



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪875号

## 腾邦集团有限公司：

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“腾邦集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行人公司债券（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，将贵公司主体信用等级下调至C，将本期债券信用等级下调至C。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月二十六日

## 腾邦集团有限公司 2017 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	腾邦集团有限公司
债券代码、简称	112526 17 腾邦 01
发行规模	人民币 15 亿元
存续期限	2017/06/07~2020/06/07
上次评级时间	2019/06/10
上次评级结果	债项级别 CC
	主体级别 CC
	列入可能降级的信用评级观察名单
跟踪评级结果	债项级别 C
	主体级别 C

### 概况数据

腾邦集团	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	42.14	69.43	99.34
总资产（亿元）	205.61	256.20	291.04
总债务（亿元）	131.66	143.97	150.27
营业总收入（亿元）	151.94	203.73	218.72
营业毛利率（%）	8.25	6.86	6.46
EBITDA（亿元）	8.58	18.50	13.13
所有者权益收益率（%）	7.54	13.34	3.29
资产负债率（%）	79.51	72.90	65.87
总债务/EBITDA（X）	15.35	7.78	11.44
EBITDA 利息倍数（X）	2.58	3.86	1.85

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。

### 分析师

王隼 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

钟晓南 [xnzhong@ccxr.com.cn](mailto:xnzhong@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 6 月 26 日

### 基本观点

2018 年，得益于商旅服务业务收入规模的提升，腾邦集团有限公司（以下简称“腾邦集团”或“公司”）营业收入保持增长。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债券违约，经营性业务利润亏损，利润总额下滑明显；利润规模对非经常性收益依赖度较高；应收账款及其他应收款存在回收风险；短期偿债压力大；公司实际控制人及公司持有上市子公司股份质押比率高，出现了被动减持情况，且所持大部分股份被司法冻结及轮候冻结以及上市子公司实际控制人变更等因素可能对公司业务经营及信用水平产生的影响。

中诚信证评下调腾邦集团主体信用等级至 C，下调“腾邦集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级至 C。

### 正面

- 营业收入保持增长。2018 年，公司持续推进旅游业务的整合完善，与公司传统机票业务的协同发展，主要得益于商旅服务业务收入规模的提升，2018 年公司实现营业总收入为 218.72 亿元，同比增长 7.36%。

### 关注

- 公司债券违约。公司未能按期足额兑付“17 腾邦 01”2019 年度利息，构成实质性违约。中诚信证评将持续关注公司后续公司存续债券本息后续偿付情况。
- 2018 年公司经营性业务利润亏损，利润总额下滑明显。2018 年，公司主要业务板块毛利水平下滑，期间费用同比增长，当年经营性业务利润呈现亏损，加之公司计提大额资产减值损失，导致公司盈利能力大幅下滑。2018 年，公司经营性业务利润亏损 1.67 亿元，利润总额为 5.02 亿元，同比下滑 60.75%。

- 利润规模对非经常性收益依赖度较高。2018年，公司利润总额构成中，投资收益为 3.34 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益 1.72 亿元；公允价值变动收益 4.48 亿元，主要来自投资房地产增值收益，未来非经常性收益的可持续性有待关注。
- 应收账款及其他应收款回收风险。截至 2018 年末，公司应付账款和其他应收款分别为 36.31 亿元和 18.51 亿元，同比分别增长 47.92%和 112.65%，均呈现较快增长，且规模较大，存在一定的回收风险。
- 短期偿债压力大。截至 2018 年末，公司总债务 150.27 亿元，其中短期债务 113.92 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）3.13 倍，同比增长 0.64 倍，公司可动用货币资金有限，现金流情况恶化，短期偿债压力大。
- 公司实际控制人及公司持有上市子公司股份质押比率高，出现了被动减持情况，且所持大部分股份被司法冻结及轮候冻结。2018 年以来，公司实际控制人钟百胜先生及公司所持有深圳市腾邦国际商业服务股份有限公司（以下简称“腾邦国际”）股份质押比率高，由于流动性紧张原因，出现了被动减持情况，且所持大部分股份被司法冻结及轮候冻结，在一定程度上降低了公司资产的流动性，影响其再融资能力。
- 腾邦国际实际控制人变更。2019年6月，公司实际控制人钟百胜先生及公司与深圳市大晋投资咨询有限公司（以下简称“大晋投资”）签署了《表决权委托协议》，腾邦国际的实际控制人由钟百胜变为史进。

## 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。

## 重大事项

2018 年以来公司流动性压力加大，公司实际控制人钟百胜先生及公司所持有腾邦国际股份质押比率高，出现了被动减持情况，且所持大部分股份被司法冻结及轮候冻结

2018 年 12 月 3 日，由于股价下跌，公司实际控制人钟百胜先生通过云南国际信托有限公司一云信增利 18 号证券投资单一资金信托持有腾邦国际股份触及信托计划止损线，因股价连续下跌未能在规定的时间内筹集足额的追加资金，云南信托采取了平仓措施，已于 2018 年 12 月 3 日通过大宗交易方式全部减持完毕，导致钟百胜先生所持腾邦国际股份非主观意愿的被动减持 9,690,495 股，占腾邦国际总股本的 1.57%。

2019 年 2 月至 2019 年 4 月，由于股价下跌，公司存放于中信证券信用担保账户的股票触及平仓线及在国海证券的股票质押式回购业务触发违约条款，因未能在规定的时间内筹集足额的资金，债权人采取了平仓措施，导致公司所持腾邦国际股份非主观意愿的被动减持 11,895,017.00 股，占腾邦国际总股本的 1.93%。

2019 年 5 月 6 日至 2019 年 6 月 10 日，由于股价下跌，公司存放于中信证券信用担保账户的股票触及平仓线，因未能在规定的时间内筹集足额的资金，债权人采取了平仓措施，导致公司所持腾邦国际股份非主观意愿的被动减持 5,003,100 股，占腾邦国际总股本的 0.81%。

