

金融服务

 供应链金融角度点评诺亚爆雷事件：
为什么出风险？

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

电话：

Email: luje@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比
相关报告

<<金融科技行业月报（2019年6月）

 ——刷脸支付进入商用时代、智能投研
加速发展>>2019.07.03

 <<人工智能在投研的应用-智能投研调
研报告>>2019.06.10

 <<金融科技行业月报（2019年5月）
-360 金融后来居上，微众银行业绩高
增>>2019.06.09

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

投资要点

- 事件：**根据诺亚财富官网7月8日发布的公告显示，诺亚财富旗下的歌斐资产管理的一只34亿元的私募基金出现问题，该基金相关融资方承兴国际控股，其实际控制人因涉嫌金融诈骗被公安机关刑事拘留。该基金为“创世核心企业系列私募基金”，底层资产是基于承兴国际相关方与北京京东世纪贸易有限公司之间应收账款形成的供应链融资。7月9日下午，京东集团就承兴事件发布情况说明，表示应收账款相关的业务合同系伪造。
- 事件中的供应链金融为应收账款融资模式。**根据动产融资统一登记公示系统查询可得到承兴国际相关的应收账款融资信息。承兴国际为融资方，京东是底层债权人，资金来源是私募基金，私募基金管理人是歌斐资产，私募基金销售方是诺亚财富。在供应链关系中，核心企业是下游的采购方京东，承兴国际是其上游的供应商。在传统的供应链金融业务中，核心企业为上下游企业的融资提供信用背书。
- 交易结构中的不合理之处。（1）融资发起方。**传统供应链金融的本质是利用核心企业的信用支持为上下游的中小企业提供信贷服务。核心企业是产业链上信用等级最高、融资成本最低的主体，由它发起融资需求，能获得最佳的融资条件。事件中的核心企业明显是京东，而不是承兴国际。京东本身就有供应链金融产品，作为有34亿元应收账款的供应商，京东为其提供供应链金融更为合理。而且京东是供应链下游的付款方，作为供应链金融的发起方能确保交易的真实性，相当于直接做了确权。（2）资金方。如果是得到高信用主体京东确权的应收账款，理论上属于低风险资产，其对应的资金应该是低成本资金，如京东自己的保理公司或者成本更低的银行资金，而借款主体却向资金成本较高的私募基金寻求融资，本身就说明其中可能潜在的风险。
- 真实贸易背景是供应链金融的关键要素。**供应链金融中的资金要形成闭环，在应收账款模式中，采购方向供应商采购货物形成应收账款，供应商以应收账款进行融资用于生产或购买货物，最后采购商支付货款作为还款来源。交易真实性是按时还款的基础条件，一般通过掌握商流、信息流、物流、资金流的四流合一确保交易的真实性。
- 如何识别供应链金融中的虚假贸易？**材料容易作假，交叉验证是关键。以本次事件为例，相关合同材料都非常齐全，在动产融资登记系统中也能查到相关的应收账款融资信息。在应收账款融资中，确认交易真实性最直接的方法就是跟付款的采购方确认，根据京东集团就承兴事件发布情况说明，这些购销合同并没有得到京东的确认，若情况属实，说明在操作流程中确有不当之处。最稳妥的方法就是去京东进行面签和确权。即使无法得到京东方面的确权，依然可以从公开信息中进行交叉验证，例如购销合同中商品价格的合理性；京东作为电商平台，相关货物的销售情况也可以进行核查；承兴国际作为上市公司，披露财务信息也可以用来进行对比，应收账款的规模是否与营收规模相匹配。
- 如何提升供应链金融的风险管理能力？**传统的供应链金融业务对线下风控能力要求较高。资产管理公司必须建立完备的风控体系，明确核查要素，不放过每一个细节。在人员配置上要合理安排，形成相互监督的机制。通过制度的完善，减少操作风险和道德风险。
- 关注供应链金融在经济下行周期中的风险暴露。**供应链金融受宏观经济影响比较明显，融资需求方一般为产业链上的中小企业，抗风险能力较弱，在宏观经济下行的大环境下，经营情况容易出现恶化，从而影响还款能力。并且风险易于在产业链的企业中传导，出现行业的系统性风险。

