

# 【金融资讯】供应链金融最全必备手册，精华全解析！

供应链金融给予了中小企业全新的融资工具，这在中小企业融资难背景下，具有强大的生存空间；同时，又满足了核心企业产业转型升级的诉求，通过金融服务，变现其产业链生态系统的价值；而对于银行等资金供给方而言，由于核心企业的隐性背书，降低了向中小企业放款的风险。这种多方共赢的生态系统，正是供应链金融未来的商业价值和发展方向。

不同的行业，不同的方式，不同的速度，相同的却是双向的渗透和融合。供应链金融正是产业资本与金融资本跨界的融合。或迅疾如风、或激烈如火、或柔韧如水，跨界融合，正孕育全新的商业逻辑和投资机会。

本报告认为，供应链金融是指处于产业链核心地位的企业，依托高信用优势广开门路获得廉价资金，通过相对有效的征信系统和完善的风险防范措施，向产业链上下游客户提供融资服务，获得新利润增长点，构建更紧密的产业链生态系统。

供应链金融作为产业模式升级的自然演化，“从产业中来，到金融中去”，具有深厚的行业根基，颠覆了传统金融“基于金融而金融”的范式，打开另一扇窗，兼具金融的爆发力和产业的持久性。

**作为供应链金融的总概性报告，我们尝试解答几个核心问题：**

**为什么看好供应链金融？真正解决了多方痛点！**

首先，供应链金融本质上是弥补了中小企业年化融资成本 8%-20% 的空白，给予了中小企业全新的融资工具，这在中小企业融资难背景下，具有强大的生存空间。其次，满足了核心企业产业转型升级的诉求，通过金融服务，变现其产业链长期浸淫的价值。

再次，对于银行等资金供给方而言，由于核心企业的隐性背书，降低了向中小企业放款的风险，且获得较高的回报。这种多方共赢的生态系统，没有理由不看好。再者，从市场博弈层面看，传统金融的投资者教育已经较为充分，而供应链金融存在较大的预期差。

**空间有多大？2020 年 15 万亿！**

供应链金融在美国的实践提供了有价值的观察窗口，成为核心企业重要的盈利来源，UPS 和 GE 金融业务占总收入可达 17%和 30%。我们认为，供应链金融在中国将“出于蓝而胜于蓝”。究其原因，大致有二：

一是相比美国的金融自由化，我国金融管制造成金融资源配置的低效率，众多中小企业融资成本居高不下，供应链融资的诉求远高于美国；

二是以互联网为特征的金融创新在国内如火如荼，已经引领世界潮流，创新工具施用于供应链，全面拓宽了资金来源，突破了美国模式下核心企业自身信用天花板的限制，令金融具备成为主业的可能。目前，中国已经摘得全球供应链业务规模的桂冠，我们预测至 2020 年，供应链金融业务规模将达 15 万亿元。

### **国内供应链金融何时爆发？就在当下！**

目前时点看，核心企业已经具备了相当优越的内外条件：深耕产业的根基、转型的动机、金融变革窗口以及互联网的极速渗透，再加上融资租赁、保理、P2P 等金融工具的快速发展，为供应链金融敞开了资金的大门。

因此，我们认为，当下是供应链金融爆发的前夜，催化剂在于资金端和风控模式上获得突破。对于进展，我们认为，发展初期，资金渠道决定供应链金融上限规模，而中长期，行业因素决定供应链金融整体格局。

### **如何评价供应链金融的业务质量？五维模型！**

我们提出五维模型：大产业、弱上下游、强控制力、低成本与高杠杆、标准化。大产业是指产业空间大，不易触碰天花板；弱上下游是指客户端中，至少有一环较为弱势，无法从银行获得廉价资金；强控制力是指线上具有真实交易数据和征信、线下拥有物流仓储作后盾，从而控制风险；低成本是指资金的成本低，让供应链金融有利可图而又不过度增加融资方负担，高杠杆是一定本金投入能撬动较大资产体量；标准化是指用于融资的抵押品（抵押）相对标准化，有公允市场，即便出险，也能快速出清。我们认为，如果同时具备五大要素，则供应链金融水到渠成。

潜在标的有哪些？看下文！根据五维模型，大宗商品、行业或区域龙头、行业信息化服务商、电商平台、专业市场等五大领域是供应链金融的沃土。

## **一、抢滩金融服务空白**

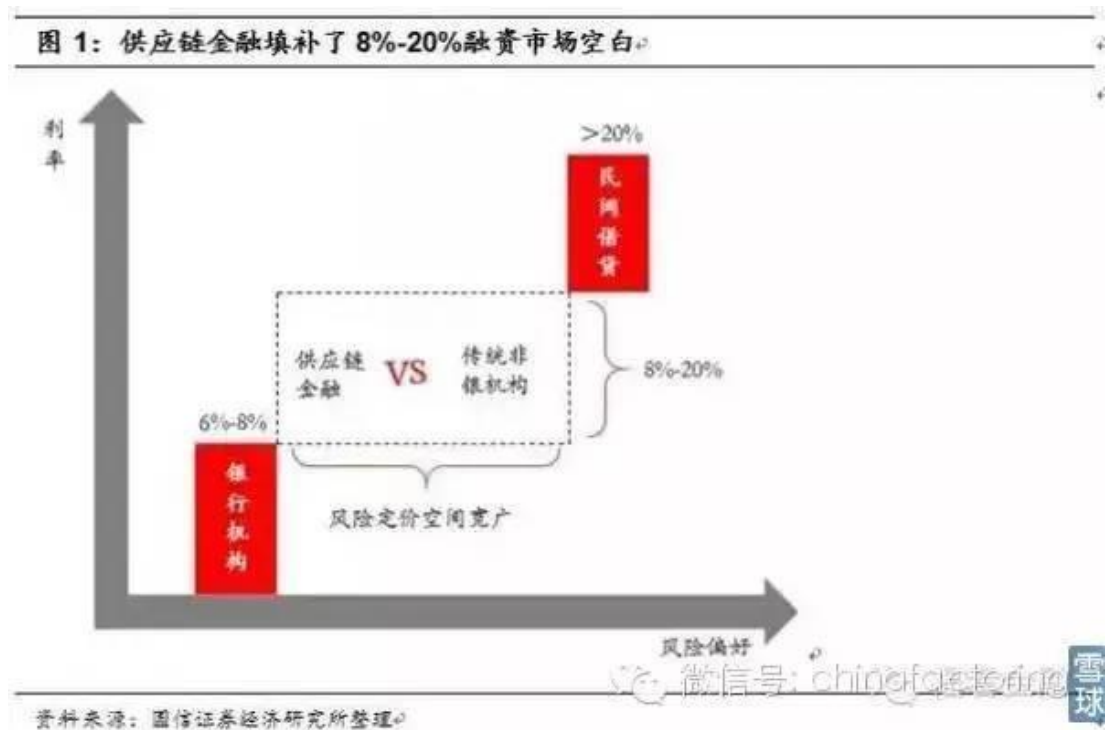
## 主流金融服务缺席的市场

中小企业融资难一直是社会顽疾，在经济换挡期，尤为如此。扩大再生产，要么通过内生式积累，要么借道民间高利贷。年化 8%-20%之间的融资成本，成为传统金融的盲点，也因此成为金融创新的主战场。

供应链金融最大创新在于填补 8%-20%的融资利率空白，打开中小企业融资阀门。理论上银行是中小企业最理想的融资对象，成本在 6%-8%之间。但从收益风险配比角度看，银行更愿意将资金大门向大型企业敞开，而不愿承受过高风险。

中小企业被迫转向民间借贷，而民间借贷的平均利率在 27%左右，高企的融资成本挤压了中小企业的生存空间，减少了中小企业的投资，不利于整个供应链的发展。

8%-20%融资服务的空白，背后折射的是金融服务的结构性缺失，以及社会资本对中小企业所要求的不合理的过高风险补偿。



和传统非银机构相比,供应链金融具备太多优势:

- 1) 供应链金融依托在产业多年的浸淫，风控端天然具备优势；
- 2) 如果说非银机构做的是纯粹金融，则供应链金融则是在试图构建金融生态；
- 3) 在供应链金融体系中，各非银机构均成为体系中一部分；
- 4) 供应链金融本质上属于大数据金融，延展性更佳。