截至 2019 年 6 月 10 日，钟百胜先生持有腾邦国际 14,268,913 股股份，其中质押股份为 14,268,913 股；腾邦集团持有腾邦国际 160,201,883 股股份，其中质押股份为 137,923,783 股。由于钟百胜先生和腾邦集团因进行股权质押融资或其他形式的融资，到期未能及时偿还债务，其持有的部分上市公司股份分别被深圳市福田区人民法院及上海金融法院冻结，钟百胜先生及腾邦集团合计持有腾邦国际的股份被司法冻结的数量为 152,362,696 股，占合计持有上市公司总股份的 87.33%，已被轮候冻结的数量为 347,326,205 股，占合计持有上市公司总股份的 199.07%。

公司实际控制人钟百胜先生及公司与大晋投资签署了《表决权委托协议》，腾邦国际实际控制人发生变更

2019 年 6 月 10 日，公司实际控制人钟百胜先生及公司与大晋投资签署了《表决权委托协议》。腾邦集团及钟百胜先生将其所持有的腾邦国际的股票 174,470,796 股（占合计持有腾邦国际总股本的 100.00%，占腾邦国际总股本的 28.30%）表决权委托给大晋投资行使。

本次表决权委托完成后，大晋投资拥有表决权的股份数量为 174,470,796 股，占腾邦国际总股本的 28.30%，史进先生持有大晋投资 100% 股权，史进先生将成为腾邦国际实际控制人。委托期限为自《表决权委托协议》生效之日起五年，委托期限届满后，各方如无异议，委托期限可延续。

根据《表决权委托协议》，本次表决权委托是为了优化上市公司的治理结构，促进上市公司规范运营与持续发展，保障上市公司业绩的稳健。在《表决权委托协议》签署日前，史进先生为腾邦国际控股子公司腾邦旅游集团有限公司董事、总经理。2018 年 11 月 30 日，腾邦集团与史进先生签署了《股份转让协议》，约定腾邦集团将其持有的上市公司 39,000,000 股股份转让给史进先生，转让对价为 3.59 亿元。由于腾邦集团持有的上市公司股份存在质押和被冻结及轮候冻结的情形，因此腾邦集团向史进先生转让股份的事项尚未完成。截至 2019 年 6 月 10 日，史进先生不存在直接或间接持有腾邦国际股份情况。

## 2019 年 6 月，公司未能按时足额支付“17 腾邦 01”2019 年年度利息，构成实质性违约

公司于 2017 年 6 月 7 日发行的“腾邦集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（债券简称“17 腾邦 01”）2019 年度的付息日为 2019 年 6 月 7 日。2019 年 6 月 10 日，公司发布《腾邦集团有限公司关于“17 腾邦 01”无法按时付息的公告》，公告显示，“17 腾邦 01”2019 年度的付息日为 2019 年 6 月 7 日，因遇法定节假日，付息日顺延至 6 月 10 日，因短期内资金周转困难，公司未能按时足额支付“17 腾邦 01”2019 年度利息至

中国证券登记结算有限责任公司账户，涉及利息资金 11,250 万元，该事项已构成实质性违约。

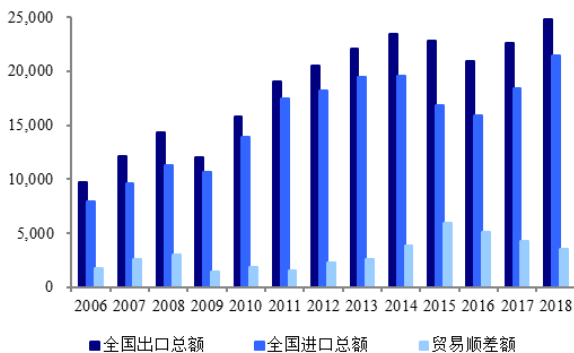
## 行业分析

2018 年以来，全球经济增长动能减小，中国经济运行稳中有变，对外贸易总体稳中有进，规模创历史新高；但外部环境突变，外贸出口不确定性有所加大

2018 年，全球经济增长动能减小，贸易保护情绪的上涨，贸易政策不确定性的上升。得益于一系列促进外贸稳定增长的政策实施、扩大开放政策以及国内需求持续增长的共同作用下，2018 年我国对外贸易总体稳中有进，外贸结构持续优化。2018 年，我国进出口总额 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%，规模创历史新高，其中出口 2.48 万亿美元，同比增长 9.9%；进口 2.14 万亿美元，同比增长 15.8%。贸易顺差 0.35 亿美元，收窄 16.2%。

图 1：2006~2018 年我国进出口总额和贸易顺差情况

单位：亿美元



资料来源：商务部，中诚信证评整理

在国内经济缓中回稳、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近期中美贸易谈判突生变数，美国将在 2019 年 5 月 10 日起，对来自中国总值 2 千亿美元的商品，加征关税，由 10% 提高至 25%，同时对余下 3,250 亿美元尚未征收惩罚性关税的中国货品，短期内加征 25% 关税。中美贸易摩擦进一步加

剧，再度加大了我国出口的不确定性。此外，人民币汇率双向波动加大，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。

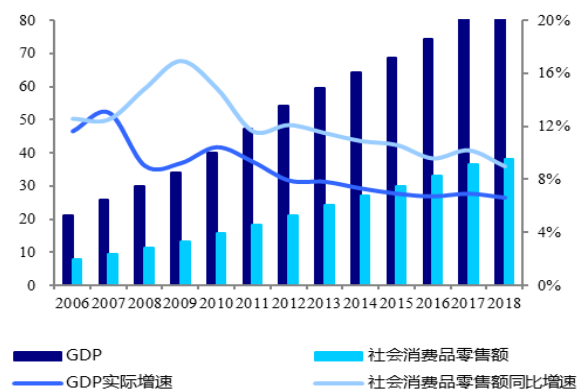
另一方面，外部环境的变化，虽使我国经济面临一定的下行压力，但我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，中国经济长期向好、稳中求进的态势并未发生根本性变化。随着我国国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；落实稳外贸政策，深入实施贸易强国行动计划，不断推进“五个优化”和“三个建设”，推动出口市场多元化，引导加工贸易转型升级、向中西部转移；优化进口结构，积极扩大进口，利用好中国进口博览会平台，促进外贸稳中提质。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量。

