



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪470号

## 起步股份有限公司：

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“起步股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”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，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月十四日

## 起步股份有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	起步股份有限公司		
担保主体	深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司		
担保方式	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
债券简称	19 起步 01		
债券代码	155281		
发行规模	1.00 亿元		
债券余额	1.00 亿元		
存续期限	2019/4/1~2022/4/1		
上次评级时间	2019/3/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>-</sup>	
跟踪评级结	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>-</sup>	

### 概况数据

起步股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	9.68	13.98	15.51	15.99
总资产（亿元）	12.54	17.29	23.35	24.66
总债务（亿元）	1.56	1.62	4.87	6.26
营业收入（亿元）	12.34	13.39	13.99	3.17
营业毛利率（%）	35.44	35.05	35.60	36.69
EBITDA（亿元）	2.53	2.71	2.66	-
所有者权益收益率（%）	18.16	13.91	11.64	11.62*
资产负债率（%）	22.84	19.14	33.58	35.16
总债务/EBITDA（X）	0.62	0.60	1.83	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.33	57.32	20.43	-
深圳中小担集团	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产（亿元）	61.34	113.17	189.29	192.84
所有者权益（亿元）	28.43	97.44	103.86	106.66
营业收入（亿元）	7.13	9.07	16.47	4.77
在保余额（亿元）	193.65	237.42	276.57	-
投资收益（亿元）	0.05	0.16	0.15	0.00
净利润（亿元）	3.35	4.10	9.17	2.93
累计代偿率（%）	0.07	0.07	0.06	-
净资产放大倍数（X）	6.81	2.44	2.66	-

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、带“\*”指标已经年化处理。

### 基本观点

2018 年，受经销商渠道整合影响，起步股份有限公司（以下简称“起步股份”或“公司”）童鞋和童装销量均有所下滑，但销售均价的提升使得童鞋和童装业务规模呈现稳中有增态势；同时鞋品 OEM 和配饰业务呈现量价齐升态势，促进公司收入规模提升。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，公司债务规模快速攀升，同时股权投资面临被投资企业未能实现预期效益或业绩承诺不达标所带来的投资不确定性风险将负面影响公司的偿债能力。

综合以上分析，中诚信证评维持发行主体起步股份主体信用级别 AA<sup>-</sup>，评级展望稳定，维持“起步股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 AAA，该债项级别主要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“深圳中小担集团”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

### 正面

- 市场领先地位保持。根据 Euromonitor Passport 数据库的统计，2018 年公司 ABC KIDS 童鞋的市场占有率为 3.6%，位居童鞋市场第一位；ABC KIDS 童装的市场占有率为 0.5%，位居童装市场第七位，童鞋、童装市场排名均与上年保持一致。
- 业务规模稳中有增。受经销商渠道整合影响，公司童鞋和童装销量均有所下滑，但销售均价的提升使得童鞋和童装业务规模呈现稳中有增态势；加之鞋品 OEM 和配饰业务在量价齐升的助推下大幅提升，2018 年公司营业收入同比增长 4.43%；近期受益于销售门店数量的增加、渠道整合升级及品牌宣传效果的显现，营业收入同比增长 19.11%。
- 担保实力强。本期债券由深圳中小担集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，作为专



业性的担保机构，深圳中小担集团在行业内具备很强的综合实力，由其担保能有效提升本期债券本息到期偿付的安全性。

## 分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

米玉元 yymi@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月14日

## 关注

- 应收账款和存货规模快速增长。截至 2018 年末，公司应收账款和存货规模分别为 5.11 亿元和 1.55 亿元，分别较上年末增长 24.81%和 16.75%，均大幅高于当年营业收入的增速；2019 年 3 月末应收账款和库存规模分别为 5.70 亿元和 2.53 亿元，分别较上年末增长 11.57%和 63.45%；应收账款和存货的快速增长将加大公司资金压力，同时较大规模的存货亦将加大其仓储管理压力。
- 股权投资面临被投资企业未能实现预期效益或业绩承诺不达标所带来的投资不确定性风险。2018 年以来公司进行多笔股权投资，受到国家宏观经济政策、行业发展趋势、资本市场行情等因素影响，公司股权投资或存在被投资不能实现预期效益或业绩承诺不达标所带来的投资损失风险。
- 债务规模快速攀升，短期偿债压力加大。主要受拓展股权投资及货款回笼放缓影响，2018 年末公司债务规模快速攀升至 4.87 亿元，较上年末上升 201.38%；受夏季订单备货影响，2019 年 3 月末债务规模进一步增至 6.26 亿元，较 2018 年末上升 28.56%；且公司债务均为短期债务，短期偿债压力加大。



## 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](http://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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金专项说明

经中国证券监督管理委员会证监许可【2018】1647号文核准，起步股份有限公司（以下简称“起步股份”或“公司”）获准向合格投资者公开发行面值不超过4亿元的公司债券。2019年4月1日至2日，公司成功发行第一期1亿元公司债券，本期债券票面利率5.80%，期限3年；本期债券代码“155281”，简称“19起步01”。本期债券募集资金总额1亿元，已于2019年4月2日全部到位，扣除本期承销费用已全部用于补充公司流动资金。

## 重大事项

2018年12月8日，公司发布《起步股份有限公司关于收购深圳市泽汇科技有限公司11.4286%股权的公告》，计划以2.00亿元收购刘志恒持有的泽汇科技11.4286%的股份。

2018年12月15日，公司发布《起步股份有限公司关于收购深圳市泽汇科技有限公司11.4286%股权的进展公告》，公司与刘志恒正式签署协议，以2.00亿元收购刘志恒持有的泽汇科技11.4286%的股份。2018年12月及2019年1月，公司分别完成8,000万和12,000万元股权转让款支付，并完成股权交割。

2019年4月23日，公司发布《起步股份有限公司关于重大资产重组停牌的公告》，公告称公司拟以发行股份、可转换债券及现金支付方式收购泽汇科技剩余88.5714%的股权，已于2019年4月21日与泽汇科技及其股东签署了《关于深圳市泽汇科技有限公司之收购框架协议》。

2019年5月9日，公司发布《起步股份有限公司发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》（以下简称“本次交易”），公司拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式，购买刘志恒、马秀平、深圳畅宇、龙岩昊嘉合计持有的泽汇科技88.5714%股权，交易对价初步确定为159,428.52万元，各方同意聘请具有证券业务资格的评估机构对泽汇科技100%股权价值进行评估，并以经评估确认的股权价值为依据，协商确定最终交易价格。同时，公司拟向不超过10

名特定投资者非公开发行股份和可转换债券募集配套资金，募集配套资金总额不超过拟以发行股份、可转换债券方式购买资产的交易价格的100%。

泽汇科技主要从事跨境电商出口业务，依托国内供应链资源，运用互联网信息技术，通过速卖通、Wish、Shopee、亚马逊、eBay等第三方跨境电商平台，将商品直接销售给境外终端消费者。泽汇科技与数千家供应商、商户建立了合作，拥有两个大型国内仓储物流中心，并借助其自身研发的信息系统实现了采购环节、销售环节与仓储物流环节的整合，建立了快速配送的物流通道，出口地覆盖美国、英国、德国、澳大利亚、法国等多个国家或地区。此外，泽汇科技还积极在Shopee、Lazada、Joom等新生平台拓展业务，快速布局中东、东南亚、南美洲、俄罗斯等新兴市场，抢占“一带一路”战略为跨境出口电商行业带来的先机。

若本次收购完成，公司将形成“童装、童鞋业务+跨境出口电商业务”的发展模式，业务结构进一步多元化。

截至目前，交易各方尚未签署正式的交易协议，本次交易正处于初步筹划阶段，尚存在一定不确定性。同时，本次交易尚需提交公司董事会、股东大会审议，并经有权监管机构批准后方可正式实施，能否通过审批尚存在一定不确定性。此外，中诚信证评关注到，2019年5月21日，上海证券交易所监管一部向公司出具《关于浙江起步股份有限公司发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》，要求公司对本次交易作进一步说明和解释。中诚信证评将对公司本次交易的进展情况持续予以关注。