## 痛点孕育变革

### 中小企业“融资痛”

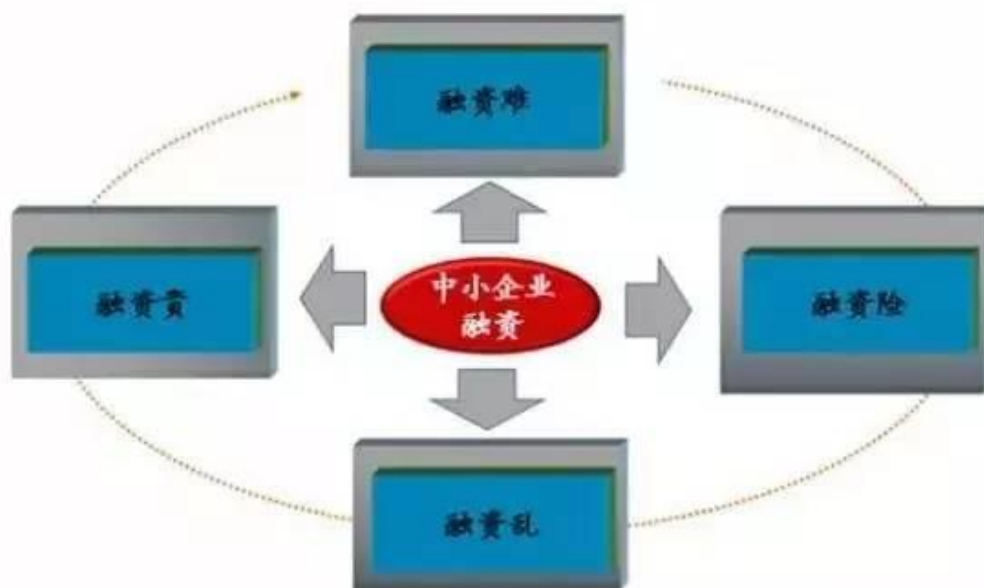
宏观经济下行大背景下，中小企业生存状况堪忧，尤其是融资难问题更为突出。一直以来，由于信用缺失、固定资产等抵押担保品少、财务信息不透明等，中小企业的融资是个顽疾，近年来尽管国家出台了多项舒缓中小企业融资难的举措，但银行等主流资金供应方惜贷现象仍未有效改善，中小企业要么通过内生积累，要么高成本通过非银行金融机构获得资金。

中小企业痛点：融资难、融资贵、融资乱、融资险。多层次金融市场的缺失，使得中小企业暴露于无主流金融机构覆盖的尴尬境地，中小企业融资也多是“富贵险中求”，融资成本高企，且相应金融服务机构散、乱，对中小企业稳定经营造成重大影响。

从另一方面讲，针对中小企业的金融服务仍是一片尚未被充分开发的大市场，新的金融模式、新的技术应用都可能彻底启动行业崛起阀门。

图

图 2：痛点越深的地方，机会越大



资料来源：国信证券经济研究所整理

微信号: chinaforefront

雪球

除了融资难，中小企业资金亦受到行业挤占：

- 1) 营收账款总规模超 16 万亿。以供应链上游企业为例，截止 2012 年应收账款余额已经达到 16.6 万亿，中小企业现金压力巨大；
- 2) 赊销期的延长。根据《2014 科法斯中国企业信用风险报告》，2013 年 31.7% 的企业赊销期大于 60 天，明显高于 2012 年 20.3% 的企业占比，总体信用进一步恶化的趋势非常明显。



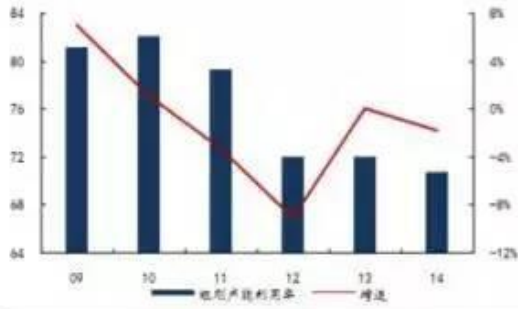
## 核心企业“转型痛”

中国正处于经济的换挡期，行业产能过剩、转型压力自不必多讲，但就产业中小企业来讲，由于自身优劣势禀赋不同，在转型大潮中表现出不同的诉求。小部分掌握了产业核心资源的企业，希望利用金融业务将其在行业中长期建立起来的优势变现；大部分中小微企业则对解决融资问题具有更强的偏好。

无疑，供应链金融对整个产业链的再升级都是战略级突破口。

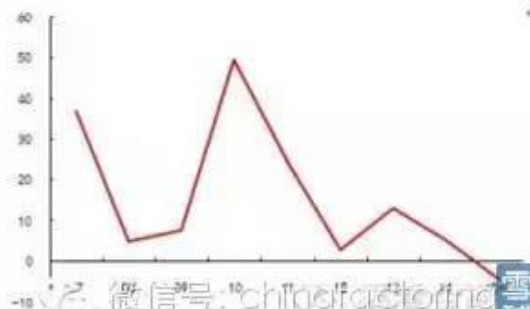
产能过剩已经成为行业性趋势，核心企业亦未能幸免。如：1) 粗钢产能利用率 2014 年降到最低点 70%，产能严重过剩；2) 截至 2015 年 1 月，工业企业利润总额累计同比负增长 4.23%，盈利能力持续下滑。在行业性大趋势下，核心企业盈利能力也大幅下降。

图 5：工业企业产能利用率降低，以粗钢为例



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。

图 6：工业企业利润总额累计同比



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理。

## 直击痛点，多方共赢

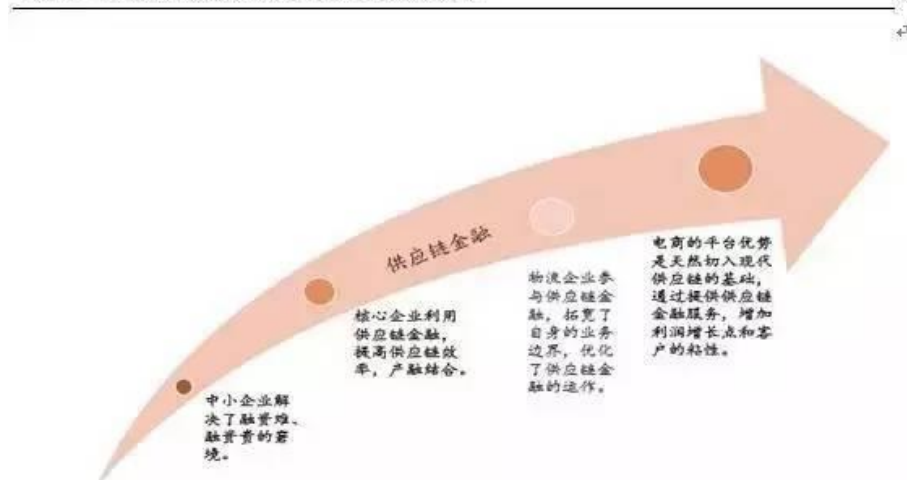
行业层面无阻力，供应链金融的生长将极为舒展。行业趋势总是向阻力最小的方向发展，供应链金融无论对于核心企业还是中小微企业，乃至物流企业都具备明显的益处，利益的产生并非存量之间的博弈，而是增量的创造。同时互联网的发展更为供应链金融提供了难得的时代背景，多方共赢提供充足动力。

供应链金融如何开展？结论极其简洁：核心企业的“转型痛”创造供给，中小企业的“融资痛”创造需求，而两者的碰撞必将催生出新的蓝海业务。

供应链中主体将至少在以下方面获得益处：

- 1) 核心企业切入供应链金融，构建新的优势领地，其掌握的物流、信息流、资金流将充分发挥优势；
- 2) 中小企业获得低成本的稳定资金，为主业提供持续动力；
- 3) 第三方物流企业业务量上升，同时个别优秀企业亦可通过物流、仓储建立的优势切入供应链金融业务；
- 4) 通过供应链金融中的应用和拓展，电商平台价值将大为提升。

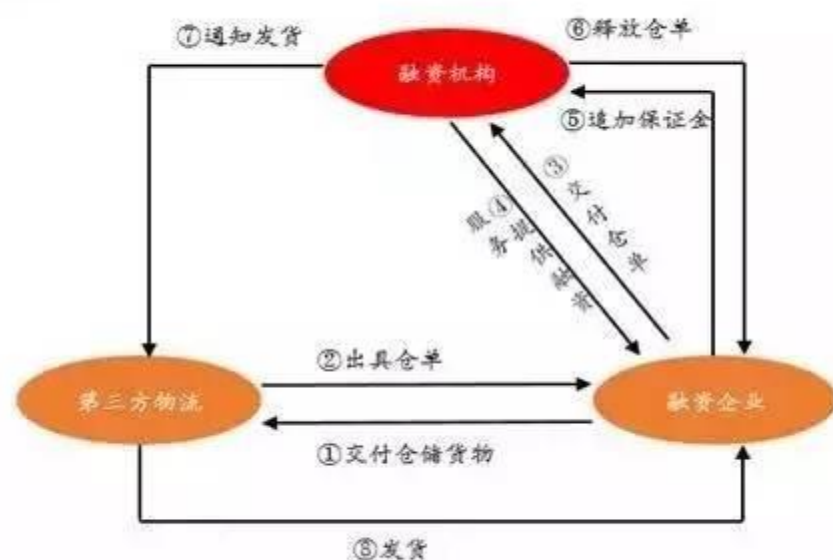
图 7：供应链金融实现参与各方的互利共赢



资料来源：国信证券经济研究所整理。

第三方物流企业发挥上下游桥梁优势，拓展自身业务空间。物流公司具有专业的货物存储管理、丰富的买卖双方的交易信息，在存货抵押为主要形式的供应链金融中具备优势，如仓单质押授信模式，物流企业具备充足的优势。物流企业亦可以通过搭建互联网交易平台，更深入的渗透供应链金融。