2018 年以来，我国继续推进内贸流通体制改革，推动物流降本增效，我国国内贸易保持较快发展，结构持续优化

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2018 年，国内生产总值 900,309 亿元，同比增长 6.6%；社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%。

图 2：2006~2018 年我国 GDP 和社会消费品零售规模及其增速

单位：万亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2018年5月，商务部发布《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建[2018]101号），提出利用规范采用财政补助、以奖代补、贷款贴息、购买服务等资金支持方式，通过强化物流基础设施建设，提高供应链标准化水平，加强信息化建设，提高供应链协同化水平以及提高供应链绿色化水平，来实现城市消费品社会零售总额同比增长高于全国平均水平，重点行业平均库存周转率同比提高10%以上，供应链综合成本（采购、库存、物流、交易成本）同比降低20%以上，订单服务满意度（及时交付率、客户测评满意率等）达到80%以上，重点供应商产品质量合格率达到92%以上，托盘、周转箱（筐）等物流单元标准化率达到80%以上，供应链重点用户系统数据对接畅通率达到80%以上，单元化物流占供应链物流比例同比提高10%以上的目标。

2017年12月，商务部等五部委联合制定了《城乡高效配送专项行动计划（2017-2020年）》（商流通函[2017]917号）（以下简称“专项计划”），计划到2020年，初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。为进一步落实专项计划有关要求，2018年11月商务部会同有关部门制定了《关于印发〈城乡配送绩效评价指标体系〉的通知》（商办流通函[2018]389号）（以下简称“通知”），通过建立城市绩效评价指标和企业绩效评价指标为城乡配送体系提供检验标准，来落实城市主体责任并引导企业转型升级。2019年2月商务部等印发《商务部等五部门关于进一步落实城乡高效配送专项行动有关工作的通知》（商流通函[2019]60号），进一步明确了首批30个城市的专项行动目标、任务和具体举措，提高专项行动的针对性、有效性，争取形成一批可复制可推广的典型经验。

总体上，2018年我国劳动力、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内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，

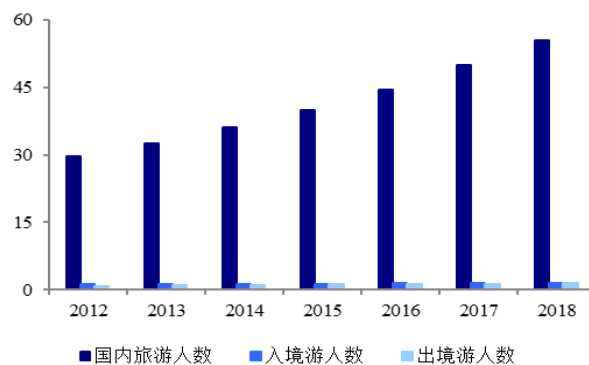
有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

### 随着国民经济增长及居民可支配收入的提升，旅游行业呈现快速发展态势，出境旅游业整体增速良好，未来具备较大的发展空间

旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展的核心驱动力主要来自于区域经济增长以及居民可支配收入的增加。自2011年以来，随着经济增速的回落，城乡居民收入增速均呈现出放缓的态势，其中我国城镇居民年人均可支配收入增速由2011年的14.1%回落至2018年的5.6%；同期，我国农村居民人均可支配收入增速从17.9%下降至6.6%。尽管收入增速有所放缓，但在居民可支配收入持续增长的推动下，我国旅游行业正处于快速发展时期，目前我国已成为世界第三大入境旅游接待国和出境旅游消费国，并形成全球最大的国内旅游市场，旅游业已基本进入大众化、产业化发展阶段。

图3：近年来我国旅游业人数情况

单位：亿人次



资料来源：中国旅游业统计公报，中诚信证评整理

据2019年2月12日中国文旅部发布的《2018年旅游市场基本情况》数据，2018年中国公民出境旅游人数14,972万人次，比上年同期增长14.7%。根据国信证券研究报告观点，从出境游目的地的角度看，绝对量方面港澳游占比较高，但自2012年后，出国游增速超港澳游，逐步成为了出境游行业增长的主要推动力。根据国信证券和天风证券统计数据，2017年，我国出境游渗透率（出境游人数/总人口数）为9.4%，同年美国、欧洲、日本和韩国的

出境游渗透率分别为 26.9%、26%、14.11%、51.48%。对标欧美日韩等成熟市场，我国出境游渗透率提升空间大。未来，随着二三四线城市出境游需求的崛起及国际航线的加速渗透，相关区域城市出境游市场有望迎来爆发。

## 业务运营

2018 年，公司主业未发生变化，仍从事以葡萄酒和 3C 产品为主的商品贸易业务、机票代理和出

境旅游等商旅服务、小额贷款、价值链物流及物业租赁等。2018 年，公司收入规模保持增长，全年实现营业收入 218.72 亿元，同比增长 7.36%，增速较上年下滑 26.73 个百分点，其中核心业务板块商品销售、商旅及金融服务业务分别实现业务收入 165.08 亿元和 48.86 亿元，营业收入占比分别为 75.48% 和 22.34%。

表 1：2016~2018 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

业务	2016		2017		2018	
	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比
商品销售收入	136.36	89.75	164.59	80.79	165.08	75.48
商旅及金融服务收入	12.80	8.43	35.30	17.33	48.86	22.34
物流收入	1.63	1.07	2.29	1.12	2.46	1.12
服务收入	0.35	0.23	0.30	0.14	1.48	0.53
租金收入	0.78	0.52	1.26	0.62	1.16	0.53
合计	151.93	100.00	203.73	100.00	218.71	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整