■ 风险提示：宏观经济下行、供应链金融相关法制和信用体系不完善

内容目录

事件	- 4 -
点评	- 4 -
风险提示	- 6 -
附件:《供应链金融行业深度报告》	- 7 -

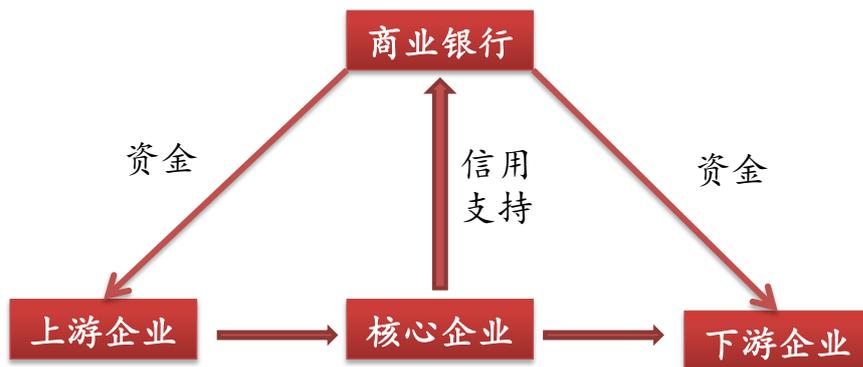
事件

- 根据诺亚财富官网7月8日发布的公告显示，诺亚财富旗下的歌斐资产管理的一只34亿元的私募基金出现问题，该基金相关融资方承兴国际控股，其实际控制人因涉嫌金融诈骗被公安机关刑事拘留。该基金为“创世核心企业系列私募基金”，底层资产是基于承兴国际相关方与北京京东世纪贸易有限公司之间应收账款形成的供应链融资。7月9日下午，京东集团就承兴事件发布情况说明，表示应收账款相关的业务合同系伪造。

点评

- **事件中的供应链金融为应收账款融资模式。**根据动产融资统一登记公示系统查询可得到承兴国际相关的应收账款融资信息。承兴国际为融资方，京东是底层债权还款人，资金来源是私募基金，私募基金管理人是歌斐资产，私募基金销售方是诺亚财富。在供应链关系中，核心企业是下游的采购方京东，承兴国际是其上游的供应商。在传统的供应链金融业务中，核心企业为上下游企业的融资提供信用背书。

图表 1: 传统的供应链金融业务模式



来源：中泰证券研究所

- **交易结构中的不合理之处。**(1) **融资发起方。**传统供应链金融的本质是利用核心企业的信用支持为上下游的中小企业提供信贷服务。核心企业是产业链上信用等级最高、融资成本最低的主体，由它发起融资需求，能获得最佳的融资条件。事件中的核心企业明显是京东，而不是承兴国际。京东本身就有供应链金融产品，作为有34亿元应收账款的供应商，京东为其提供供应链金融更为合理。而且京东是供应链下游的付款方，作为供应链金融的发起方能确保交易的真实性，相当于直接做了确权。(2) **资金方。**如果是得到高信用主体京东确权的应收账款，理论上属于低风险资产，其对应的资金应该是低成本资金，如京东自己的保理公司或者成本更低的银行资金，而借款主体却向资金成本较高的私募基金寻求融资，本身就说明其中可能潜在的风险。
- **真实贸易背景是供应链金融的关键要素。**供应链金融中的资金要形成闭环，在应收账款模式中，采购方向供应商采购货物形成应收账款，供应商以应收账款进行融资用于生产或购买货物，最后采购商支付货款作为

还款来源。交易真实性是按时还款的基础条件，一般通过掌握商流、信息流、物流、资金流的四流合一确保交易的真实性。

图表 2：传统对公信贷 vs. 供应链金融

	传统对公信贷	供应链金融
资金需求方	中大型企业	中小企业
抵质押物	厂房、土地	存货、应收账款、未来的货权
审核重点	三张表的财务分析	四流合一确保交易真实性
增信手段	固定资产抵押	核心企业担保、第三方物流监管
资金用途及还款来源	不明确	明确，自偿性，封闭性

来源：中泰证券研究所

- **如何识别供应链金融中的虚假贸易？材料容易作假，交叉验证是关键。**以本次事件为例，相关合同材料都非常齐全，在动产融资登记系统中也能查到相关的应收账款融资信息。在应收账款融资中，确认交易真实性最直接的方法就是跟付款的采购方确认，根据京东集团就承兴事件发布情况说明，这些购销合同并没有得到京东的确认，若情况属实，说明在操作流程中确有不当之处。最稳妥的方法就是去京东进行面签和确权。即使无法得到京东方面的确权，依然可以从公开信息中进行交叉验证，例如购销合同中商品价格的合理性；京东作为电商平台，相关货物的销售情况也可以进行核查；承兴国际作为上市公司，披露财务信息也可以用来进行对比，应收账款的规模是否与营收规模相匹配。
- **如何提升供应链金融的风险管理能力？**传统的供应链金融业务对线下风控能力要求较高。资产管理公司必须建立完备的风控体系，明确核查要素，不放过每一个细节。在人员配置上要合理安排，形成相互监督的机制。通过制度的完善，减少操作风险和道德风险。