## 行业分析

**我国纺织服装行业进入去产能、去库存的调整转型期，主要产品产量增速持续放缓，2018年行业收入及利润均呈现较大负增长**

近年我国纺织服装行业固定资产投资增速逐年放缓，其中2018年，我国纺织服装全行业固定资产投资完成额同比增长5.0%，较上年下降0.2个

百分点。从细分行业来看，纺织业固定资产投资完成额同比增长 5.1%；化纤业固定资产投资完成额同比增长 29.0%，连续 8 个月保持高速增长；服装业固定资产投资完成额同比减少 1.5%，但同比降幅呈现整体收窄走势。

在国内外宏观经济下行、市场需求放缓，及多年产能持续扩张的情况下，我国纺织服装业已积累了大量库存，行业已进入去产能、去库存的调整转型期，主要产品产量增速持续放缓。2018 年，我国布、纱产量分别为 498.9 亿米和 2,976.0 万吨，分别同比下降 0.10% 和 0.20%，均已出现负增长。同期，规模以上服装企业累计完成服装产量 222.74 亿件，同比下降 3.37%；其中，梭织服装产量为 111.57 亿，同比下降 3.10%；针织服装产量为 111.17 亿件，同比下降 3.62%。

内销方面，受内需增长放缓的影响，我国纺织服装业销售增速逐渐放缓，2013 年以来行业销售增速持续低于社会消费品零售总额。2018 年，我国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品零售额为 1.37 万亿元，同比增长 8.0%，增速较上年同期下降 1.12%，较当年社会消费品零售总额增幅低 1.0 个百分点。出口方面，全球贸易回暖促使我国服装出口止跌回升，2018 年我国累计完成服装及衣着附件出口 1,576.33 亿美元，同比增长 0.3%，比上年同期提升 0.7 个百分点。

图 1：全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况

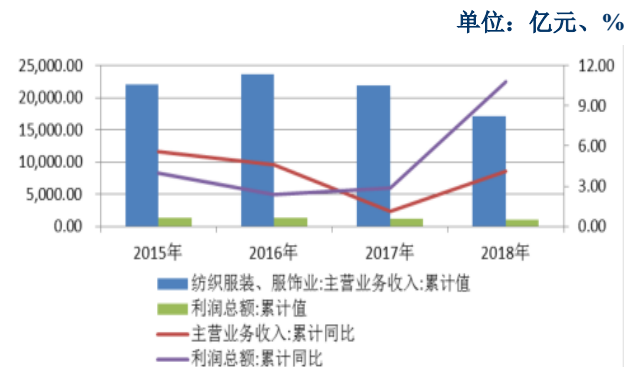


资料来源: wind, 中诚信证评整理

从纺织服装行业内企业经营效益来看，在宏观经济下行、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下，纺织服装行业收入规模及经营效益下滑，2018 年我国纺织服装、服饰行业实现主营业务收入 17,106.60 亿元，较上年下降 4.10%；当年纺织服装、

服饰行业实现利润总额 1,006.80 亿元，较上年下降 10.80%。

图 2：纺织服装行业主营业务收入、利润变化情况



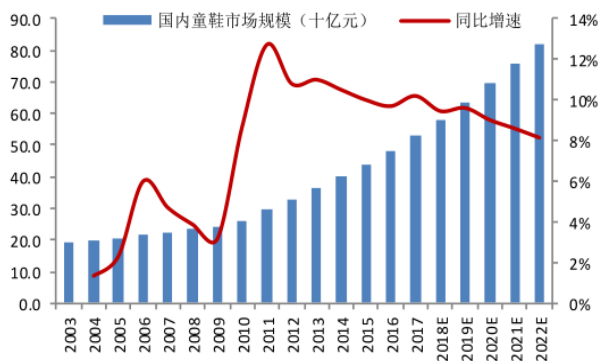
资料来源: wind, 中诚信证评整理

短期内，我国纺织服装行业将呈现低速增长，同时劳动力成本快速上升、贸易壁垒频繁出现，我国纺织服装企业将加速优胜劣汰，优质的纺织服装企业将在下一轮景气度回升中优先受益。此外，人民币汇率波动、海外贸易摩擦以及关税问题亦对国内纺织服装企业生产成本以及产品出口造成一定不确定性。

### 我国童鞋、童装市场处于高度分散、地方性小品牌繁多的状态，市场竞争较为激烈，随着婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范的正式实施，为拥有先进设计能力和一定生产规模的童装企业创造发展空间

儿童服饰以童鞋和童装为主，各类配饰为辅。近年来我国鞋类市场整体相对低迷，但童鞋市场仍保持着较好的增速水平，Euromonitor Passport 预计 2018 至 2020 年我国童鞋市场零售额将保持以约 10% 的增速进行增长。目前我国童鞋市场虽然吸引了 NIKE KIDS、ADIDAS KIDS 等国际品牌的进入，并诞生了 ABC KIDS、ANTA KIDS、361° KIDS 等国内知名度较高的自主品牌，但市场集中度仍较低。根据 Euromonitor Passport 数据库统计，2018 年我国童鞋市场前 10 大品牌的合计市场占有率仅为 15.20%，大部分童鞋产品仍为小品牌、杂牌或无品牌状态，附加值有限，主要依靠低价竞争，产品同质化现象较为严重。

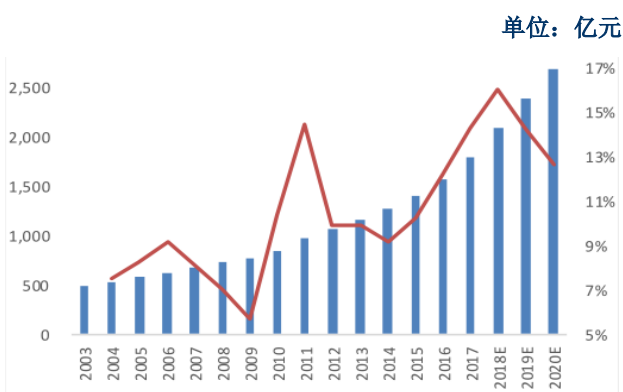
图 3：我国童装行业规模及增速



资料来源：Euromonitor

从童装行业来看，Euromonitor Passport 数据显示，2017 年我国童装行业市场规模为 1,796 亿元，2013~2017 年年均复合增长率为 11.14%，增速超过男装行业 6.34 个百分点，超过女装行业 4.74 个百分点。该机构预测 2018 年至 2020 年童装行业复合增长率维持在 14% 左右，2020 年市场规模将达到 2,679 亿元。从产业生命周期来看，目前我国童装行业仍处在成长期阶段，市场高度分散，地方性小品牌繁多。根据 Euromonitor Passport 数据库的统计，2018 年中国童装市场前 10 大品牌市场占有率为 10.90%，尚未有品牌在全国市场占据决定性份额，行业竞争较为激烈。且随着成人服装市场趋于成熟及童装市场的快速增长，许多国内外成人服装品牌也纷纷涉足童装领域，加剧行业竞争。

图 4：我国童装行业规模及增速



资料来源：Euromonitor

近几年国内婴童产品安全事件频发引发了社会和家庭的极大关注，家庭在消费母婴产品时，质量因素已超过价格因素成为最受关注的部分。2016 年 5 月，国家标准委发布了强制性《婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范》，新国标按童装安全技术类别分为 A、B、C 三类，其中要求婴幼儿纺织产