### 2018 年，公司葡萄酒贸易收入延续下滑态势，3C 产品贸易运营稳定，健康产品销售规模持续增长但整体规模仍较小

公司商品销售收入涵盖商品贸易和健康产品产销，其中商品贸易以葡萄酒和 3C 产品为主。2018 年，公司实现商品销售收入 165.08 亿元，收入规模较上年基本持平，毛利率由上年的 3.30% 下滑至 2.93%。

表 2：2017~2018 年公司商品销售收入构成

单位：亿元、%

业务	2017	2018
葡萄酒	收入	75.55
	毛利率	3.01
3C 产品	收入	43.91
	毛利率	1.29
健康产品	收入	5.04
	毛利率	34.52
其他	收入	40.09
	毛利率	2.11
合计	收入	164.59
	毛利率	3.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整

葡萄酒贸易业务方面，近年来随着各大电商及

葡萄酒商对葡萄酒直采力度的增强，行业竞争加剧，2018 年公司葡萄酒贸易收入规模延续上年下滑态势，实现收入 62.50 亿元，同比减少 17.27%，毛利率由上年的 3.01% 下滑至 2.60%。

3C 产品贸易方面，公司 3C 产品贸易业务在华南市场的运作较为饱和，并逐步向华东及东南等区域延伸，随着展业区域和主要客户拓展，收入规模保持增长态势。2018 年，公司实现 3C 产品贸易收入 47.39 亿元，同比增长 7.93%，毛利率为 1.31%，较上年基本保持稳定。

公司健康产品以按摩椅和家用小型医疗器械为主，由子公司腾邦控股有限公司（香港联交所上市公司，证券代码：06880，以下简称“腾邦控股”）负责经营。2018 年，公司健康产品实现收入 7.75 亿元，同比增长 53.77%，毛利率为 19.56%，同比减少 14.96 个百分点，主要是由于 2018 年公司将门店租金支出由管理费用调入营业成本所致。

总的来看，2018 年公司葡萄酒贸易业务受行业竞争加剧影响，收入规模延续下滑态势，3C 产品及健康产品业务运营相对较好。



公司传统机票代理业务代理交易额呈现下滑，凭借多年航线运营的资源优势不断推进旅游业务的整合完善，公司商旅服务业务收入保持增长

公司商旅及金融服务业务由子公司腾邦国际负责经营。2018年，腾邦国际取得营业收入48.86亿元，同比增长38.43%。

**表 3：2017~2018 年公司商旅和金融服务收入明细**

单位：亿元、%

业务		2017	2018
商旅服务	收入	31.10	43.18
	毛利率	16.16	11.73
金融服务	收入	4.19	5.68
	毛利率	53.00	44.61
合计	收入	35.30	48.86
	毛利率	20.53	15.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

腾邦国际商旅服务板块以传统机票代理业务为基础，近年来通过吸收合并传统线下旅行社和线上旅游网站等资源，逐步切入旅游产业。2018年，受益于公司对旅游资源的整合和旅游产品的不断完善落地，公司商旅服务业务收入增长38.84%至43.18亿元。

机票代理方面，2018年公司代理机票交易额为295亿元，同比下滑18.73%，主要是由于腾邦国际资金紧张的原因，缩减了业务规模。

**表 4：2017~2018 年公司代理机票交易额情况**

单位：亿元

销售渠道	2017	2018
代理人	345	281
TMC（差旅管理）	18	14
合计	363	295

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

旅游业务方面，公司凭借航线运营资源优势切入出境游市场，2018年，腾邦国际进一步加大对深圳市喜游国际旅行社有限公司（以下简称“喜游国旅”）的收购，加上此前持有的股权，取得喜游国旅的控股权并将其纳入并表范围，公司在资源端的控制力将进一步加强，出境游业务市场份额也将进一步扩大。2018年，公司根据市场需求，进一步拓展运营航线的数量，重点开拓有特色的国内出境口岸往返俄罗斯、柬埔寨、以及距离中国5小时航程

圈境外目的地的定期航班。

2018年，公司小额贷款规模持续扩张，金融服务收入同比增长，但同时伴随着部分不良贷款的产生，相关风险有所暴露

公司金融服务业务以小额贷款为主，还包含P2P（已终止）、保险经纪和第三方支付等业务。2018年，公司实现金融服务业务收入5.68亿元，同比增长35.42%，其中小额贷款利息收入4.49亿元，同比增长24.43%。

**表 5：2017~2018 年公司小额贷款业务情况**

	2017	2018
累计发放额（亿元）	32.71	47.94
累计发放笔数（笔）	25,142	13,317
期末贷款余额（亿元）	20.76	26.68
加权平均贷款利率（%）	15.61	16.92
加权期限（月）	10.82	9.99
利息收入（亿元）	3.61	4.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年，公司小额贷款发放量增长，贷款余额持续提升，公司全年累计发放贷款47.94亿元，同比增长46.55%，发放贷款笔数为13,317笔，同比减少47.03%。截至2018年末，公司贷款余额为26.68亿元，同比增长28.52%。2018年，公司加权平均贷款利率为16.92%，较上年增长1.31个百分点。

从贷款平均规模来看，2018年公司平均发放贷款规模为36.00万元，同比增长176.68%，平均贷款规模有所扩大。从贷款期限来看，截至2018年末贷款余额加权期限为9.99个月，同比减少0.83个月，基本保持稳定。从担保措施来看，公司贷款方式基本为保证贷款。

风险管理方面，公司采取五级分类的贷款质量管理办法，2017年末，公司无不良贷款，2018年，由于经济下行压力加大，公司小贷业务产生部分不良贷款，截至2018年末，公司不良贷款的账面价值为0.71亿元，不良率为2.72%，公司累计计提贷款损失准备余额为0.60亿元，对不良贷款的覆盖率为84.40%，拨备计提不足。