图 8：物流企业参与供应链金融的传统模式



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理。

与其他业务一样，供应链金融诞生于国外，在美国发扬光大。自然的，美国供应链金融的发展历程、行业空间成为了国内分析的对标。但美国的经验在给予我们启示的同时，也未免会带给我们一些误导性结论，特别是对国内供应链金融未来空间的辨析上。美国供应链金融的渗透率并不一定能很好的代表中国未来空间，这取决于供应链金融的战略地位、时代背景、技术应用的不同禀赋，毕竟世界总是在变化。

## 美国的启示

### 供应链金融的三个阶段

美国供应链金融产生于 19 世纪末，时值美国工业全面超越英国、德国成为世界第一工业强国之时。从模式上讲，美国供应链金融经历了三个阶段。

第一阶段：以银行为主导的金融机构向产业的渗透。这一时期，金融监管相对宽松，银行为代表的金融企业开始向传统产业进行渗透。产业链中企业融资则

更加依赖于已经渗透进来的商业银行。本质上讲，这仍是发展不完全的供应链金融模式，商业银行对于产业链上下游把控力的优势并没有真正建立起来。

第二阶段：核心企业登上供应链金融核心舞台。美国金融监管趋紧后，金融机构向产业的渗透开始受到限制，供应链金融模式面临变革，真正意义上的供应链金融模式随着核心企业实力的上升而最终确立，核心企业成为供应链金融的核心。这种模式下，核心企业具备了信用优势和业务信息优势，纷纷成立金融部门帮助中小企业解决融资难问题。如 UPS 成立 UPS Capital、GE 成立 GE Capital，产融结合切入供应链金融。

第三阶段：核心企业模式遇到天花板。进入 21 世纪后，美国供应链金融模式发展日趋稳定，甚至出现负增长。供应链金融仅服务于主业的定位成为其发展的最大限制因素，同时出于资金来源和风险的考虑，核心企业也在逐渐收缩和自身主业不相关的金融业务，美国供应链金融核心企业模式的进一步发展遇到天花板。

图 9：美国供应链金融发展阶段



资料来源：国信证券经济研究所整理。

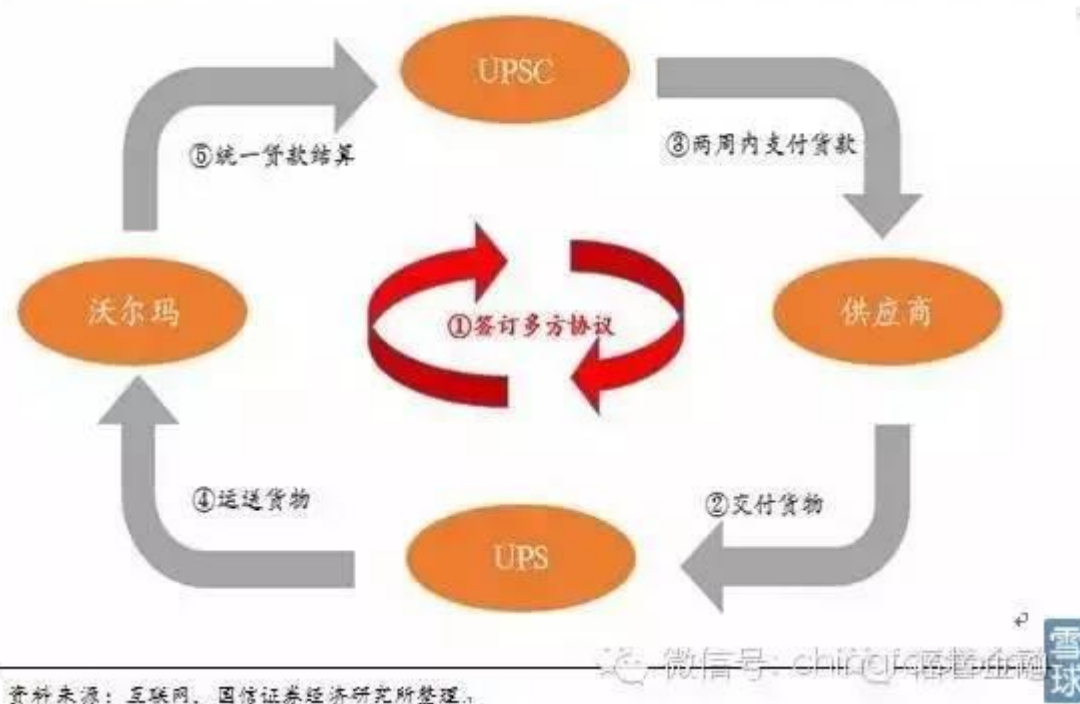
### UPS：物流企业开展供应链金融的典范

成立 UPSC 搭建金融平台，收购银行解决资金端瓶颈。UPS 于 1998 年成立 UPS Capital（UPSC），为了突破资金瓶颈，2001 年收购美国第一国际银行，并将金融服务对象定位为中小企业，为客户提供存货质押、应收账款质押等供应链金融服务，并在之后逐步将业务拓展至信用保险、中小企业贷款、货物保险等其他衍生金融服务。



通过金融服务获取货运权，供应链金融与传统主业深度结合。首先 UPS 与沃尔玛等大型进货商和众多供应商签订多方合作协议，为后两者提供物流服务。在交易结构上，UPSC 代替购买方为供应方提供垫资服务，并以此获得商品的货运权。UPSC 则作为 UPS 的信用部门，保证在货物交到 UPS 物流机构两周内将贷款先行支付给出口商，解决中小供应商的流动性压力，如替沃尔玛与东南亚地区数以万计的出口商进行支付结算。UPS 整体的收入包括两部分：1) 作为物流企业收取的服务费；2) 货物交付后，大型购买方支付的垫付金及期间利息费用。

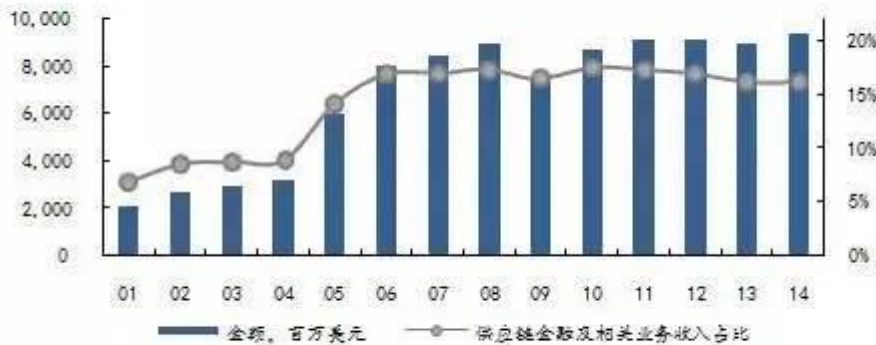
图 10：UPS 与沃尔玛合作供应链金融模式



UPSC 的供应链金融服务使得沃尔玛避免了和大量出口商逐个结算的交易成本，帮助供应商缩短了账期。同时扩大了 UPS 市场份额，在物流服务和金融服务上同时获益。

从 2001 年 UPSC 获得美国本土金融牌照进入供应链金融以来，金融相关业务收入占比就不断增加，从 2001 年的 6.8% 增加到 2007 年的 16.9%，之后基本维持在 17% 左右的水平。

图 11: UPS 供应链金融收入占比趋于稳定



资料来源：国信证券经济研究所整理。

## GE: 产业核心企业-供应链金融的标杆

GE Capital 是 GE 旗下专门从事金融服务的部门，经过不断的调整整合，把散布在其他业务板块中的金融业务基本都聚集到一个单独的金融资本板块。整合完成后，GE Capital 旗下共包括五大业务模块：GE MONEY、商业贷款与租赁、能源金融服务、商务航空服务、房地产。

图 12: GE Capital 整合后五大业务板块



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理。

大型设备融资租赁为基础的供应链金融模式。飞机融资租赁业务是 GEC 供应链金融崛起的关键因素，飞机单价高、使用期限长，天然适合做融资租赁，GEC 通过 融资租赁服务促进厂商飞机设备的销售。首先，GEC 与航空公司签署融资租赁协议，由 GEC 直接向飞机制造商下订单、付款采购飞机。飞机交由航空公司后，航空公司按期支付本金以及相应利息给 GEC。