图表 3：供应链金融风险管理原则

业务闭合化	<ul style="list-style-type: none"> 供应链的整个活动有机相连、合理组织、有序运行，从最初的价值挖掘到最终的价值传递和价值实现形成完整循环。
管理垂直化	<ul style="list-style-type: none"> 对各个管理活动和领域实施专业化管理，并且使之相互制衡，互不从属或重叠。
收入自偿化	<ul style="list-style-type: none"> 以供应链运营收益或者所产生的确定未来现金流作为直接还款来源。风险管理工具包括动产质押和抵押、单据控制（退税托管、国内信用证）、个人无限连带责任以及关联方责任捆绑等。
交易信息化	<ul style="list-style-type: none"> 企业或组织内部之间的信息化沟通，以及供应链运营过程管理的信息化。
风险结构化	<ul style="list-style-type: none"> 合理设计业务结构，采用各种有效手段或组合化解可能存在的风险。具体包括保险、担保与承诺、协议约定和风险准备金的建立。

来源：中泰证券研究所、宋华《供应链金融》（第 2 版）

- **关注供应链金融在经济下行周期中的风险暴露。**供应链金融受宏观经济影响比较明显，融资需求方一般为产业链上的中小企业，中小企业的抗风险能力较弱，在宏观经济下行的大环境下，经营情况容易出现恶化，从而影响还款能力。并且风险易于在产业链的企业中传导，出现行业的系统性风险。

风险提示

- 宏观经济下行
- 供应链金融相关法制和信用体系不完善

附件：《供应链金融行业深度报告》

- **详见《供应链金融行业深度报告：持续创新下，步入快速发展通道》**
- **主要结论：**供应链金融的本质在于企业授信方式的创新，传统模式是将高信用评级企业的信用分享给上下游的中小企业，新型模式是在产业升级和技术驱动下的基于数据的授信模式。云计算、大数据、物联网和区块链技术的发展将进一步提升供应链金融的风控能力，降低业务的综合成本。
- **供应链金融市场扩容的源泉。**1、数据是开展供应链金融的核心，数据方从原来的核心企业拓展到物流公司、电商平台和 ERP 厂商等，这是产业互联网化、信息化提升的必然结果。2、融资渠道多元化，除了商业银行，融资租赁公司、商业保理公司、小贷公司、担保公司和 P2P 平台拓展了供应链金融的融资渠道，不同的资金来源匹配不同的业务模式。3、从供应链（围绕一个核心企业）到产业生态圈（拓展到所有相关行业）。市场扩容和信息化水平提升使企业之间的关系更加紧密，使行业内和相关行业之间形成有机的生态圈，创造新的商机。
- **供应链金融的模式创新。**1、渗透到更加长尾的市场，信贷产品碎片化、定制化，满足小额、高频、紧急资金需求。行业也从大宗商品、基建拓展到农牧、零售、电商等。2、流程线上化。在线提交申请资料，远程视频尽职调查。3、大数据征信。线上采集的数据维度增加，小微企业征信可借鉴消费金融业务的个人征信，通过对交易数据和非交易数据建立评分模型，进行自动化审核。4、数据共享程度和信息透明度提升，多方监控，动态风险管理。
- **供应链金融的盈利模式。**1、赚取利差，贷款利率在年化 10-18%之间，资金成本一般在 5-8%之间，P2P 平台的资金成本或高于 8%。2、成本优势：通过技术手段降低营销、运营和风险成本。3、通过综合服务模式拓宽收入来源，包括集采价差、服务费、手续费等。
- **供应链金融风控模式的迭代。**1、行业理解。对垂直行业的影响因素有比较全面的认识，包括产业政策、行业格局、风险因素等。2、数据为王。将大数据征信应用到小微企业贷款领域，注重历史交易数据、外部数据积累和挖掘，动态数据的监控。3、线上、线下相结合。核心企业的尽职调查和交易真实性审核，包括质押物的监控。4、增信手段的应用。
- **供应链金融商业模式的总结。**1、模式包括商业银行+核心企业的传统模式、电商平台模式、P2P 网贷平台模式、第三方供应链金融服务平台模式、物流公司模式等。2、产品大致四类：应收账款融资、预付账款融资、存货融资以及信用贷款。3、供应链金融业务适用的行业主要具备以下特征：行业空间大，上下游市场分散；生产产品标准化，需求稳定，价格波动小。
- **投资建议：**两条投资主线（1）具有数据优势的 B2B 电商平台和 ERP 厂商。（2）在供应链金融领域布局领先的股份制商业银行。建议关注供应链金融相关投资标的：上海钢联、生意宝、汉得信息、用友网络、招商银行、平安银行等。
- **风险提示：**宏观经济下行、部分行业供给侧改革对小微企业经营的冲击、供应链金融相关法制和信用体系不完善

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。