总体来看，2018年以来，公司小贷业务规模持续增长，但伴随着部分不良贷款的产生，对公司风险控制能力提出更高要求，应对逾期款项的回收进

度保持关注。

公司拥有全牌照互联网第三方支付系统“腾付通”，主要围绕公司自有的商旅服务和物流贸易开展业务，盈利来自交易服务费。依托于公司商旅业务的快速发展，公司第三方支付业务运营稳定。截止 2018 年末，“腾付通”注册人数 26,491 人，实现年交易额 441.40 亿元，同比增长 21.93%。2018 年，公司腾付通业务实现营业收入 7,750.44 万元，同比增长 51.07%。

公司保险经纪业务主要是收取旅游上下游客户、腾邦系各业务板块的客户、其他独立的外部保险客户保费、咨询服务费及保险公司的经纪费。2018 年，公司实现保险经纪业务收入 3,875.20 万元，收入贡献仍然较小。

公司其他业务还包括服务板块、物流板块及物业租赁板块，收入贡献较小。其中，服务板块主要为培训服务，2018 年公司实现服务收入 1.48 亿元，同比增长 289.06%。物流板块主要为以轮胎配送为核心的物流运输服务，2018 年公司实现物流收入 2.46 亿元，同比增长 7.46%，收入占比为 1.12%。物业租赁板块收入主要来自公司自有商业物业对外出租产生的租金收入，2018 年公司实现租金收入 1.16 亿元，同比减少 8.16%，收入占比为 0.53%。

总体来看，2018 年，公司总体收入规模保持增长，但是中诚信关注到红酒贸易规模持续下滑，腾邦国际资金紧张引起的机票代理规模缩减及小额贷款不良资产比例提升等问题，公司业务发展压力较大。

## 财务分析

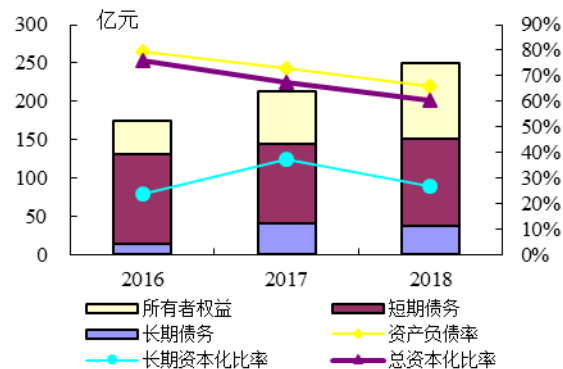
以下财务分析是基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的 2016~2018 年审计报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

### 资本结构

截至 2018 年末，公司总资产为 291.04 亿元，同比增长 13.60%；同期，公司负债总额为 191.70 亿元，同比增长 2.64%。截至 2018 年末，公司所有者权益合计 99.34 亿元，同比增长 64.77%，主要是

公司留存收益的积累以及控股子公司腾邦资产管理集团股份有限公司（以下简称“腾邦资产”）引入投资者新增资本所致，截至 2018 年末，公司少数股东权益由上年末的 27.96 亿元增长至 44.11 亿元，资本公积由上年末的 5.21 亿元增长至 19.97 亿元。

图4：2016~2018年末公司资本结构分析

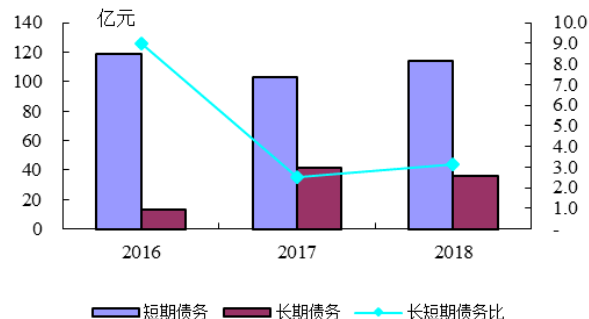


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.87% 和 60.20%，分别同比下降 7.03 个百分点和 7.26 个百分点。2018 年，公司债务规模保持增长，但由于子公司腾邦资产引入投资者，公司所有者权益规模增长较多，导致公司财务杠杆水平有所下降。

从债务期限结构来看，截至 2018 年末，总债务为 150.27 亿元，同比增长 4.38%；其中短期债务 113.92 亿元，同比增长 10.91%；长短期债务比（短期债务/长期债务）从 2.49 倍增长至 3.13 倍，公司短期偿债压力大。

图5：2016~2018年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，截至 2018 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 167.83 亿元和 123.21 亿元，占比分别为 57.67% 和 42.33%。公司流动资产主要由

货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款以及发放贷款和垫款构成，截至 2018 年末，上述五者分别占流动资产的 17.41%、21.64%、29.05%、11.03% 和 15.54%。截至 2018 年末，公司货币资金总额为 29.22 亿元，同比减少 32.55%，受限货币资金为 15.91 亿元，同期，归属于上市公司腾邦国际的货币资金为 13.61 亿元，腾邦国际受限货币资金为 4.77 亿元，除上市公司货币资金和受限货币资金外，公司本部可动用的货币资金余额为 4.47 亿元，规模较小；应收账款为 36.31 亿元，同比增长 47.92%，期末坏账准备金额为 1.63 亿元，前五名欠款方合计金额 17.16 亿元，占应收账款总额的 45.21%，集中度较高，具有一定回收风险；预付款项为 48.76 亿元，同比增长 25.29%，主要为预付商品货款及部分预付工程建设款项；其他应收款为 18.51 亿元，同比增长 112.65%，主要为腾邦国际旅游业务等保证金和其他单位往来款增加所致，期末计提坏账准备 0.87 亿元，前五名欠款方合计金额 5.47 亿元，占其他应收款总额的 28.32%；发放贷款及垫款为 26.08 亿元，同比增长 27.03%，均为应收的小额贷款，由于经济下行压力加大，客户信用风险增加，需对贷款质量迁移情况保持关注。