图 13: GECC 融资租赁业务流程



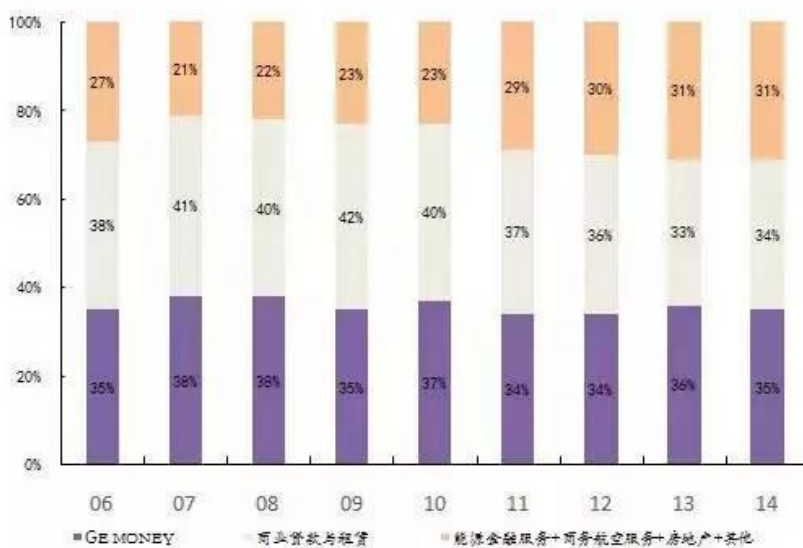
资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理。

经过多年在供应链金融中的积累沉淀，GE Capital 已经由单纯服务产品销售的协作部门转变为专业的金融服务部门，并且在集团中具有重要地位。

GE Capital 收入占比一直在 30%上下，是 GE 重要的利润来源，根据 2014 年报，GECapital 的利润占比达到了 37.8%。

从分项数据看 GE MONEY 和商业贷款和租赁在 GE 金融中占比最重，二者合计占到 70%以上。GE MONEY 主要为消费者和零售商提供金融服务，而商业贷款和租赁主要是为生产商、经销商和终端客户等使用的大型设施、设备以及车辆和飞机等提供贷款和租赁等金融服务。

图 15: GE Capital 整合后五大业务板块



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理。

## 对“规模上限”的思考

对美国典型供应链金融企业的分析，可以得到两个比较明显的结论：1) 传统企业开展供应链金融业务的目的，均是更好的服务主业，其本身对于金融业务发展空间并无额外诉求；2) 在经历了供应链金融的快速增长阶段后，其业务收入占总收入的比重会稳定在一个比例，行业不同对应的比例理应不同。

有市场观点认为，参照美国经验，国内供应链金融空间也将较为有限。我们认为上述直接对比中，漏掉了一些核心因素，供应链金融在国内的未来空间也将远大于美国经验。

首先，利率市场化和融资环境不同。上世纪 70-80 年代，美国完成利率市场化，同时直接融资市场已经成为重要支柱性融资渠道，多渠道、多层次资本市场的建立为融资企业提供了极大的便利。而国内中小企业融资业务仍是主流金融机构尚未完全覆盖的领域，较低的渗透率本身蕴藏着较大的业务机会，供应链金融恰逢其时。

其次，对于供应链金融的业务定位不同。从 UPSC 和 GECapital 的案例来看，美国供应链金融从开始即定位于主业的协同部门，用于增强主业实力，角色上相当于趋势的加强者。国内供应链金融则是被定为了传统主业转型的突破口，和主业相得益彰固然重要，但更重要的，其扮演了传统行业下行趋势下变革者的角色，认识到这点尤为重要。

再者，金融系统的发展格局大为不同。美国整个金融系统极为发达，整个金融格局虽然也经历了类如金融危机的洗礼，但整体上竞争主导的格局未变，金融各领域均已经确立了某几家大型的市场领导者。国内金融系统整体上仍未经历真正市场化大潮的洗礼，各路资本向金融领域渗透的步伐逐步加速，普惠金融将真正取代垄断成为新常态，在金融变革的大时代中，国内未来机会更大。

最后，互联网对经济的塑造力不同。美国是全球互联网的先行者，但互联网对经济的渗透甚至不如中国，在一个成熟的市场中，互联网的渗透面临更多现实的难度。国内市场经济的不完备为互联网解决各行业痛点提供了条件，经济的劣势转化为互联网的优势。互联网对于供应链金融无疑起到巨大的促进作用。

## 万亿大蓝海

中小企业总规模大，潜在融资需求旺盛。截至 2015 年上半年，国内企业数量超过 5000 万家，其中中小企业数量占比 99%，贡献了 65% 的 GDP。2014 年国内社会融资总额 16.5 万亿，若中小企业获得与其 GDP 贡献度相匹配的融资

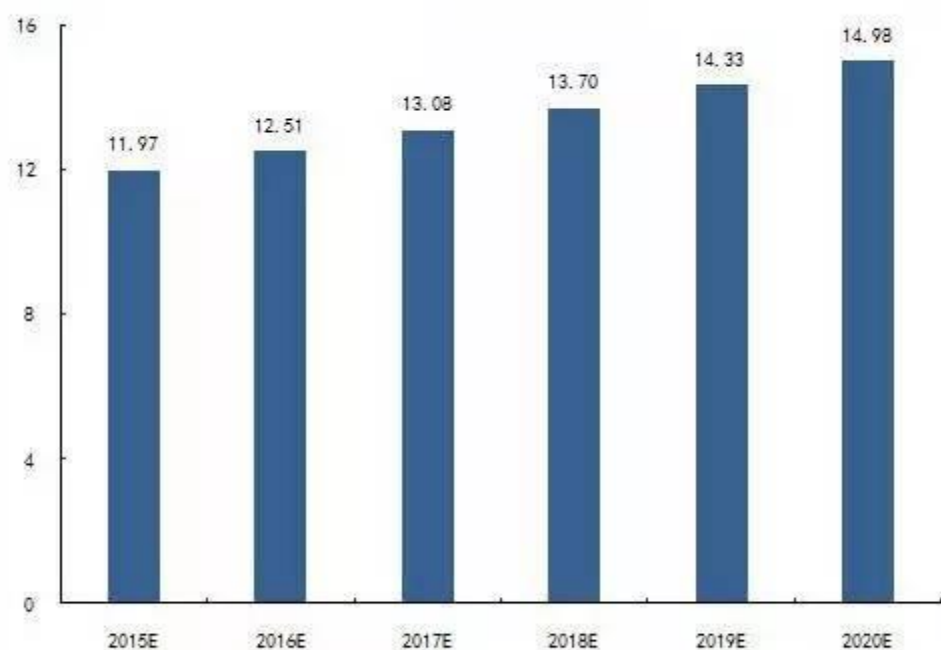
额，则融资潜在总需求将超 10 万亿。供应链金融相对于传统金融机构，对中小企业融资风险的把控能力更强，帮助中小企业释放巨大融资需求。

盘活动产融资，2014 年供应链金融潜在空间超 10 万亿。供应链金融的优势在于动产融资服务，中小企业的应收账款、存货、预付账款等流动资产均可作为融资抵押。2014 年非金融企业存款、应收账款、预付账款总额为 87.3 万亿，我们在可用于供应链融资的动产比例、资产质押比例的不同情境下做了弹性分析，测算供应链金融市场空间。

假定 87.3 万亿中 20% 可用于供应链融资，同时假定“融资金额/质押资产金额”比例为 60%，则 2014 年潜在供应链金融空间可达 10 万亿，可开发空间巨大。

根据北大经济学院的一项研究显示，2011 年供应链金融在发达国家的增长率为 10%-30%，而在中国、印度等新兴经济体的增长率在 20%-25%。前瞻网也对我国供应链金融市场规模进行预测，根据其预测报告 2015 年规模为 12 万亿，按每年 5% 的增长率到 2020 年我国供应链金融市场规模将达到 15 万亿左右。