品需符合 A 类标准，并增加了 6 种增塑剂和铅、镉 2 种重金属的限量要求，其标准等同于欧盟标准。为了保证市场的平稳过渡，新标准设置了两年的实施过渡期，为 2016 年 6 月 1 日至 2018 年 5 月 31 日。在过渡期内，2016 年 6 月 1 日前生产并符合相关标准要求的产品允许在市场上继续销售，检测机构按照企业所执行的标准进行检测。2018 年 6 月 1 日起，市场上所有相关产品都必须符合新安全技术规范要求。随着婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范的正式实施，严格的安全技术要求将使部分规模较小、缺乏研发资金支持的小型童装企业将逐渐被淘汰，为拥有先进设计能力和一定生产规模的童装企业创造发展空间，行业集中度将有所提升。

## 业务运营

跟踪期内，公司仍从事童鞋、童装和儿童服饰配饰相关业务，主营业务未发生重大变化。2018 年公司实现营业收入 13.99 亿元，同比增长 4.43%。从收入构成来看，童鞋和童装业务系公司收入的主要来源，当年收入规模分别为 7.74 亿元和 4.72 亿元，占营业收入的比重分别为 55.31% 和 33.73%；鞋品 OEM、配件和其他业务收入规模分别为 1.27 亿元、0.15 亿元和 0.12 亿元，占营业收入的比重分别为 9.05%、1.07% 和 0.84%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 19.11%，主要系新增泽汇科技电商渠道所致。

表 1：2017~2018 年各类产品销售情况

	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
童装	44,857.74	33.49	47,183.87	33.73
童鞋	77,277.07	57.69	77,364.30	55.31
鞋品 OEM	10,859.42	8.11	12,652.25	9.05
配件	930.48	0.69	1,496.38	1.07
其他业务	24.40	0.02	1,180.69	0.84
合计	133,949.11	100.00	139,877.49	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理



2018 年受经销商渠道整合影响，公司童鞋和童装销量均有所下滑，但销售均价的提升使得童鞋和童装业务规模呈现稳中有增态势；同期鞋品 OEM 和配饰业务在量价齐升的助推下大幅提升，整体业务规模仍保持增长。近期新增泽汇科技电商渠道，加之经销商渠道整合效果显现，公司业务规模大幅提升

公司自有品牌 ABC KIDS 产品包括童鞋、童装及配件，实行以经销商销售为主、直营店及电子商务为辅的销售模式；除自有品牌外，公司还对外承接部分成人鞋品的 OEM 业务，主要客户为外贸公司。公司 ABC KIDS 品牌市场定位中端，主要面向二、三、四线城市，在三、四线城市具有较高的品牌知名度及市场占有率。

品牌宣传方面，2018 年，公司聘请了著名影视明星黄圣依担任 ABC KIDS 品牌代言人，并冠名儿童音乐成长真人秀《新声有范》，举办“小马星球亲子马拉松”等活动；同时，联合变形金刚共同打造变形金刚主题儿童鞋服系列，通过以上举措进一步提升品牌形象及知名度，促进产品销售，增强消费者粘性。

渠道建设方面，为巩固公司原有市场占有率并进一步开拓市场，公司以现有覆盖全国的营销渠道网络为基础，通过建立区域运营服务中心，并配套开设零售店，推动和实现“总部运营管理中心+区域运营服务中心”的运营管理模式，大力提升公司在全国各区域的服务水平以及品牌影响力，最终提高 ABC KIDS 的市场份额。根据 Euromonitor Passport 数据库的统计，2018 年公司 ABC KIDS 童鞋的市场占有率为 3.6%，位居童鞋市场第一位；ABC KIDS 童装的市场占有率为 0.5%，位居童装市场第七位。另外，通过建设线上全渠道和建设 O2O 平台，公司将整合线上线下资源，打造基于移动端、线上旗舰店和 PC 端官方商城三位一体的立体式营销渠道，实现以实体店为主的线下模式到全渠道线上线下模式的转变。2018 年，公司辽宁省和吉林省经销商进行渠道合并升级；同时黑龙江省经销商对店铺渠道进行调整，整改关闭部分绩差店。从经销商门店数量来看，2018 年，公司经销商新开门店 316 家，

关闭门店 323 家，当年底经销商门店数量为 2,374 家，较上年末减少 7 家；从自有门店数量来看，2018 年公司新开直营门店 12 家，关闭 4 家，当年底直营门店数量为 23 家，较上年末增加 8 家。

表 2：2018 年线下门店变动情况

单位：家

门店类型	2017 年末	2018 年 新开	2018 年 关闭	2018 年末
经销	2,381	316	323	2,374
直营	15	12	4	23
合计	2,396	328	327	2,397

资料来源：中国海关，中诚信证评整理

从产品销量来看，受渠道整合升级影响，2018 年公司童鞋和童装销售量均有所下滑，其中童鞋全年销售量为 1,181.98 万双，较上年下降 2.66%；童装销售量为 604.11 万件，较上年下降 8.05%。当年公司配件销售量为 91.74 万件，较上年增长 24.78%。此外，受益于外贸公司订单的增长，当年公司鞋品 OEM 业务销售量为 277.56 万双，较上年增长 11.10%。从销售均价方面来看，2018 年公司童鞋、童装、配饰及鞋品 OEM 销售均价分别为 65.45 元/双、78.10 元/件、16.31 元/件和 45.58 元/双，分别较上年均价上涨 2.85%、14.39%、28.88% 和 4.87%，各类别产品销售均价的上涨主要系制造成本的上升及产品结构差异所致。受益于产品销售均价的上升，2018 年公司童鞋、童装、配件和鞋品 OEM 业务规模分别为 7.74 亿元、4.72 亿元、0.15 亿元和 1.27 亿元，同比分别增长 0.11%、5.19%、60.82% 和 16.51%。当年公司实现营业收入 13.99 亿元，同比增长 4.43%。

表 3：2017~2018 年各类产品销售情况

单位：万元、万件、万双、元/件、元/双

	2017 年			2018 年		
	收入	销量	均价	收入	销量	均价
童装	44,857.74	657.00	68.28	47,183.87	604.11	78.10
童鞋	77,277.07	1,214.32	63.64	77,364.30	1,181.98	65.45
鞋品 OEM	10,859.42	249.84	43.47	12,652.25	277.56	45.58
配件	930.48	73.52	12.66	1,496.38	91.74	16.31
合计	133,924.71	2,194.68	-	138,696.81	2,155.39	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从近期来看，2019 年一季度，公司经销商新开门店 94 家，关闭门店 86 家，2019 年 3 月底经销商



门店数量为 2,382 家，较上年末增加 8 家；当期公司直营门店关闭 2 家，当期末直营门店数量为 21 家，较上年末减少 2 家。同时，2018 年末公司收购泽汇科技部分股权后，新增泽汇科技电商渠道，受益于销售渠道的拓展及整合升级、品牌宣传效果的显现，2019 年一季度公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 19.11%。

总体来看，公司在国内儿童服饰具有一定的品牌知名度，通过“总部运营管理中心+区域运营服务中心”的运营管理模式，公司经销网络渠道相对稳定，为童鞋、童装业务的稳定发展奠定了基础。

### 在主业稳健发展的同时，跟踪期内公司拓展股权投资业务，培育新的利润增长点，但需关注被投资企业未能实现预期效益或业绩承诺不达标所带来的投资损失风险

2017 年 12 月 18 日，公司第一届董事会第十五次会议审议通过了《关于投资设立全资子公司的议案》，公司以自有资金 5,000 万元人民币投资设立全资子公司浙江起步投资有限公司（以下简称“起步投资”）；2018 年 3 月 29 日，公司第一届董事会第十八次会议审议通过了《关于公司对全资子公司进行增资的议案》，公司以自有资金 25,000 万元人民币对起步投资进行增资，增资后起步投资的注册资本增至 30,000 万元人民币。