截至 2018 年末，公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和商誉等，占非流动资产的比例分别为 11.71%、11.87%、49.15% 和 12.96%，其中可供出售金融资产 14.42 亿元，主要为公司投资参股的基金及与公司主业相关的保险、旅行社及差旅管理等企业，均采用成本法计量，未发生计提减值情况；长期股权投资为 14.62 亿元，主要为公司参股的旅行社、线上旅游平台、物流公司、基金及地方银行等企业，未发生计提减值情况；投资性房地产为 60.56 亿元，同比增加 3.95%，以房屋建筑物和土地使用权为主，房产主要位于深圳及香港地区；商誉为 15.97 亿元，由股权收购所形成，较上年末增长 3.97 亿元，增长主要来自新收购子公司喜游国际，未来若被并购资产的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司较大规模的商誉资产或将面临减值风险，期末公司共计提商誉减值准备 0.39 亿元，较上年增长 0.37 亿元。

表 6：截至 2018 年末公司主要投资性房地产情况

单位：平方米、万元

	建筑面积	账面价值
腾邦物流大楼（1、2、3、6、7 层）	21,783.02	94,320.48
清水河腾邦大楼 A、B 栋	14,798.96	63,256.67
赛格储运大厦	26,815.40	107,797.91
诚联物流大厦	32,522.76	133,993.77
盐田区盐田路腾邦物流园	57,736.94	163,972.91
香港广场 19 楼 12 号	185.06	1,111.75
香港京光商业中心（部分楼层及车位）	1,831.68	41,117.92
<b>合计</b>	<b>155,673.82</b>	<b>605,571.40</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

负债结构来看，截至 2018 年末，公司总负债为 191.70 亿元，其中流动负债 141.31 亿元，占总负债的 73.71%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2018 年末，短期借款为 80.26 亿元，应付票据为 23.25 亿元，其他应付款 14.94 亿元，一年内到期的非流动负债 10.41 亿元。其中，其他应付款主要为往来款，较上年同比减少 7.79%，账龄在 1 年以内的占比 52.76%，1~2 年的占比 33.67%，集中度方面，前五名金额合计 4.09 亿元，合计占比 27.35%；一年内到期的非流动负债同比增长 119.99%，主要系即将一年内到期的长期借款增长所致。公司非流动负债主要为长期借款 17.12 亿元、应付债券 18.62 亿元和递延所得税负债 12.09 亿元，其中，长期借款较上年末减少 20.97%，应付债券及递延所得税负债规模总体保持稳定。总体来看，2018 年，公司资产及负债规模同比提升，由于子公司引入投资者，公司所有者权益规模增长较多，杠杆水平有所下降，但同期公司短期债务规模及占比提升，可使用货币资金有限，此外，公司应收账款、预付款项及其他应收款均呈现不同程度增长，公司面临很大的流动性压力。

### 盈利能力

得益于商旅服务业务量的提升，2018 年公司营业总收入为 218.72 亿元，同比增长 7.36%。毛利率方面，除服务板块外，公司其他主要板块的毛利率均有所下滑，2018 年，公司毛利率为 6.46%，同比下降 0.40 个百分点。

表 7: 2017~2018 年公司营业收入及毛利率情况

单位: 亿元、%

业务	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商品销售收入	164.59	3.30	165.08	2.92
商旅和金融服务收入	35.30	20.53	48.86	15.55
物流收入	2.29	25.10	2.46	11.16
服务收入	0.30	44.26	1.48	84.64
租金收入	1.26	47.45	1.16	39.68
<b>合计</b>	<b>203.73</b>	<b>6.86</b>	<b>218.71</b>	<b>6.46</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

三费方面, 2018 年公司销售费用为 2.82 亿元, 同比增长 292.46%, 管理费用 4.92 亿元, 同比减少 21.60%, 主要系由于公司控股子公司腾邦控股有限公司审计变更费用分类口径, 将门店租金等由原本计入管理费用转分类至销售费用所致; 财务费用为 7.89 亿元, 同比增长 54.96%, 主要由于债务增加致利息支出增加所致。2018 年, 公司期间费用占营业收入的比率为 7.14%, 同比增长 1.21 个百分点, 期间费用对公司利润形成一定侵蚀, 公司期间费用控制能力仍有待增强。

表 8: 2016~2018 年公司三费占比情况

单位: 亿元、%

	2016	2017	2018
销售费用	0.68	0.72	2.82
管理费用	5.90	6.27	4.92
财务费用	3.73	5.09	7.89
<b>三费合计</b>	<b>10.30</b>	<b>12.08</b>	<b>15.63</b>
三费收入占比	6.78	5.93	7.14

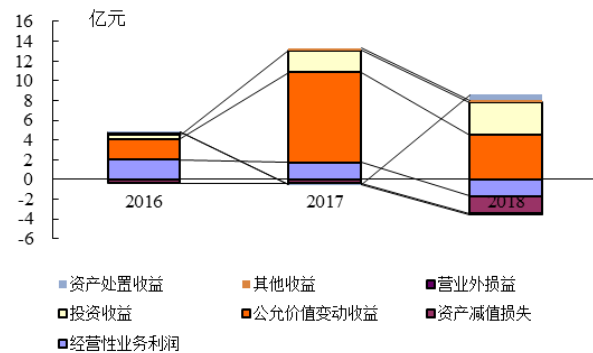
注: 管理费用中含研发费用

数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2018 年, 公司利润总额主要由公允价值变动收益和投资收益构成。2018 年, 公司取得利润总额 5.02 亿元, 同比减少 60.75%, 其中, 公司经营性业务利润由上年的 1.73 亿元变为亏损 1.67 亿元, 主要是由于毛利率下滑以及财务费用的增长所致。2018 年, 公司实现公允价值变动收益 4.48 亿元, 同比减少 50.96%, 基本来自投资性房地产公允价值变动, 近年公司投资性房地产增值较大程度受益于区域房地产市场变化, 相关收益可持续性较弱。2018 年, 公司实现投资收益 3.34 亿元, 同比增长 51.09%, 主要来自公司处置了部分股权及

