017
在保余额	179.34	194.52	237.42
在保责任余额	179.34	194.52	237.42
当期担保发生额	260.19	281.16	326.17
当年代偿额度	0.70	0.74	0.70
当年收回额度	0.49	0.31	0.50
年度代偿率（%）	0.30	0.28	0.25
累计代偿率（%）	0.053	0.066	0.065
年度损失率（%）	0.00	0.00	0.00
累计损失率（%）	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，2017 年担保发生额为 326.17 亿元，年末在保责任余额 237.42 亿元，担保放大倍数 2.53 倍。

从行业集中度来看，截至 2017 年末，深圳担保集团担保业务前十大行业在保责任余额合计 185.90 亿元，占总在保责任余额的 78.30%，其中第一大行业建筑业及第二大行业电子业的期末在保余额占比分别为 36.38% 和 21.06%，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 年末，深圳中小担集团最大单一客户在保责任余额为 6.4 亿元，占总在保责任余额的比例为 2.70%；最大十家客户在保余额合计为 40.71 亿元，占总在保责任余额的比例为 16.15%。

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，2017 年深圳担保集团涉及代偿金额为 0.70 亿元，年度代偿率为 0.25%，较上年下降 0.03 个百分点。截至 2017 年末，深圳担保集团累计代偿率小幅下降至 0.065%，较上年减少 0.001 个百分点。深圳担保集团累计代偿率在同行业内仍控制在较低水平，受经济环境影响，中小企业仍面临较大的生存压力，中诚信证评将持续关注深圳担保集团未来代偿情况。

追偿回收方面，深圳担保集团 2017 的回收金额 0.50 亿元，近三年累计回收金额 1.30 亿元。准备金提取方面，深圳担保集团按照当期融资担保业务的担保费收入的 50% 提取未到期责任准备金，且提取的未到期责任准备金不得低于当期担保费收入的 50%，实行差额提取；按照资产负债表日未终止担保责任余额的 1% 计提担保赔偿准备金，用于担保赔付准备。截至 2017 年末，深圳担保集团计提的各项担保风险准备金余额合计为 4.27 亿元，准备金覆盖率为 1.80%，较上年末减少 0.26 个百分点，但仍维持在相对高位。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，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，同时资本实力的提升也为其业务的进一步开展奠定良好基础。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，但仍需关注经济底部震荡下可能出现的代偿扩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。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。2017 年深圳担保集团获得大规模增资，自有资金大幅增加，年末深圳担保集团利用自有资金投放的委托贷款余额为 72.86 亿元，同比增长 129.99%。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。2017 年末，深圳担保集团财政资金委托贷款余额分别为 3.18 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”）。2017 年西奇西放贷金额为 6.93 亿元，较上年增长 29.05%；实现收入 0.39 亿元，同比增加 27.72%。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”），2017 年金鼎信当期典当金额为 7.12 亿元，同比下降 28.80%；实现收入 0.12 亿元，同比减少 42.86%。

表 6：2015~2017 年深圳担保集团小贷和典当业务发展情况

业务	项目	2015 年	2016 年	2017
小额贷款	当期放贷金额（亿元）	5.18	5.37	6.93
	期末账面余额（亿元）	1.77	3.27	4.04
典当	笔数（笔）	144	97	59
	当期典当金额（亿元）	13.42	10.00	7.12
	期末账面余额（亿元）	0.89	0.33	--

注：2017 年末深圳担保集团典当账面余额数据无法获取

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计且出具标准无保留意见的 2017 年财务报表。

2017 年深圳担保集团获得新股东龙华建设和原股东深圳投控同时增资，资本实力显著增强。截至 2017 年末，深圳担保集团的所有者权益 93.68 亿元，核心资本为 81.51 亿元，同比分别大幅增长 255.66% 和 456.76%；同期，净资产放大倍数和核心资本放大倍数分别为 2.53 倍和 2.51 倍。总体来看，增资后深圳担保集团资本充足率水平很高，为后续的业务拓展奠定坚实基础。