图 16：供应链金融 2020 年 15 万亿规模（单位：万亿）



资料来源：前瞻网，国信证券经济研究所整理。

重构模式，国内供应链金融崛起

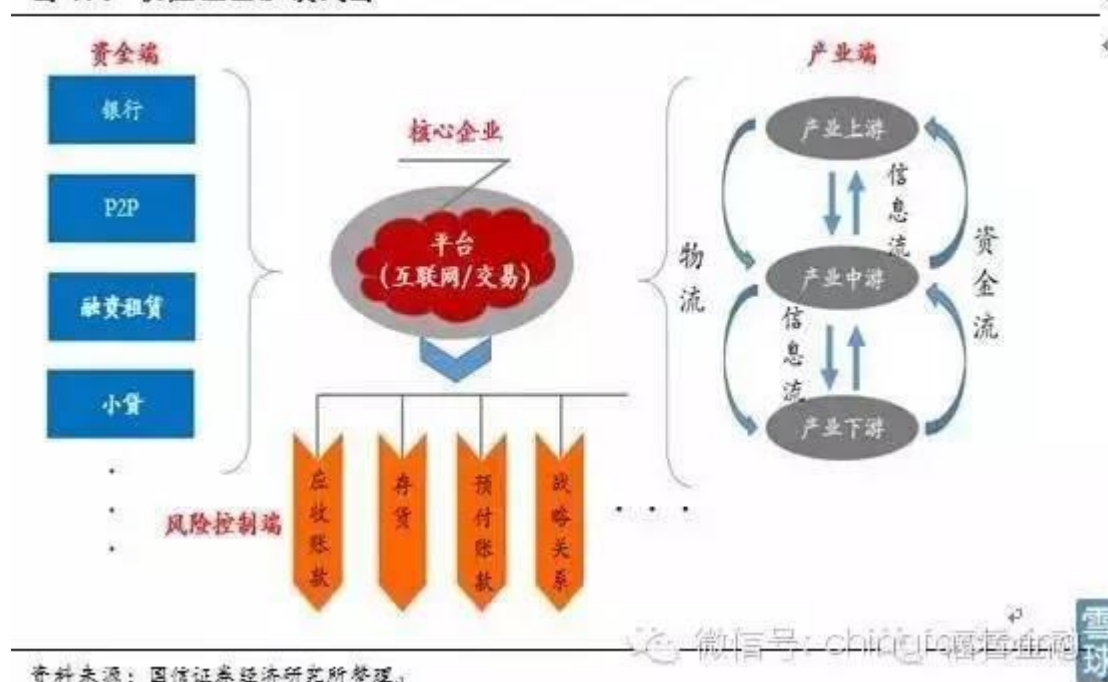
供应链金融不是新名词，但它正引领实业界的一场变革。在此，我们重点探讨关于供应链金融的核心话题：运行模式、异与传统的本质和存在哲学。

## 从产业中来，到金融中去

供应链金融的创新在于对金融业务模式的重构。抽象的看，金融的核心在于资金、业务、风控和实现模式。金融领域的创新也围绕这四个维度展开：信托在业务端建立了相对银行的优势；余额宝在资金端疏通了不同市场的利率差；供应链金融、互联网金融则利用大数据在业务模式和风控上实现了金融的重构，除此之外，供应链金融的特别之处还在于他根深蒂固的产业根基。

供应链金融作为产业模式升级的自然演化，“从产业中来，到金融中去”的模式最具行业根基，同时也颠覆了金融领域“基于金融而金融”的传统范式，打开另一扇窗，兼具金融的爆发力和产业的持久性。

图 17：供应链金融模式图



资料来源：国信证券经济研究所整理。

供应链金融根植于产业转型的时代，爆发于互联网金融的催化。对于新鲜事物的出现或爆发，首先要解答的是时点问题——为什么是现在？基本上，在传统产业产能过剩以及盈利能力下降的压力下，核心企业凭借自身优势，嫁接金融业务，率先拉开变革序幕；催化上，互联网金融的爆发增长提供了重要契机，金融业务也在经历“普惠化”，同时，互联网平台在筛选和汇集同等特征用户群、利益相关企业群方面的优势被集聚放大，而正是高度集聚化的生态为供应链金融建立网络平台提供了坚实基础。

互联网的集聚效应，正由个人用户向企业用户扩散，且不同于个人以用户习惯为主要聚集标准，企业用户的集聚直接以商业利益为粘合剂，粘性更强。互联网金融浪潮下，网络平台是供应链金融不可或缺的一环。

发展初期，资金渠道决定供应链金融上限规模。供应链金融发展初期，资金需求受限于供给，对业务规模形成上限的往往不是供应链本身规模的大小，而是资金端不同渠道的供血能力。传统模式框架下，核心企业通过自身优质的信用，从银行获取资金，同时向上下游中小企业出借资金获得利差收入，信用差的获利模式极易触碰到规模上限，核心企业有充足动力寻求其他金融渠道，而普惠金融的趋势也为供应链金融的拓展提供便利。

中长期看，行业因素决定供应链金融整体格局。虽然在供应链金融发展初期，资金成为主要上限因素，若将时间窗口拉长，行业本身的空间及特性几乎决定了供应链金融整体格局。1) 行业规模空间直接影响融资需求空间；2) 行业产品标准化程度决定了供应链金融业务实现的难易程度；3) 行业格局决定不同企业转型供应链金融业务的资源禀赋程度。

供应链金融具备三大风险控制优势。与传统金融相比较，供应链金融在行业宏观把控、企业信用信息以及平台数据上都具备优势。金融企业的核心仍然是风险定价能力，核心企业将风险识别的优势逐步转化为金融业务利润。

### 异于传统的三个核心

供应链金融不是新名词，但其具体运作模式完成了演化升级，异与传统的三个核心点：业务主体、授信模式以及业务模式。

#### 业务主体：异于传统之一

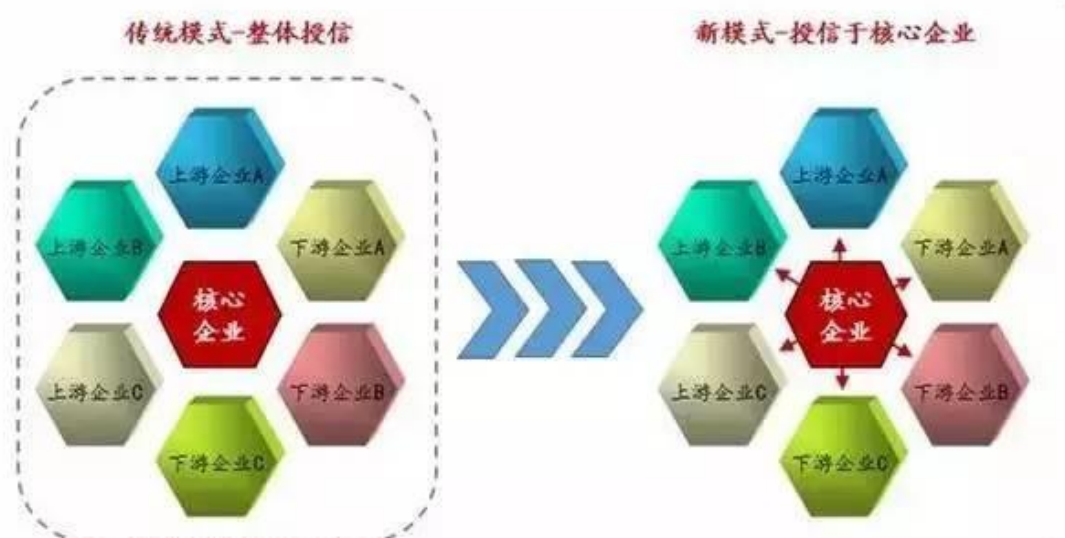
金融业务主体从银行到核心企业。传统供应链金融模式下，银行作为业务主体，基于核心企业的信用资质给上下游中小企业进行授信。而新模式下，核心企业成为了金融业务的主体，其资金来源也突破银行单一通道的限制，进一步扩展到多元非银金融机构，甚至通过自己获取金融牌照来实现资金的融通。相应的，核心企业也获得了原本属于金融机构的利差收入。

不同于市场将金融业务作为核心企业辅助性业务的主流观点，我们认为，只要供应链金融可以提供更大的利润，核心企业没有动机限制金融业务发展。

#### 授信主体：异与传统之二

授信主体由原来的“N”到现在的“1”。中小企业本身直接在银行融资的难度较大，传统供应链金融模式下通过核心企业的类担保获得银行融资，本质上仍是基于信用差进行资金的融通，银行授信主体既包括核心企业，也包括中小企业，也即是对 N 个企业的整体授信。新模式下，资金方只对核心企业授信，而核心企业再基于实体交易对中下游企业授信，资金风险敞口由银行端下移至核心企业。