公司参股企业分红, 其中处置长期股权投资产生的投资收益 1.72 亿元, 持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 0.58 亿元, 持有长期股权产生的投资收益 0.13 亿元。此外, 2018 年, 公司资产减值损失 1.79 亿元, 营业外损益-0.11 亿元, 资产处置收益 0.57 亿元, 其他收益 0.21 亿元, 其中, 公司资产减值损失同比增长 336.75%, 主要因应收款项计提坏账损失和商誉减值损失增加所致。

图 6: 2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年, 公司经营性业务利润随着毛利率水平下降及财务费用的增长呈现亏损, 同时, 公司计提资产减值损失规模增长较多, 亦对公司利润规模造成了一定侵蚀。公司利润主要来源于公允价值变动收益和投资收益, 可持续性较弱, 应对公司各板块业务的盈利情况及盈利可持续性保持关注。

## 偿债能力

从获现能力来看, 2018 年公司实现 EBITDA 13.13 亿元, 同比减少 29.01%, 主要由利润总额和利息支出构成, 分别为 5.02 亿元和 7.10 亿元。EBITDA 偿债指标方面, 2018 年总债务/EBITDA 为 11.44 倍, 同比下降了 3.66 倍; EBITDA 利息倍数为 1.85 倍, 同比减少 2.01 倍。2018 年, 公司 EBITDA 对债务本息的保障能力明显减弱。

从经营性现金流情况来看, 2018 年公司实现经营活动净现金流由上年的 2.48 亿元减少为-5.80 亿元, 主要为腾邦国际业务扩大, 包机押金及机票切位预付款增加所致。同期, 公司经营活动净现金流/总债务为-0.04 倍, 经营活动净现金流利息保障倍数为-0.82 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障

程度显著弱化。投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流净由上年的-37.16亿元减少为-2.51亿元，公司对外投资力度有所放缓。同期，公司筹资活动净现金流由上年的55.44亿元减少为-9.47亿元，主要是公司当年偿还债务较多，融资渠道受限，新增融资减少所致。

表 9：2016~2018 年公司部分偿债能力指标

	2016	2017	2018
总债务（亿元）	131.66	143.97	150.27
EBITDA（亿元）	8.58	18.50	13.13
经营活动净现金流（亿元）	3.29	2.48	-5.80
总债务/EBITDA（X）	15.35	7.78	11.44
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.58	3.86	1.85
经营活动净现金流/ 总债务（X）	0.03	0.02	-0.04
经营活动净现金流/ 利息支出（X）	0.99	0.52	-0.82
资产负债率（%）	79.51	72.90	65.87
总资本化比率（%）	75.75	67.46	60.20

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

备用流动性方面，截至 2018 年末，公司获得授信总额 93.31 亿元，其中已使用授信额度为 80.01 亿元，未使用授信额度为 13.30 亿元，备用流动性较弱。

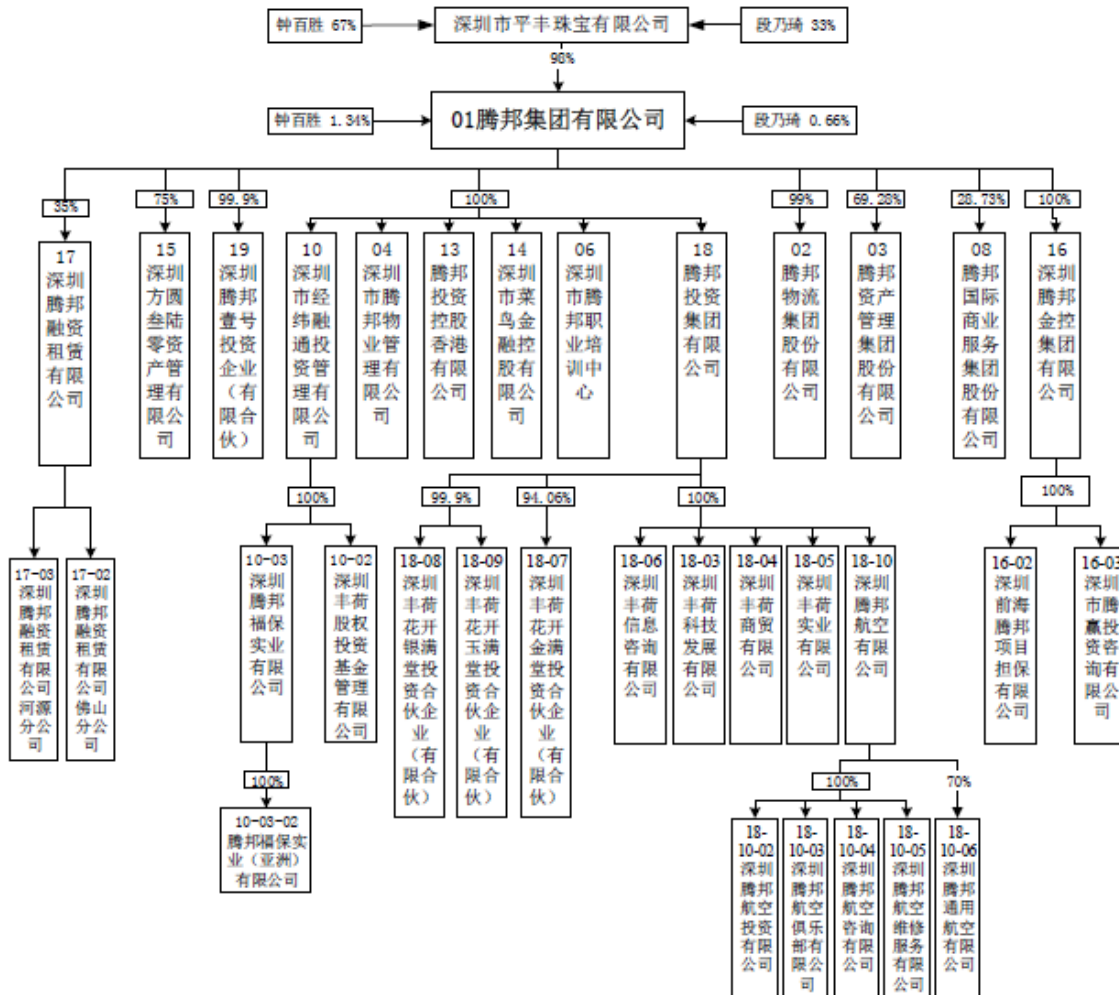
截至 2018 年末，公司不存在重大对外担保事项。受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 81.73 亿元，主要是因融资而抵押的投资性房地产、固定资产及银行保证金等，占总资产的比例为 28.08%。