起步投资主要负责公司的投资业务，其经营范围包括投资管理，投资咨询，受托企业资产管理（不含证券、期货、保险、金融管理与咨询，未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务）；财务咨询（除代理记账）；经济信息咨询（除商品中介）；企业管理咨询。2018 年，起步投资分别以自有资本 3,600 万元、750 万元和 2,750 万元并购浙江中胤时尚股份有限公司 4.5% 的股权、依革思儿（浙江）服饰有限公司 15% 的股权和珂卡芙鞋业有限公司 5.5% 的股权。此外，起步投资与上海点柚信息技术有限公司（以下简称“点柚信息”）股东达成协议，投资 700 万元收购点柚信息 10% 的股权，2019 年一季度该笔交易已完成款项支付及股权交割。

为拓展业务范围，2018 年 12 月，公司以 2.00

亿元（2018 年 12 月支付 8,000 万元，2019 年 1 月支付 12,000 万元）的对价收购了刘志恒持有的泽汇科技 11.4286% 的股份。截至 2019 年 3 月末，公司股权投资形成的计入其他权益工具投资的规模为 2.75 亿元。2018 年及 2019 年一季度，股权投资暂未给公司带来投资收益。

需关注的是，受到国家宏观经济政策、行业发展趋势、资本市场行情等因素影响，公司以上股权投资或存在被投资不能实现预期效益或业绩承诺不达标所带来的投资损失风险；同时，较大规模的股权投资亦将另大公司资金压力，推高公司财务杠杆水平。

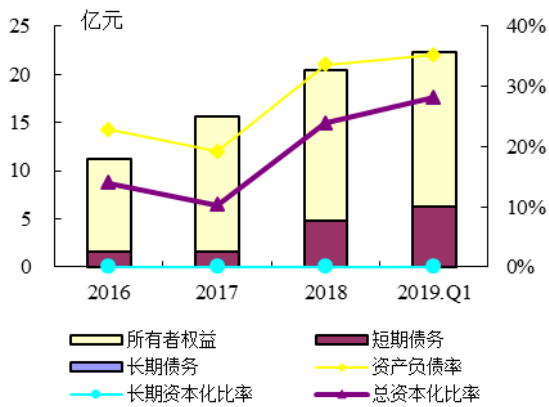
## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均依据新会计准则编制。

## 资本结构

随着销售回款的放缓及大规模对外投资，公司资产和负债规模大幅增长。截至 2018 年末，公司总资产和总负债分别为 23.35 亿元和 7.84 亿元，同比分别增长 35.06% 和 136.90%。受益于经营盈余的累积，当年末公司所有者权益合计 15.51 亿元，同比增长 10.94%。从财务杠杆比率来看，2018 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 33.58% 和 23.89%，同比分别上升 14.44 个百分点和 13.53 个百分点。从近期来看，订单备货的大幅增长及经营盈余的积累，公司资产、负债和所有者权益均有所增长，2019 年 3 月末公司总资产、总负债和所有者权益分别为 24.66 亿元、8.67 亿元和 15.99 亿元，分别较上年末增长 5.63%、10.61% 和 3.11%；当期末公司资产负债率和总资本化率分别为 35.16% 和 28.13%，分别较上年末上升 1.58 个百分点和 4.24 个百分点。

图 5：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

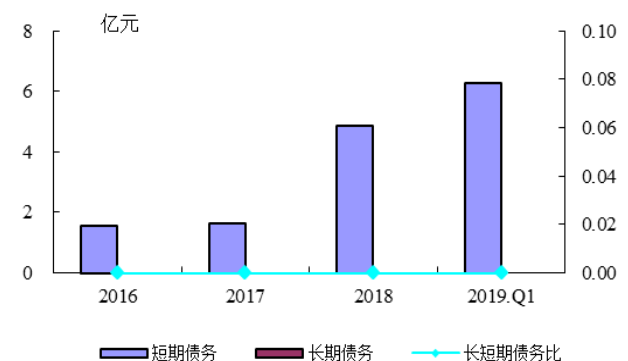
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动资产规模分别为 15.15 亿元和 16.50 亿元，占总资产的比重分别为 64.87% 和 66.91%，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2018 年末，公司货币资金规模为 5.15 亿元，其中银行存款规模为 4.63 亿元，其他货币资金规模为 0.51 亿元，受限规模为 0.49 亿元，均为银行承兑汇票保证金；2018 年末和 2019 年 3 月末应收账款规模分别为 5.11 亿元和 5.70 亿元，分别较上年末上升 24.81% 和 11.57%，账龄均在一年以内，其中 2018 年末累计计提坏账准备 0.27 亿元；同期末存货规模分别为 1.55 亿元和 2.53 亿元，主要为存货商品，分别受经销商订单增加及夏季订单备货影响，规模较上年末分别上升 16.75% 和 63.45%，2018 年末累计计提存货跌价准备 0.08 亿元，随着库存规模的大幅增长，公司面临的仓储管理压力加大；其他流动资产主要为理财产品和待抵扣进项税，近期受理财产品调整至交易性金融资产科目影响，其他流动资产规模降至 0.18 亿元，同时交易性金融资产规模上升至 2.08 亿元。2018 年和 2019 年 3 月末，公司非流动资产规模分别为 8.20 亿元和 8.16 亿元，2018 年公司开始进行股权投资，导致当年末非流动资产规模同比上升 95.71%，近期公司股权投资规模较小，受固定资产折旧和无形资产摊销影响，非流动资产规模小幅下滑。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和其他非流动资产构成，其中可供出售金融资产主要为公司进行的各类股权投资，2018 年及 2019 年 3 月末规模分别为 2.71 亿元和 2.75 亿元；当期固定资产

规模分别为 3.95 亿元和 3.91 亿元，主要房屋及建筑物、机器设备、运输工具和办公设备及其他构成；其他非流动资产系购置长期资产的预付款。

从负债结构来看，公司负债基本为流动负债，2018 年及 2019 年 3 月末流动负债占负债总额的比重分别为 98.97% 和 99.09%，规模分别为 7.76 亿元和 8.59 亿元，分别较上年末上升 140.69% 和 10.73%，其中 2018 年末增幅较大主要系当年公司进行股权投资，同时给予经销商更宽松的信用政策，资金回笼规模缩减以及投资资金需求较大导致债务规模快速攀升。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和其他应付款构成，2018 年末及 2019 年 3 月末短期借款规模分别为 3.42 亿元和 4.22 亿元，2018 年以来公司股权投资规模较大，短期借款规模快速上升；应付票据及应付账款规模分别为 2.31 亿元和 3.69 亿元，分别较上年末上升 7.69% 和 59.30%，其中近期大幅增长主要夏季订单备货，采购规模大幅增加所致；其他应付款规模分别为 1.54 亿元和 0.31 亿元，分别较上年末增长 1,298.63% 和 -80.22%，2018 年公司以 2.00 亿元并购泽汇科技 11.4286% 的股份，其中 1.20 亿元于 2019 年 1 月末支付，受此影响，其他应付款规模变动较大。

从债务规模来看，2018 年以来，公司股权投资规模相对较大，同时给予经销商更宽松的信用政策，资金回笼规模缩减而投资资金需求较大导致债务规模快速攀升。2018 年及 2019 年 3 月末公司总债务规模分别为 4.87 亿元和 6.26 亿元，分别较上年末上升 201.38% 和 28.56%，且均为短期债务，债务期限结构亟需改善。

图 6：2016~2019.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，业务规模扩张及股权投资促使公司

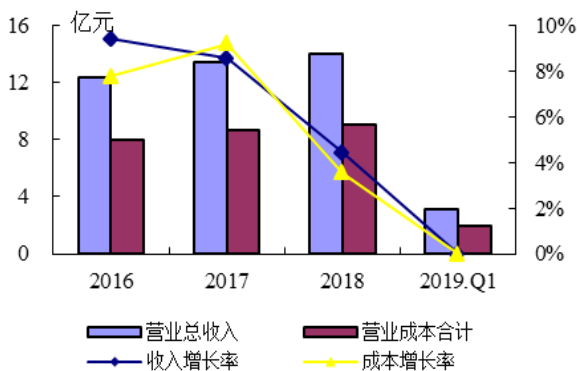
资产和负债规模大幅增长，财务杠杆水平上升，且公司债务均为短期债务，短期偿债压力较大，债务期限结构亟需改善。