图 20：授信主体由 N 到 1



资料来源：国信证券经济研究所整理

微信号: [chinacfo.com](https://www.chinacfo.com) 雪球

作为风险承担主体，核心企业也将获得相应风险溢价收益；此外，基于自身对行业以及上下游企业的信息优势，进一步获得风险定价能力提升的收益，实现产业整体资源优化配置。

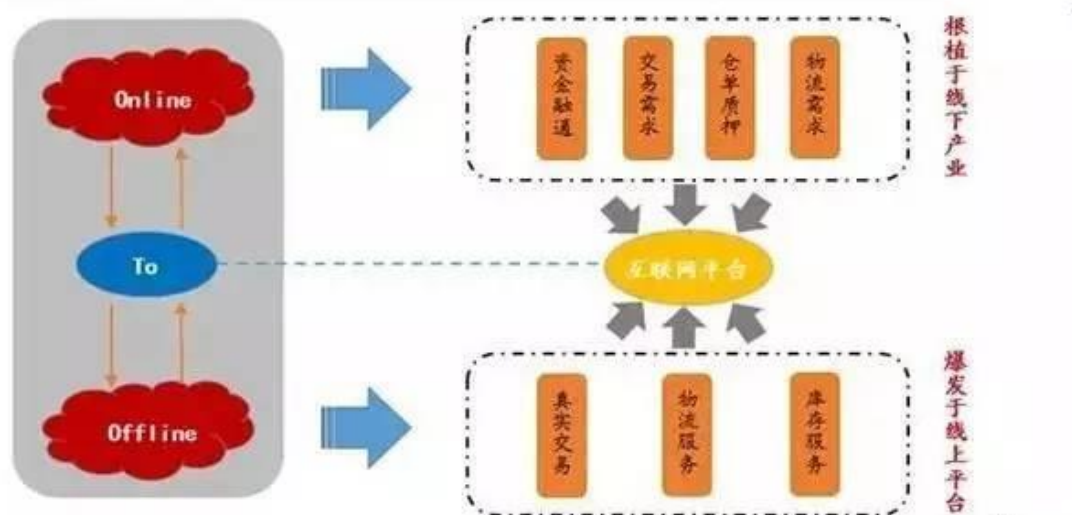
### 业务模式：异与传统之三

供应链金融本质上是 O2O 模式的演化。不同于一般线下体验、线上提交需求的 O2O 模式，产业链金融的 O2O 模式中线下因素更为核心。线下产业因素是供应链金融的根基所在，掌握了核心渠道或具备核心品牌的企业转型供应链金融业务最具优势，其核心位置被其他企业代替的可能性较低。线上平台最大的作用在于供给、需求信息匹配效率的提升，以及对运作效率的提升。而一般产业垂直领域电商均兴起于近几年，目前仍面临新进入者的潜在威胁，真正具备“护城河”特质的电商平台较少，更需深度挖掘。



这也是我们坚持认为目前时点线下因素比线上因素更为关键的原因。

图 21：供应链金融的 O2O 模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

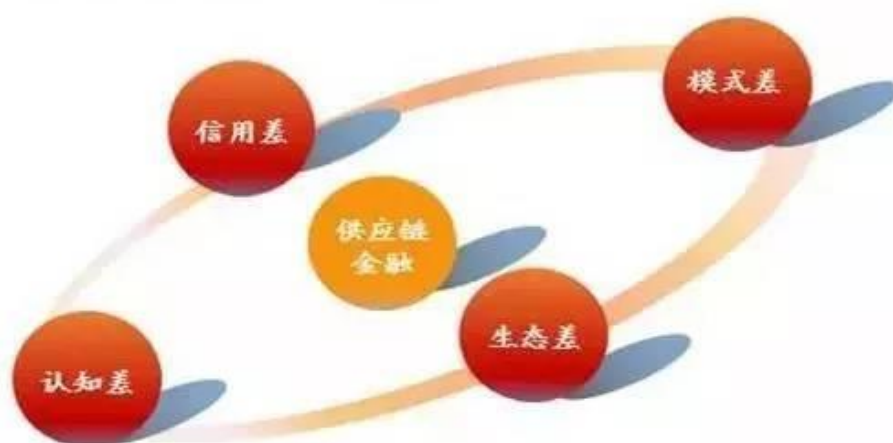
微信号: chingforeasting

雪球

### 供应链金融的生存空间：四个利差

要在银行主导的金融体系中立足，核心企业必须要有自己的相对竞争点，通过比较优势开拓生存空间。本小节，关于供应链金融的存在哲学：四个利差。

图 22：供应链金融存在哲学：四个套利差



资料来源：国信证券经济研究所整理

微信号: chingforeasting

雪球

### 第一维利差：信用差

核心企业与中小企业之间的信用差是供应链金融的资金源头。核心企业拥有规模更大的业务规模，在产业链中占据核心地位，高信用在资金获取上具备天然优势。从金融体系融资的差异本质上是信用的差异，也是供应链金融的资金源头。此外，核心企业依靠自身对产业链的强把控力，拥有更多的预收账款（对下游企业）和应付账款（对上游企业），较为充裕的现金进一步增强其信用等级。

## **第二维利差：认知差**

基于对行业以及上下游企业的更深认识，核心企业在风控端具备优势。金融领域最核心的竞争力仍是风险定价能力，核心企业的立足之本在于其天然的风险识别能力，从而获得超额风险溢价。1) 核心企业对行业具备更为深刻的认知，对行业周期以及微观运行都具备传统金融机构不可比拟的优势；2) 基于业务往来所形成的对上下游企业信息更为核心的把控。

## **第三维利差：模式差**

不动产抵押模式具备差异化竞争实力。在国外市场成熟国家，银行所接受的企业抵押中超 60%是基于存货和应收账款的动产抵押，而国内不动产抵押占到了 70%以上的份额。动产抵押对金融机构要求更高，对抵押品更需要高频次的监控及信息互通，而目前的互联网金融趋势切到好处的解决了这个痛点，核心企业基于自身业务把控能力、仓储能力以及互联网平台，在以不动产抵押为核心的融资模式上较传统金融机构更具优势。

## **第四维利差：生态差**

扎根于产业，供应链金融 O2O 生态更接地气。与传统金融机构相比，核心企业更易搭建供应链融资生态。在发展成熟阶段，供应链金融将在产品、物流、仓储、资金融通等多个维度建立起以核心企业为中心的生态系统，而互联网从消费到产业、从个人到企业的渗透加速了供应链金融生态的成型。与金融机构只做金融业务相比，供应链金融在产品业务端对上下游企业更具粘性，且相比于产品消费端的 O2O 模式更具产业根基。

目前时点看，核心企业已经具备了相当优越的内外条件：深耕产业的根基、转型的动机、金融变革窗口以及互联网的极速渗透，未来的突破点在于资金端和风控模式。

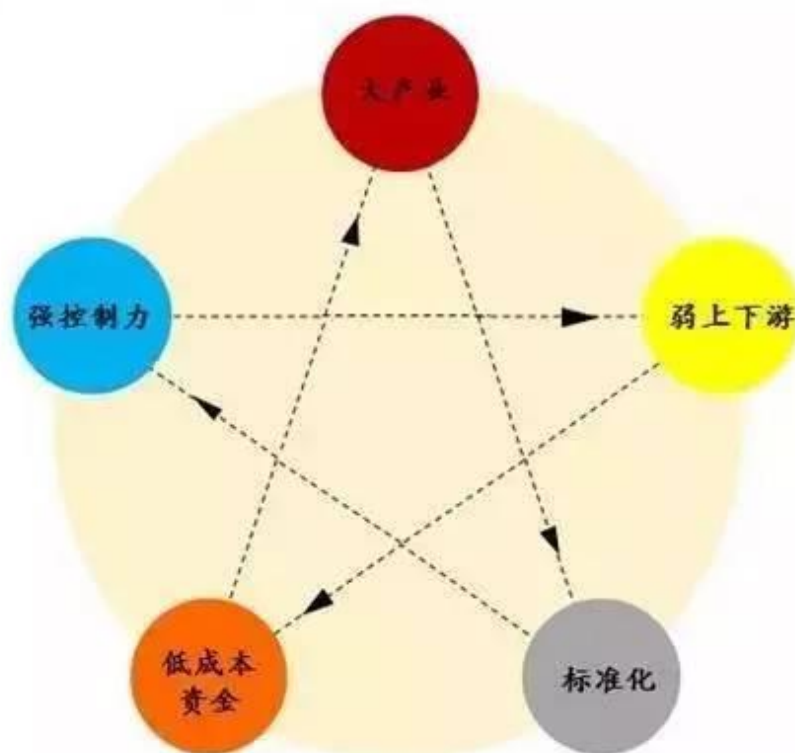
## **披沙简金，五行图定价值**

供应链金融已在资本市场上掀起热潮，预期所到之处雨露均沾，以大幅上涨做出回应。风口上的行业，短期泡沫在所难免，这个时点更应关注实业与资本市场的互动，规避局部泡沫，披沙简金，在一个转型+新兴的领域，找到真正的明日之星。

## 五行图定价值

万变不离其宗，五个核心要素决定价值。供应链金融涉及到不同的资金渠道、不同产业格局以及产品形式等因素，具体业务组织形式复杂多样。通过现象看本质，我们在复杂多变的影响因子中总结出五个核心因素，他们的具体组合方式将直接决定供应链金融业务的潜在价值：产业空间、上下游格局、核心控制力、资金渠道和产品标准化程度。