总体来看，2018 年，公司主要业务板块毛利水平下滑，期间费用支出增长，经营性业务利润出现亏损，加之计提资产减值损失的增长，公司盈利规模显著下滑。同期，公司短期债务规模较大，公司及公司实际控制人持有腾邦国际的股份质押比率较高，出现了被动减持情况，且所持大部分股份被司法冻结及轮候冻结，“17 腾邦 01”债券利息未能按时足额支付，出现违约情况，公司面临很大的流动性压力。此外，腾邦国际实际控制人发生了变更。上述事项对公司未来经营和整体信用状况造成较大影响。

## 结 论

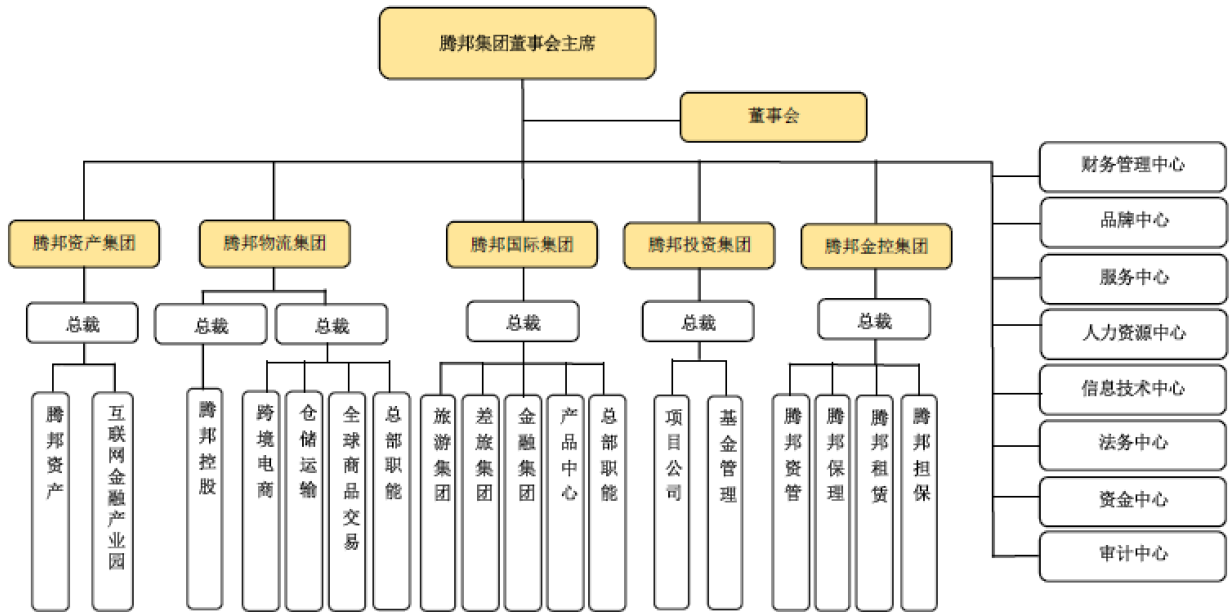
中诚信证评下调发行主体腾邦集团主体信用等级至 **C**，下调“腾邦集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级至 **C**。

附一：腾邦集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：腾邦集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：腾邦集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	354,367.73	433,143.02	292,150.28
应收账款净额	294,396.01	245,479.74	363,120.68
存货净额	50,167.51	62,861.44	53,436.14
流动资产	1,179,566.54	1,458,685.72	1,678,311.60
长期投资	233,133.13	297,574.94	290,458.99
固定资产	60,852.08	55,054.25	707,401.50
总资产	2,056,133.26	2,561,992.81	2,910,405.76
短期债务	1,184,932.43	1,027,154.34	1,139,190.45
长期债务	131,658.35	412,509.39	363,504.82
总债务（短期债务+长期债务）	1,316,590.78	1,439,663.73	1,502,695.27
总负债	962,223.05	1,867,677.87	1,916,973.50
所有者权益（含少数股东权益）	421,385.05	694,314.94	993,432.26
营业总收入	1,519,439.77	2,037,348.53	2,187,214.50
三费前利润	122,890.11	138,102.79	139,578.50
投资收益	4,263.36	22,076.87	33,354.92
净利润	31,774.86	92,645.51	32,683.62
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,794.07	184,978.03	131,310.78
经营活动产生现金净流量	32,921.25	24,779.57	-57,990.06
投资活动产生现金净流量	-179,326.23	-371,588.10	-25,114.79
筹资活动产生现金净流量	146,875.23	554,359.34	-94,739.41
现金及现金等价物净增加额	231.03	207,944.01	-183,134.94
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	8.25	6.86	6.46
所有者权益收益率（%）	7.54	13.34	3.29
EBITDA/营业总收入（%）	5.65	9.08	6.00
速动比率（X）	0.80	1.05	1.15
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.02	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	0.02	-0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	0.99	0.52	-0.82
EBITDA 利息倍数（X）	2.58	3.86	1.85
总债务/EBITDA（X）	15.35	7.78	11.44
资产负债率（%）	79.51	72.90	65.87
总资本化比率（%）	75.75	67.46	60.20
长期资本化比率（%）	23.81	37.27	26.79

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。



**附四：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 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

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)

## 附五：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。