### 盈利能力

2018 年受经销商渠道整合影响，公司童鞋和童装销量均有所下滑，但销售均价的提升使得童鞋和童装业务规模呈现稳中有增态势；同期鞋品 OEM 和配饰业务在量价齐升的助推下大幅提升，整体业务规模仍保持增长。当年公司营业收入规模为 13.99 亿元，同比提升 4.43%。2019 年 1~3 月，受益于销售门店数量的增加、渠道整合升级及品牌宣传效果的显现，当期公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 19.11%。

公司 ABC KIDS 品牌定位中端，且在多年运营中已形成较高的品牌知名度，拥有一定的品牌溢价，虽然受童鞋和童装等产品价格波动、秋冬款产品结构变化以及经销和直销渠道业务量变化等因素影响，公司营业毛利率出现一定波动，但总体稳定在 36% 左右的水平，2018 年及 2019 年一季度其营业毛利率分别为 35.60% 和 36.69%。

图 7：2016~2019.Q1 公司收入成本增长情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，广告宣传、市场拓展及仓储物流等投入加大，销售费用规模上升；股权投资使得咨询中介费用大幅提升，管理费用支出增加；债务规模的快速攀升促使财务费用上升。2018 年公司三费（管理费用中含研发支出，下同）支出规模合计 2.89 亿元，同比增长 15.22%；三费收入比为 20.66%，较上年上升 1.94 个百分点。2019 年一季度，公司三费支出合计 0.67 亿元，三费收入比为 21.32%，较上年上升 0.66 个百分点。总的来看，公

司三费收入比逐年上升，期间费用控制能力有待加强。

表 4：2016~2019.Q1 公司三费分析

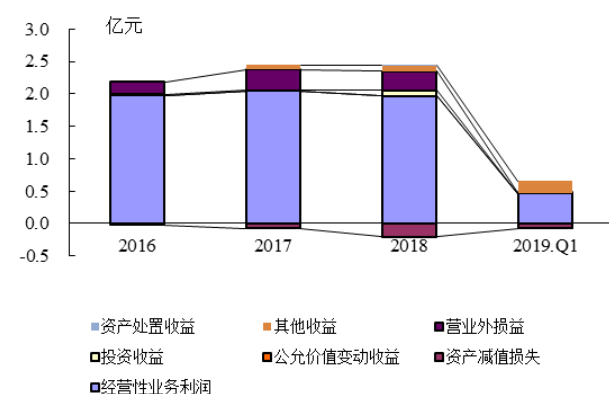
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.26	1.52	1.76	0.33
管理费用	0.93	0.97	1.05	0.29
财务费用	0.08	0.02	0.08	0.06
三费合计	2.27	2.51	2.89	0.67
营业总收入	12.34	13.39	13.99	3.17
三费收入占比 (%)	18.38	18.72	20.66	21.32

注：管理费用中含研发支出。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受期间费用规模上升影响，2018 年公司经营性业务利润降为 1.96 亿元。当年公司其他收益（政府补助）、投资收益（银行理财产品收益）和营业外损益（基本为政府补助）规模分别为 0.09 亿元、0.09 亿元和 0.29 亿元，另资产处置收益 5.09 万元。同期，公司计提资产减值准备 0.21 亿元（坏账准备和存货跌价准备分别为 0.09 亿元和 0.12 亿元），对利润形成一定侵蚀。最终 2018 年公司实现利润总额 2.23 亿元，净利润 1.80 亿元。2019 年一季度，公司经营性业务利润为 0.46 亿元，其他收益规模为 0.18 亿元，计提资产减值准备 0.08 亿元，最终利润总额为 0.58 亿元，净利润 0.46 亿元。

图 8：2016~2019.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

总体来看，公司业务规模提升，初始获利稳定，但期间费用规模逐年提升，期间费用控制能力有待加强。

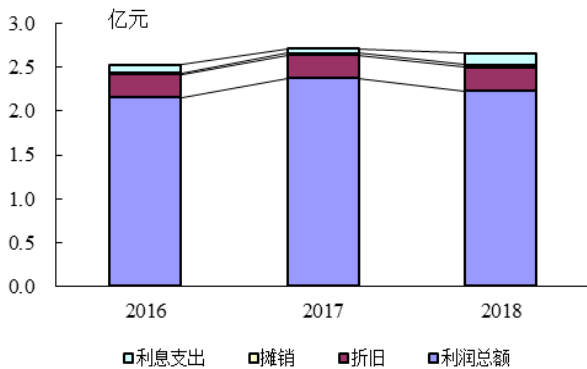
### 偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，2018 年规模为 2.66 亿元，较上年下



降 0.05 亿元，主要系期间费用支出规模上升导致利润总额下降所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 1.83 倍，同比上升 1.23 倍；EBITDA 利息保障倍数为 20.43 倍，同比下降 36.89 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力减弱。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，随着销售回款放缓，2018 年及 2019 年一季度公司经营活动净现金流分别为 0.64 亿元和 -0.44 亿元；经营活动净现金/总债务分别为 0.13 倍和 -0.18 倍，分别较上年末下降 0.72 倍和 0.31 倍；2018 年经营活动净现金/利息支出为 4.88 倍，较上年末下降 24.03 倍，经营性净现金流对债务本息的保障程度有所减弱。

表 5：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	1.56	1.62	4.87	6.26
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期债务 (亿元)	1.56	1.62	4.87	6.26
EBITDA (亿元)	2.53	2.71	2.66	-
EBITDA 利息倍数 (X)	26.33	57.32	20.43	-
总债务/EBITDA (X)	0.62	0.60	1.83	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	10.37	28.92	4.88	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.64	0.85	0.13	-0.28*
资产负债率 (%)	22.84	19.14	33.58	35.16
总资本化比率 (%)	13.91	10.36	23.89	28.13

注：带“\*”号指标已经年化

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

担保方面，截至 2018 年末，公司就本次公司债项目为深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司提供反担保 4.00 亿元，为子公司提供担保 1.40 亿元，担保余额占期末净资产比重为 34.82%。

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，共获得各银行综合授信额度 9.58 亿元，其中未使用额度 4.66 亿元。另外，公司系上市公司，可通过发行股票等方式向资本市场进行直接融资，整体融资渠道较为顺畅。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产规模为 3.79 亿元，占总资产的比例为 16.23%。

表 6：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元		
项目	金额	受限原因
货币资金	0.49	银行承兑保证金
固定资产	3.13	贷款抵押
无形资产	0.18	贷款抵押
合计	3.79	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据公开资料显示，截至 2019 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。此外根据公司提供的企业信用报告及相关资料，截至 2019 年 5 月 5 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

综合来看，公司在国内儿童服饰市场具有一定的品牌知名度，经销渠道稳定，业务发展较为稳健。但 2018 年以来，公司拓展股权投资，导致其债务规模快速攀升，同时债务均为短期债务，面临一定的短期偿债压力。

## 担保措施

深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担集团”）作为本期债券担保人，为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 深圳中小担集团

### 概况

深圳中小担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（以下简称“深圳市政府”）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。2018 年深圳中小担集团以资本公积转增资本 25.05 亿元，截至当年末，深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持股比例

为 65%，第二大股东中国东方资产管理股份有限公司持股比例为 35%，深圳中小担集团实际控制人系深圳市国资委。

深圳中小担集团系国内最早成立的专业担保机构之一，致力于为中小科技企业发展提供融资担保服务，主要定位于孵化期和初创期的科技型企业。目前，深圳中小担集团提出“投保联动”的业务理念，为中小企业提供从初创期到成熟期的个性化投融资服务，形成了以融资担保、发债增信、保函担保、委托贷款和投资为主，小额贷款和典当贷款为辅的业务格局。