表 7：2015~2017 年深圳担保集团资本充足性指标

单位：亿元

	2015	2016	2017
期末在保余额	179.34	194.52	237.42
净资产	26.08	28.43	93.68
核心资本	29.19	31.90	94.56
净资产放大倍数 (X)	6.88	6.84	2.53
核心资本放大倍数 (X)	6.14	6.10	2.51

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

得益于股东增资和业务规模的扩大，深圳担保集团资产总额快速增长，截至 2017 年末，总资产为 106.70 亿元，同比增长 81.38%。从资产构成来看，深圳担保集团资产以流动资产为主，2017 年末流动资产占当期资产总额的 83.54%。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，截至 2017 年末，货币资金 23.37 亿元，不存在使用受限的情形，流动性较好；委托贷款 65.38 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 3.18 亿元为财政资金委托贷款。2017 年末长期资产主要包括发放贷款及垫款 5.15 亿元、可供出售金融资产 1.82 亿

元、长期股权投资 1.23 亿元和固定资产 2.65 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；长期股权投资方面，2017 年深圳担保集团对汕头市中小企业融资担保有限公司和深圳市中小担人才股权投资基金管理有限公司分别追加投资 0.61 亿元和 0.05 亿元；固定资产较上年大幅增加，主要是南山区科技园的办公楼建设完成，由在建工程转入。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。

截至 2017 年末，深圳担保集团负债总额为 15.37 亿元，同比减少 52.20%；同期资产负债率为 14.40%，财务杠杆水平显著降低。从负债结构来看，2017 年末深圳担保集团流动负债合计为 7.98 亿元，长期负债 7.76 亿元，流动负债与非流动负债规模基本相当。流动负债主要包括客户的存入保证金 1.69 亿元、提取的担保赔偿准备金 2.67 亿元和未到期责任准备金 0.98 亿元。年末长期负债主要为其他非流动负债 7.75 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。总体来看，2017 年深圳担保集团负债规模大幅减少，财务杠杆处于较低水平。

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。2017 年深圳担保集团担保业务量和委托贷款规模持续增加，收入规模持续增长，当年取得营业收入 9.03 亿元，同比增长 23.57%。

深圳担保集团成本控制能力较强，2017 年营业成本主要为担保业务支出和管理费用等。2017 年深圳担保集团发生主营业务支出 2.99 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。

表 8：2015~2017 年深圳担保集团综合盈利指标

	2015	2016	2017
营业总收入（亿元）	5.77	7.13	9.07
投资收益（亿元）	0.27	0.05	0.16
净利润（亿元）	3.25	3.35	4.10
平均资产回报率（%）	12.91	12.29	4.70
平均资本回报率（%）	11.52	10.34	6.52

资料来源：深圳担保集团提供，中诚信证评整理

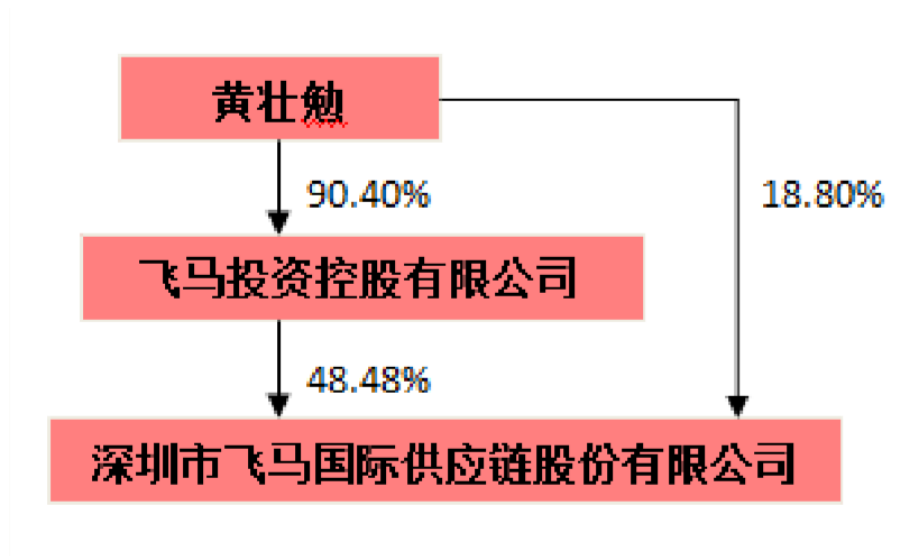
受益于业务发展所带来的规模效应，2017 年深圳担保集团净利润规模保持了上升态势，当年取得净利润 4.10 亿元，同比增加 22.38%；从回报率来看，受资本规模增长影响，2017 年平均资产回报率和平均资本回报率分别为 4.70% 和 6.52%，较上年大幅下降。