图 23：五行图定价值



资料来源：国信证券经济研究所整理。

微信号: chiguo 雪球

## 以金融的视角看供应链金融！

供应链金融具有产业和金融两个属性，由于对两个属性不同的侧重，市场对于供应链金融的定位也不同。产业视角下，金融业务仅作为主业的补充，其存在

目的仍在于强化主业，对金融业务的体量没有过多期望；金融视角下，供应链金融业务定位于传统业务转型的标杆方向，且以金融的思维谋求业务推进。

我们认为，应以金融的视角看供应链金融：1) 金融领域是一个没有经历过残酷市场化竞争的行业，政策上普惠金融的推进，金融市场格局迎来变数，空间足够大；2) 传统产业转型升级的必然要求；3) 供应链金融本质上仍是金融业务。

资金端、资产端和风控模式是金融业务的关键要素。以金融的视角看供应链金融，必须抓住金融业务的本质，才可以在变幻的供应链金融模式下领悟到核心。资金的融通是金融业务的核心，在供应链金融框架下，资金端涉及到资源规模和价格；资产端有关行业空间大小、行业格局及核心企业对上下游中小企业的把控力；风控端则要看基本模式、产品标准化程度、仓储能力等。掌握了金融本质的核心，才能选出真正好标的。

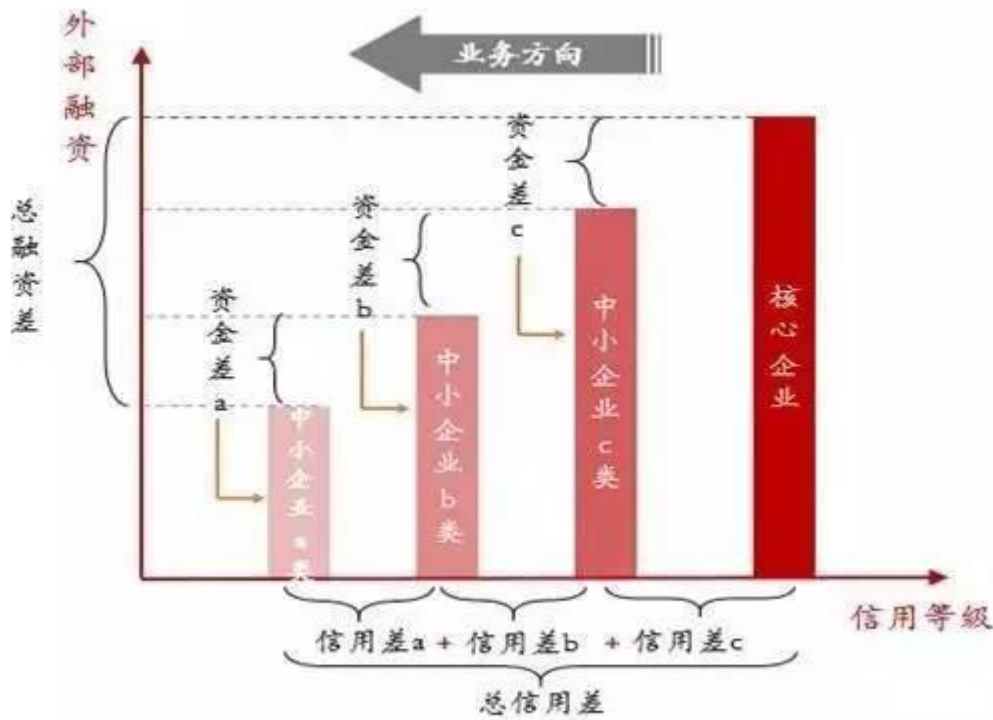
### **资金-渠道 or 牌照**

资金端是供应链金融的开始，中短期决定供应链金融业务规模，资金规模和价格是核心看点。从资金来源上，可以分为外部渠道资金和内部资金，优劣对比应该回归到对资金成本、息差和风险的影响上。

### **外部渠道资金**

外部资金运用本质仍是核心企业与中小企业的信用差。供应链金融较为保守的模式，即核心企业利用自身信用优势获得外部资金，同时基于自身对中小企业业务往来形成的风控优势，针对中小企业进行资金融通业务。核心企业和中小企业在外部融资能力上的差别是信用的差别，供应链金融存在的基础也即企业之间的信用极差。

图 24：外部资金框架下，信用差决定供应链金融规模



资料来源：国信证券经济研究所整理。

微信号: chuangyuanqinren 雪球

信用极差大小决定业务空间，资金成本低，规模易触上限。在外部渠道融资模式下，核心企业与中小企业都作为金融机构的乙方，定位上没有本质差别，真正的差别在于对于外部资金的融资能力，所以信用极差的大小决定供应链金融业务空间。核心企业从银行获得贷款较为容易，同时贷款成本较非银机构融资成本要低，一般在 7%-10% 左右。外部融资模式下最大的瓶颈及资金规模，基于信用差获得的金融业务，在空间上容易受到限制，这也是产业视角下对供应链金融业务空间持保留意见的原因。

以金融的视角看供应链金融，我们更看好通过获得金融牌照的方式获得资金来源的模式。

### 获取金融牌照

甄别不同牌照价值，看杠杆、看资本实力、亦看资金价格。核心企业申请金融牌照最大的价值在于对资金端把控力的增强，且在经营战略上相较于纯利用外部资金，更偏向于金融机构的定位。价值选择上，自身资本实力越高、杠杆倍数越高、资金价格越低则价值越大。

多元金融牌照中，首推融资租赁、保理及 P2P。多元金融牌照中，优劣的主要

考量标准为杠杆倍数与具体模式，其中融资租赁、保理及 P2P 质地最优。融资租赁和保理是目前发展最快的非银子板块，优势在于政策上规范与支持，以及在外资、银行资金利用上的优势，10 倍杠杆倍数在非银金融牌照中也属上乘；P2P 平台的优势在于资金没有理论上限，在风险可控的前提下，只要有利益，总有资金参与。相比较而言，小贷公司杠杆倍数较低，担保公司虽然杠杆倍数 10 倍，但业务上只提供担保，仍需接洽外部资金。

资产证券化加速杠杆释放。目前券商资产证券化已经实行注册制，同时各类资产管理平台都为金融资产的证券化以及转让提供便利，从而加速资金杠杆的释放。若参照美国资产证券化资产规模占 GDP40%的比重，国内资产证券化空间 5.6 万亿，核心企业在资产端的操作空间将大为提升。

### **产业链基础：**

#### **大行业、强控制力、弱上下游**

并不是所有产业的核心企业都适合做产业链金融，在规模效应下才具备真正转型价值。我们归纳了产业端决定价值的核心要素：大行业、强控制力、弱上下游。

#### **大行业**

大行业有大空间。大行业蕴藏巨大融资需求，意味着供应链金融所具有的潜在空间，只有存在较大的金融业务空间，核心企业转型动力才更足。除了直接的规模影响之外，大行业中核心企业和上下游中小企业之间的关系越为复杂，核心企业通过建立互联网平台所具备的效率提升空间也越大，相比于传统金融机构所具有的优势也越为明显。

在供应链金融资产端价值判断中，“大行业”是第一位的，只有大行业才具备较大的供应链金融业务拓展价值，然后再去判断上下游企业是否存在融资需求，以及核心企业对于融资需求的满足能力。

#### **弱上下游：融资需求存在痛点**

上下游强弱决定融资痛点程度。上下游企业越弱势，其融资需求越无法得到充分满足，融资痛点的存在是核心企业供应链金融业务的前提。供应链金融所要解决的正是上下游企业融资痛点问题，痛点越深，供应链金融施展相对优势的空间越大，而较为强势的上下游则意味着核心企业转型金融服务的难度越大。

传统金融机构以不动产抵押为主，供应链金融以动产抵押为主要竞争手段。一

般中小企业固定资产较少，而以应收账款和存货方式存在的动产较多，从传统金融机构获得贷款的难度大。核心企业基于实体业务往来所具备的信息优势，针对中小企业进行相关动产质押融资，形成与传统金融机构的产异化竞争格局。