截至 2018 年 12 月 31 日，深圳中小担集团总资产为 189.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 103.86 亿元，在保笔数约为 3,005 家，同比增长 84.92%，在保责任余额为 276.57 亿元，净资产放大倍数为 2.66 倍；2018 年深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，其中担保业务收入为 7.83 亿元，实现净利润 9.17 亿元。

### 业务运营

目前深圳中小担集团已经形成了以融资担保和非融资性担保业务为主，委托贷款、投资、小额贷款和典当贷款等业务为辅的多元业务格局。2018 年，深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，同比增长 81.57%，业务规模继续增大。

表 7：2017~2018 年深圳中小担集团收入结构情况

单位：亿元、%			
指标	2017	2018	同比增减
(一) 担保业务收入	4.67	7.83	67.59
其中：贷款担保收入	1.74	2.84	63.44
保函担保收入	1.27	2.09	64.55
发债担保收入	1.07	1.77	66.01
其他业务收入	0.52	1.05	100.58
担保评审费收入	0.08	0.09	10.36
(二) 委贷利息收入	3.93	7.12	81.27
(三) 其他业务收入	0.47	1.51	223.62
其中：贷款利息收入	0.39	0.73	87.85
手续费及佣金收入	0.05	0.38	725.09
其他收入	0.03	0.41	1,157.88
<b>营业总收入</b>	<b>9.07</b>	<b>16.47</b>	<b>81.57</b>

资料来源：深圳中小担集团年报，中诚信证评整理

### 担保业务

深圳中小担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）。2018 年末，深圳中小担集团期末担保责任余额为 276.57 亿元，同比增长 16.49%，对外担保规模进一步扩大。

深圳中小担集团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。非融资性担保主要为保函担保，保函担保主要系深圳中小担集团为需要开立银行保函的企业提供担保或直接出具保函业务。

表 8：2017~2018 年末深圳中小担集团担保业务发生及代偿情况

单位：亿元、%		
指标	2017	2018
担保责任余额	237.42	276.57
当期担保发生额	326.17	392.95
当年代偿额度	0.70	0.45
当年收回额度	0.50	0.44
年度损失率	0.00	0.00
累计损失率	0.00	0.00

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

从业务拓展渠道来看，目前银行推荐为深圳中小担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公司自身的稳健经营，深圳中小担集团与当地银行建立了广泛而深入的合作关系。深圳中小担集团无需向合作银行缴纳保证金，同时与合作银行约定了“八二分担”的风险分担机制，即在项目发生代偿时，由合作银行承担 20% 的分保责任，是广东省唯一一家与银行拥有“八二分担”银担比例的担保机构，在行业内处于领先地位。目前，深圳中小担集团已与建设银行、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 2018 年末，合作银行授信额度为 660 亿元，较上年增加约 90 亿元，尚未使用授信额度 464 亿元。

由于深圳中小担集团在初期承担较多政策性的融资担保职能，积累了一定的代偿压力，近年来又受到中小企业经营困难、偿债能力减弱的影响，2018 年，深圳中小担集团发生代偿金额 0.45 亿元，

同比下降 35.92%，当年累计代偿率为 0.06%，较上年下降 0.01 个百分点。与同行业相比，深圳中小担保集团代偿率仍处于较低水平，加之深圳中小担保集团近年来不断加强风险管理，使得代偿风险得到一定控制。代偿回收方面，2018 年深圳中小担保集团代偿回收金额为 0.44 亿元。考虑到目前计提的各类担保风险准备金合计数在 4 亿元左右，且提高了业务准入门槛、代偿项目有资产抵（质）押和第三方担保等反担保措施，深圳中小担保集团代偿风险仍在可控范围内。

总体来看，凭借清晰的业务定位、良好的银企关系，深圳中小担保集团担保业务发展基础良好，近年来业务规模增长速度较快。

### 组合风险管理

在担保组合方面，担保深圳中小担保集团的经营特性要求承保组合应实现合理的风险分散，如果对单一客户、单一产品或单一市场的担保额度过高，深圳中小担保集团的损失风险可能会高度依赖于该客户、产品或市场信用状况的波动，从而成为公司财务实力中最薄弱的环节。因此，担保公司需要合理分布业务，通过选择低损失担保业务或者充分分散担保客户地区、行业分布和个体分布来降低客户集中度风险并降低损失。

从行业集中度来看，截至 2018 年末，深圳中小担保集团担保业务前十大行业在保责任余额合计 224.04 亿元，前十大行业合计占比达到深圳中小担保集团担保业务的 81.01%，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 36.68% 和 19.50%，担保业务集中于建筑及电子行业。从业务区域方面来看，按照相应的政策要求，深圳中小担保集团业务主要集中于深圳市，少量业务位于除深圳以外的其他珠三角地区。从客户个体风险集中度来看，截至 2018 年末，深圳中小担保集团最大单一客户在保责任余额为 5 亿元，占深圳中小担保集团期末在保责任余额的比例为 1.81%，其占比较上年末下降 0.89 个百分点；最大十家客户在保余额合计为 37.89 亿元，占深圳中小担保集团期末在保责任余额的比例为 13.70%，其占比较年初下降 3.45 个百分点。总体上看，由于单一客户在保责任余额

的减小及总体在保责任余额的增大，深圳中小担保集团担保业务的客户集中度在 2018 年继续下降。从担保业务期限结构来看，深圳中小担保集团担保业务期限结构以短期为主，较短的担保期限降低了深圳中小担保集团控制流动性风险的难度，但未来仍需对深圳中小担保集团的业务期限结构保持持续关注。

总体来看，深圳中小担保集团业务主要集中于深圳地区，行业集中度及客户集中度均处于较低水平，担保业务期限结构以短期为主，业务期限结构较优，整体业务风险可控。需要关注的是，深圳中小担保集团主要服务中小企业，近年来国内中小企业经营压力上升，需持续关注未来可能出现的代偿情况。

### 资产管理业务

为了提高自有资金的使用效率，深圳中小担保集团在担保业务的基础上开展了投资业务、委托贷款、典当、小额贷款等一系列资产管理业务，为客户提供自初创期到成熟期的综合性、个性化的金融服务。

深圳中小担保集团委托贷款业务的投资决策由自身负责，根据客户情况安排相应的子公司深圳市汇博成长创业投资有限公司（以下简称“汇博创投”）负责日常管理。自有资金委托贷款业务主要是运用自有资金委托银行向中小企业发放贷款的业务品种，业务模式主要为采用投保联动的方式开发项目，项目资源多数来自于担保业务积累的优质资源，随着注册资本金的增加，自有资金的委托贷款业务规模呈现逐年增长的趋势。

截至 2018 年末，深圳中小担保集团前十大委托贷款客户贷款余额合计 19.49 亿元，占期末委托贷款余额的 24.82%，前十大委托贷款客户包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用连带责任保证、资产抵（质）押等反担保措施。需要关注的是，2018 年，深圳中小担保集团自有资金委托贷款业务规模上升较快，随着新的监管政策出台，在监管机构要求担保公司回归担保业务本源的环境下，公司委托贷款业务或将面临调整压力；此外，公司委托贷款业务与担保业务在客户选择上有重合，面临一定业务集中风险，风险管理压力有所提升。



深圳中小担集团典当业务由控股子公司深圳市金鼎信典当行有限公司(以下简称“金鼎信典当”)负责运营,金鼎信典当成立于 2004 年,注册资本 6,000 万元,深圳中小担集团持股比例 60.00%。典当业务操作流程相对简化,主要是为中小企业提供过桥资金;2018 年典当金额为 5.28 亿元,当期产生典当业务收入 0.38 亿元。