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，股东增资完成后，资本实力和代偿能力进一步增强，能够有效提高本次债券的偿付安全性。

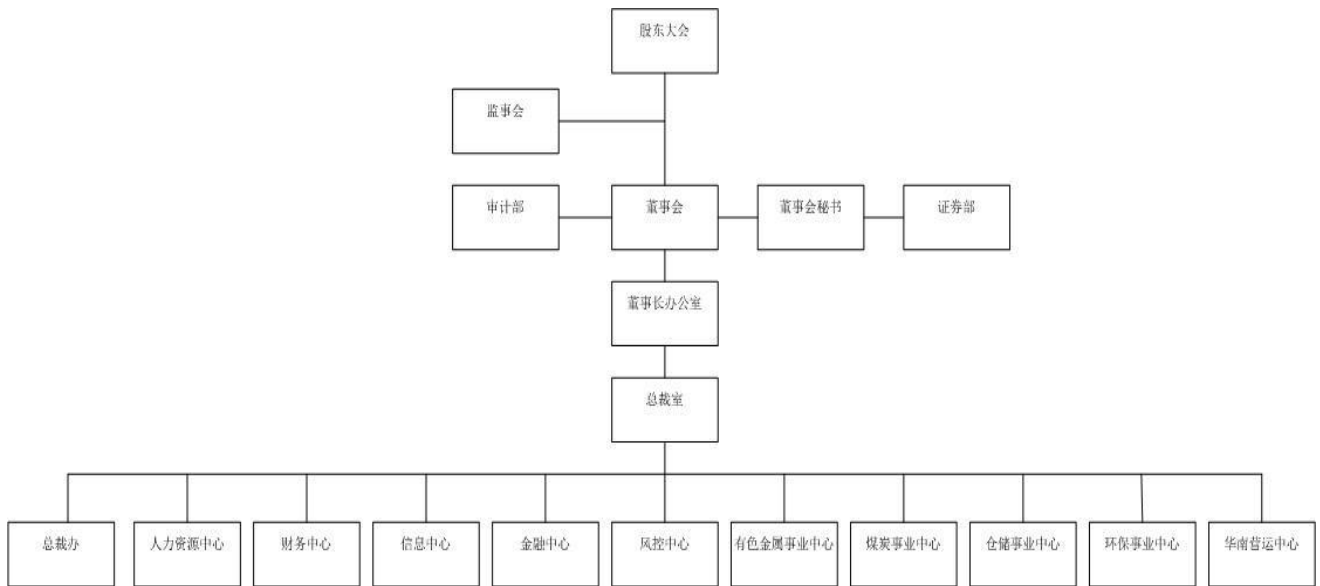
结 论

综上，中诚信证评上调飞马国际主体信用等级至 **AA**，评级展望稳定；上调“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”的信用等级至 **AAA**。