表9: 2017~2018年深圳中小担集团典当业务概况

单位:个、万元

指标	2017	2018
当期典当项目单数	56	46
当期典当金额	64,680	52,760

资料来源:深圳中小担集团提供,中诚信证评整理

小额贷款业务由其下属子公司深圳市中小担小额贷款有限公司(以下简称“中小担小贷”)负责经营,中小担小贷成立于 2009 年,注册资本金 1.6 亿元,致力于服务优质中小型企业的企业主和高净值人群客户,为其提供融资服务。2018 年深圳中小担集团小贷业务累计放贷金额合计 24.46 亿元,实现业务收入 0.73 亿元。

表10: 2017~2018年深圳中小担集团小额贷款业务概况

单位:万元

指标	2017	2018
当期放贷金额	69,326	244,640
期末贷款余额	40,372	125,580

资料来源:深圳中小担集团提供,中诚信证评整理

2018 年,为化解深圳本地上市公司的股票质押风险,深圳市政府推出了“风险共济”驰援计划,安排数百亿的专项资金,从债权和股权两个方面入手,构建风险共济机制,改善上市公司及控股股东的流动性风险,而深圳中小担集团作为债权方式的两家管理机构之一,通过委托贷款、过桥贷款、向实际控制人借款、受让股票质押债权、提高股票质押率等多种方式,向上市公司或实际控制人提供资金,缓解流动性危机,截至 2018 年末,深圳中小担集团共济专项资金账面余额 50.39 亿元。

## 财务分析

以下财务分析基于深圳中小担集团提供的经亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)深圳分所审计的深圳中小担集团 2016 年及经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计的深圳中小担集团

2017~2018 年审计报告,已审财务报告均为合并口径,审计意见类型均为标准无保留意见。

## 资本充足性

资本是担保公司从事担保业务的基础,也是开展担保业务保障代偿的资金来源,因此资本实力强大与否对担保业务扩张规模至关重要。随着 2018 年资本公积转增资本完成,截至当年末深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元,净资产放大倍数为 6.81 倍,较上年微降 0.07 倍有所下降。

准备金提取方面,深圳中小担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,且深圳中小担集团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;深圳中小担集团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,累计达到担保责任余额的,实行差额计提。2018 年,深圳中小担集团计提未到期担保责任准备金和担保赔偿准备金共计 0.33 亿元,同期风险准备金充足率为 1.65%。深圳中小担集团准备金规模一般,对担保业务代偿的保障程度一般。

总体来看,深圳中小担集团融资担保放大倍数适中,目前资本实力能够较好满足现阶段业务发展需要。深圳中小担集团风险准备金规模一般,对未来的风险偿付保障有待进一步提升。

## 资产流动性

担保机构流动性风险主要来源于表内资产和表外或有负债在期限上的错配,流动性压力也通常来源于代偿的集中发生或投资资产流动性的降低。

深圳中小担集团目前持有的高流动性资产分别为货币资金和可供出售金融资产。近年来,深圳中小担集团高流动性资产维持较大规模,2018 年末为 46.30 亿元,同比增长 83.81%,主要因为当期货币资金同比增长 90.47%至 44.51 亿元,高流动性资产占比亦有所提升,当年末高流动性资产/总资产为 24.46%,较上年上升 2.20 个百分点;高流动性资产/在保责任余额为 16.74%,上年末增加 6.13 个百分点。考虑到深圳中小担集团主业仍是担保业务,因此深圳中小担集团将统筹兼顾收益性和流动性,在监管准许的范围内,合理配置产品结构与投资期

限，完善投资限额管理和流动性应急预案，防范投资管理中单一大额投资以及担保业务中客户信用状况出现较大变动可能对其流动性带来的不利影响。

### 盈利能力

深圳中小担集团收入来源主要为担保业务、委贷业务和小贷业务等；2018年，深圳中小担集团实现营业总收入16.47亿元，其中担保业务受益于当年担保责任发生额的增加，同比增长67.59%至7.83亿元；委贷利息收入同比增长81.27%至7.12亿元；同时，随着小贷业务放款规模的增大及典当等业务继续保持增长，2018年包括贷款利息收入、手续费及佣金收入等在内的其他业务收入大幅增长223.62%至1.51亿元。

2018年，深圳中小担集团营业总成本主要由营业成本、管理费用和资产减值损失等构成，其中营业成本主要包括职工薪酬、提取未到期担保责任准备金及赔偿准备金、委托贷款相关费用及共济资金费用等。随着公司业务规模的增大，公司营业总成本呈增长趋势，2018年同比增长10.15%至4.05亿元，其中营业成本、管理费用和资产减值损失分别为3.31亿元、0.67亿元和0.19亿元，其中资产减值损失为针对贷款类资产计提的减值准备。

总体来看，2018年，随着担保及委托贷款业务规模的快速增大，深圳中小担集团营业总收入和净利润快速增加，盈利能力继续增强。但考虑到公司业务潜在风险仍然客观存在，随着公司业务规模的持续扩张和业务周期的延伸，公司风险准备金计提力度仍需加强，以应对未来一定比例的代偿和损失对公司盈利水平的提升形成的压力。

表 11：2017~2018 年深圳中小担集团利润表摘要

单位：亿元、%

	2017	2018
营业总收入	9.07	16.47
其中：担保业务收入	4.67	7.83
委贷利息收入	3.93	7.12
其他业务收入	0.47	1.51
营业成本	3.07	3.31
其中：未到期责任准备	-0.04	0.07
担保赔偿准备	0.22	0.26
资产减值损失	0.23	0.19
期间费用合计	0.30	0.46
投资收益	0.16	0.15
营业利润	5.55	12.57
营业外收支净额	0.00	0.00
税前利润	5.55	12.57
净利润	4.10	9.17
平均资产回报率	4.70	6.06
平均净资产回报率	6.52	9.11

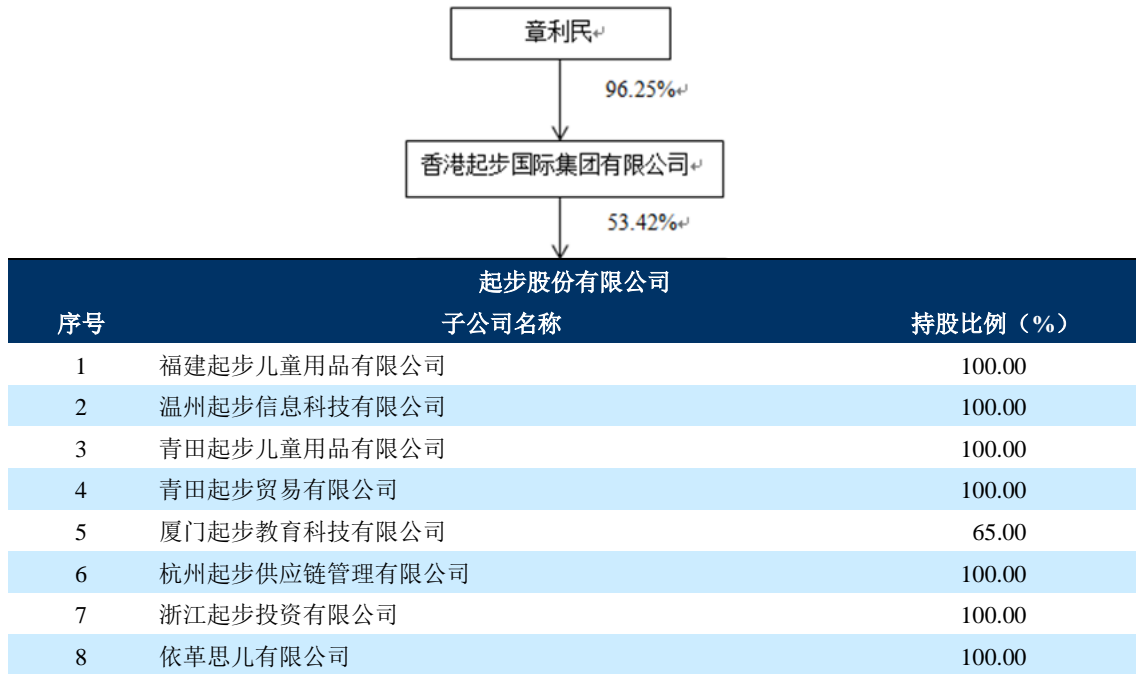
资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

整体来看，深圳中小担集团在深圳担保行业处于领先地位，作为深圳市中小企业融资担保的主要平台之一，获得股东支持力度大，且担保决策机制较完善，风险管理能力较强，股东增资后，整体代偿能力将进一步增强。同时，深圳中小担集团作为专业性的担保机构，具备很强综合实力，能够有效提高本期债券的偿付安全性。

## 结 论

综上，中诚信证评维持起步股份的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持“起步股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AAA。

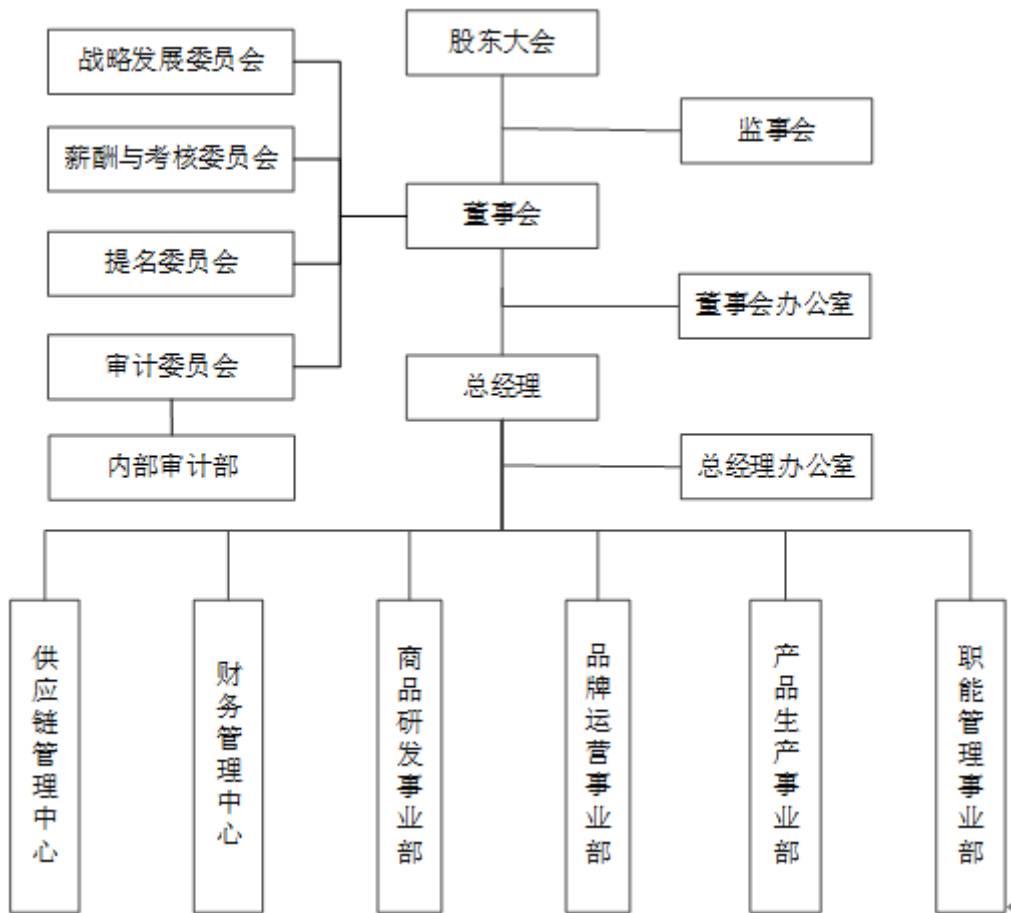
附一：起步股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



附二：起步股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：起步股份有限公司财务数据及主要指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	27,850.11	44,934.22	51,461.61	39,975.28
应收账款净额	34,201.77	40,948.55	51,109.89	57,024.25
存货净额	10,516.07	13,270.12	15,492.98	25,322.57
流动资产	81,621.20	130,964.56	151,460.58	165,007.86
长期投资	0.00	0.00	27,100.00	27,450.00
固定资产合计	40,213.34	37,959.69	39,814.98	39,420.96
总资产	125,394.42	172,865.93	233,465.38	246,609.42
短期债务	15,638.50	16,154.00	48,684.78	62,590.28
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务	15,638.50	16,154.00	48,684.78	62,590.28
总负债	28,642.35	33,091.81	78,394.18	86,710.20
所有者权益（含少数股东权益）	96,752.07	139,774.13	155,071.19	159,899.23
营业总收入	123,383.77	133,949.11	139,877.49	31,662.97
三费前利润	42,420.03	45,553.03	48,529.23	11,384.28
投资收益	207.16	98.20	947.98	0.00
净利润	17,566.54	19,442.08	18,042.64	4,643.49
EBITDA	25,304.72	27,112.59	26,595.08	7,203.22
经营活动产生现金净流量	9,966.84	13,676.36	6,356.46	-4,402.58
投资活动产生现金净流量	12,250.95	-21,166.41	-26,753.73	-16,965.62
筹资活动产生现金净流量	-9,941.96	24,121.74	26,772.66	7,510.52
现金及现金等价物净增加额	12,275.84	16,631.69	6,375.39	-13,857.68
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	35.44	35.05	35.60	36.69
所有者权益收益率（%）	18.16	13.91	11.64	11.62*
EBITDA/营业总收入（%）	20.51	20.24	19.01	-
速动比率（X）	2.56	3.65	1.75	1.63
经营活动净现金/总债务（X）	0.64	0.85	0.13	-0.28*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.85	0.13	-0.28*
经营活动净现金/利息支出（X）	10.37	28.92	4.88	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.33	57.32	20.43	-
总债务/EBITDA（X）	0.62	0.60	1.83	-
资产负债率（%）	22.84	19.14	33.58	35.16
总资本化比率（%）	13.91	10.36	23.89	28.13
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

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、带“\*”号的指标已年化处理。

**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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	169,190.33	233,679.62	445,099.90	459,885.84
其他应收款	20,660.71	11,578.21	13,173.10	12,088.35
委托贷款	314,543.64	724,568.12	785,182.91	846,476.34
其他流动资产	16,690.80	35,923.51	296,923.65	333,872.65
流动资产合计	535,769.68	1,021,311.42	1,690,950.13	1,757,832.56
发放贷款及垫款	34,814.10	51,453.56	135,328.76	104,942.66
长期股权投资	5,307.42	12,310.02	12,787.41	12,323.05
资产总计	613,407.39	1,131,732.77	1,892,860.76	1,928,449.84
存入保证金	12,772.81	16,874.43	66,873.83	68,469.80
担保赔偿准备	23,589.48	26,709.12	29,862.81	31,305.57
未到期责任准备	10,161.73	9,790.14	10,458.19	10,906.40
负债合计	329,143.52	157,319.38	854,216.48	861,892.54
所有者权益合计	284,263.87	974,413.39	1,038,644.29	1,066,557.30
贷款担保费收入	15,317.82	17,358.40	28,370.78	-8,635.51
投资收益	514.64	1,578.60	1,520.82	0.00
利润总额	45,336.15	55,484.75	125,705.82	36,596.45
净利润	33,533.70	41,039.80	91,671.34	29,277.16
担保组合数据（单位：亿元）	2016	2017	2018	2019.Q1
期末在保余额	193.65	237.42	276.57	-
年新增担保额	281.16	326.17	392.95	-
当年代偿金额	0.74	0.70	0.45	-
当年代偿回收金额	0.31	0.50	0.44	-

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：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 + 应付融资租赁款

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 - 手续费及佣金支出 - 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)

## 附六：信用等级的符号及定义

### 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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。