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 12 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 12 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）	2015	2016	2017
货币资金	1,138,867.39	624,828.39	690,038.59
应收账款净额	199,821.85	300,476.33	245,977.72
存货净额	10,252.37	31,365.06	161,226.60
流动资产	2,021,581.78	1,640,545.16	1,811,923.17
长期投资	4,747.27	5,440.33	8,110.40
固定资产	49,745.99	24,761.71	22,705.94
投资性房地产	38,320.94	219,175.59	231,391.70
总资产	2,146,506.26	1,968,489.34	2,148,839.44
短期债务	1,658,622.41	1,076,892.49	1,271,480.11
长期债务	65,600.43	202,682.29	187,461.93
总债务	1,724,222.85	1,279,574.78	1,458,942.04
总负债	1,821,298.99	1,560,884.04	1,718,613.68
所有者权益（含少数股东权益）	325,207.27	407,605.30	430,225.76
营业总收入	4,778,931.72	5,216,286.34	6,138,432.40
三费前利润	29,145.45	42,218.57	51,172.30
投资收益	-4,761.33	-20,120.82	3,824.62
净利润	22,760.05	158,668.83	31,772.11
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	45,751.51	221,083.80	57,304.97
经营活动产生现金净流量	-92,697.83	-166,940.29	16,393.67
投资活动产生现金净流量	-82,011.97	-35,103.45	-76,474.46
筹资活动产生现金净流量	250,784.16	318,802.75	68,733.59
现金及现金等价物净增加额	75,685.01	120,418.31	4,460.71
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	0.62	0.82	0.85
所有者权益收益率（%）	7.00	38.93	7.38
EBITDA/营业总收入（%）	0.96	4.24	0.93
速动比率（X）	1.15	1.23	1.12
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	-0.13	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	-0.16	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	-6.78	-18.41	1.32
EBITDA 利息倍数（X）	3.35	24.38	4.60
总债务/EBITDA（X）	37.69	5.79	25.46
资产负债率（%）	84.85	79.29	79.98
总资本化比率（%）	84.13	75.84	77.23
长期资本化比率（%）	16.79	33.21	46.57

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

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）	2015	2016	2017
货币资金	142,082.56	169,190.33	233,679.62
其他应收款	13,124.46	20,660.71	11,578.21
委托贷款	266,478.58	314,543.64	724,568.12
其他流动资产	34,032.00	16,690.80	35,923.51
流动资产合计	466,293.03	535,769.68	1,021,311.42
发放贷款及垫款	25,810.89	34,814.10	51,453.56
长期股权投资	5,299.00	5,307.42	12,310.02
资产总计	532,559.52	613,407.39	1,131,732.77
存入保证金	17,173.12	12,772.81	16,874.43
担保赔偿准备	21,338.05	23,589.48	26,709.12
未到期责任准备	8,906.18	10,161.73	9,790.14
负债合计	271,785.70	329,143.52	157,319.38
所有者权益合计	260,773.81	284,263.87	974,413.39
担保费收入	13,593.85	15,317.82	17,358.40
委贷收入	30,504.26	28,720.25	39,296.15
投资收益	2,722.31	514.64	1,578.60
利润总额	42,979.20	45,336.15	55,484.75
净利润	32,506.01	33,533.70	41,039.80
担保组合数据（单位：亿元）	2015	2016	2017
期末在保余额	179.34	194.52	237.42
年新增担保额	260.19	281.16	326.17
当年代偿金额	0.70	0.74	0.70
当年代偿回收金额	0.49	0.31	0.50

注：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

	2015	2016	2017
盈利能力（%）			
担保费收入/年新增担保额	0.52	0.54	0.48
平均资产回报率	12.91	12.29	4.70
平均资本回报率	11.52	10.34	6.52
资产质量（%）			
年内代偿率	0.30	0.28	0.25
累计代偿率	0.053	0.066	0.065
风险准备金合计/期末在保余额	2.03	2.06	1.80
资本充足性			
净资产（亿元）	26.08	28.43	93.68
核心资本（亿元）	29.19	31.90	94.56
净资产放大倍数（X）	6.88	6.84	2.53
核心资本放大倍数（X）	6.14	6.10	2.51

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

平均资产回报率 = 净利润 / [(当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2]

平均资本回报率 = 净利润 / [(当期末资本总额 + 上期末资本总额) / 2]

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。