### **强控制力：解决痛点能力**

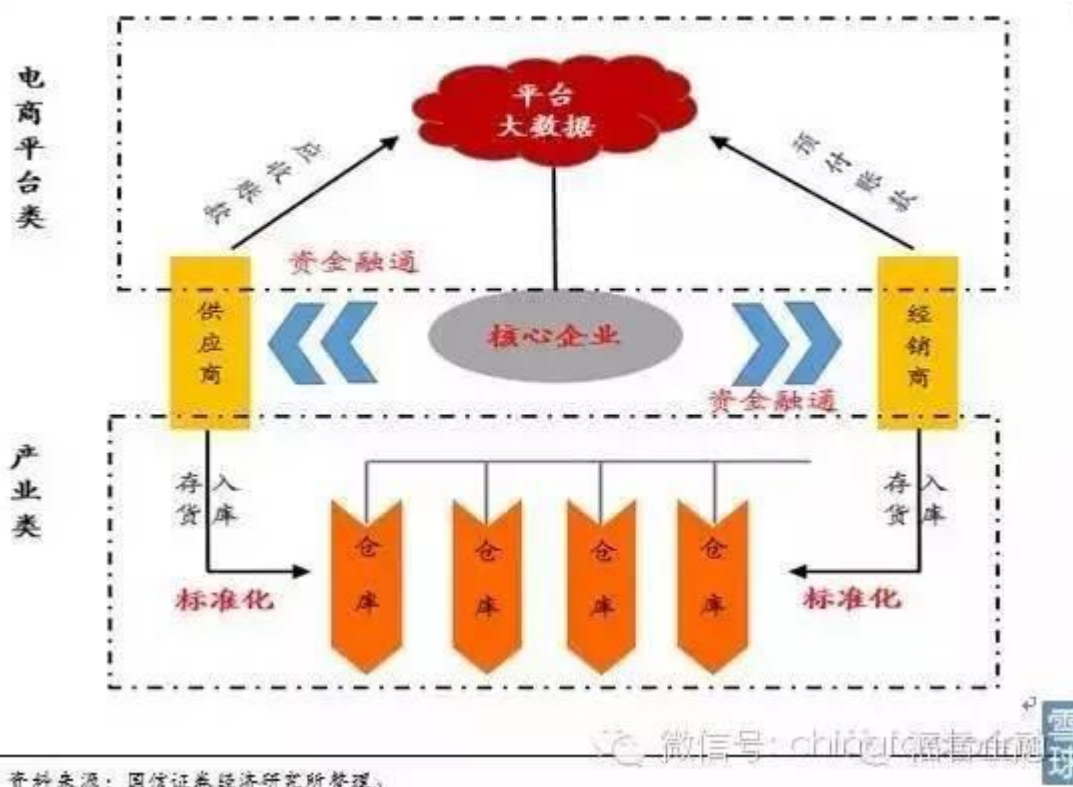
垄断优于寡头，寡头优于竞争。核心企业依靠自身优势已经在产业链中某些环节形成较强的市场竞争力，竞争力大小决定其对上下游企业的话语权，话语权的强弱视核心企业经营业务的市场格局，垄断优于寡头，寡头优于竞争。其中，处于垄断地位的核心企业对上下游中小企业的话语权最强，这将在两方面提升核心企业的金融服务能力：1) 对上下游把控力越强，相对信用极差越大，融资相对优势越大；2) 更强的供应链金融业务主导能力。

工业企业对行业把控力侧重产业中上游，电商平台侧重下游。核心企业在产业链中的不同位置，将直接决定其供应链金融业务的展业领域，可从覆盖领域的广度和深度判断价值。物流企业覆盖领域最为广泛，但相对于制造企业和电商平台，物流企业业务深度较低；核心制造业企业与原材料供应商和经销商接触较为紧密；电商平台在广度上最低，但由于较高的消费频次，其具备最高的覆盖深度，如京东白条等即是在与消费者高频次互动形成的大数据基础上展开。

### **风险把控见真章**

金融竞争本质在于风险定价能力。在供应链金融领域，核心企业相对于传统企业优势的本质即在于风险定价能力的增强。电商类核心企业优势在于大数据下的信用评估体系，产业类核心企业优势在于对动产融资的把控力。

图 29：核心企业风控模式



资料来源：国信证券经济研究所整理。

微信号: chiqi1688 雪球

产业类核心企业风控：产品标准化+仓储能力。产品标准化程度越高，价值评估越容易，同时高度标准化的产品在资产处置上更容易，降低流动性风险。核心企业自建仓储可以有效控制信用风险，也是产业类核心企业风险控制能力的最重要因素之一。

平台类核心企业风控：大数据优势。电商平台类核心企业，拥有更高的业务频次，上下游分别为供应商和消费者，基于应收账款、预付账款贷款以及信用融资是主要形式，风险控制主要依靠平台交易往来所形成的大数据优势，比如京东白条的风控模式。

### 按图索骥，供应链金融五大沃土

在总结供应链金融价值判定的标准后，我们将其用于价值发现的实践，按图索骥，点兵供应链金融标的。

按照五维价值模型，我们筛选出最容易孕育供应链金融的五大领域：**专业市场、行业信息化龙头、大宗商品、电商平台、行业或区域龙头**。这几个重点领域在五维价值因素中各有侧重，沿着这五条路径展开深入分析。



## 专业市场：起步容易，做好难

专业市场优势在于“坐商的聚集”生态。专业市场集中交易某一类或若干类具备较强互补或替代性的商品，其将传统坐商聚集一起的业态天然利于供应链金融的展开，较强的可复制性有利于降低供应链金融业务的边际成本，同时示范效应也极易在商户之间传播。本质上讲，专业市场部分实现了电商“聚集”的生态，但在效率上仍然具有明显差距，这也是供应链金融在专业市场“起步容易，做好难”的重要原因之一。

## 专业市场的冲击源于电商与物流的崛起。

专业市场目前正受到多方面的冲击，虚拟端：电商的兴起使互联网的高效发挥到了极致，其建立了供应商、经销商、消费者，以及所产生的信息、资金的高度聚集虚拟业态，极大提升信息沟通效率，同时虚拟市场上增加物品种类的边际成本接近于零，多品类、个性化优于专业市场的单一；

实物端：物流崛起之后，供应商、经销商以及消费者在空间上的不一致成为常态，专业市场存在之根本受到了冲击，“一柜难求”的景象依然成为过去时。

转型路径逐步清晰：互联网化与供应链金融。专业市场受到冲击后，转型方向主要有两个维度，一是顺应电子商务大潮对专业市场进行改造升级，将传统线下业务搬至网上；二是依托供应链金融服务寻求支撑，专业市场掌握大量优质商户资源，以商户为中心，服务上下游融资、物流等需求，将打开转型空间。

表 7：部分专业市场触网

| 公司名称 | 网上商城                 | 类型   | 2014 年交易额 (亿元)                  |
|------|----------------------|--|---------------------------------|
| 轻纺城  | 网上轻纺城                | 电商平台   | 112.72                          |
| 小商品城 | 义乌购                  | 全景购物模式和 B2B 模式。利用义乌购和<br>市场积累的数据，搭建大数据服务平台，<br>通过征信公司的运作，为商户提供资信评<br>级，投融资等大数据金融服务。                | 15                              |
| 海宁皮城 | 皮城金融                 | 内首家同时拥有上市公司及国有企业背景<br>的 P2P 互联网金融平台  | 2015 年 3 月 16 日上线首<br>月成交额破 1 亿 |
|      | 拟设立电商子公司             | 跨境电商   | 2015 年秋季投入使用                    |
| 深圳华强 | 华强电子网                | B2B 平台   | 360                             |
| 东方市场 | 苏州盛泽东方市场纺<br>织电子交易中心 | 交易中心主要从事纺织原料网上电子交易<br>为核心的综合性公共服务平台，旗下有全<br>国聚酯原料电子交易中心、中国化纤原料<br>交易服务平台、纺织纤维新品推广展示平<br>台、供应链融资平台。 | 745.1                           |

资料来源：国信证券经济研究所整理。

五维模型定价值：起步容易，做好难。从五维模型出发，专业市场在“弱上下游”、“强控制力”方面均具备天然优势，资金来源方面至少未有明显劣势可能，路径上可以通过持有金融牌照，也可以利用其他金融机构资金。由于专业市场在聚集商家以及消费者方面天然具备优势，供应链金融初步开展较易，但在行业空间上，专业市场面临明显约束，以单品类消费品为主线下市场中，市场空间的天花板瓶颈比较明显。

## 行业信息化龙头：

### 真实交易数据和征信系统是杀手锏

行业信息化龙头转型供应链金融。行业信息化龙头，为特定某个或两三个行业提供信息化服务。长期以来，信息化服务商的主要利润来自软件、系统集成和系统运维三大部分，维持着较为稳定的增长速度。随着互联网金融的不断发展，信息化龙头企业切入金融领域正成为行业标配。

行业信息化龙头借助软件的推广使用，渗透到服务对象的生产、经营交易中去，产生系列大数据，这些数据本身即是征信系统天然素材。

供应链金融的本质是金融，征信体系是信息化龙头风控利器。供应链金融本质

仍是金融，风险定价能力仍是竞争的最为核心的内容。按照我们在五维模型中的分析，在于传统金融的对比中，供应链金融的风控优势有两方面：大数据下的征信系统、融资质押标的下的标准化，显然信息化龙头在前者具备明显优于传统金融机构的优势。

五维模型定价值：征信系统是杀手锏。行业信息化龙头依托大数据，在风控端具备优势，市场空间方面视不同行业而异。需要指出的是，行业信息化龙头一般缺少对于上下游企业的掌控力，在金融供给总体不足的市场环境中，风控以及业务实现模式显得尤为重要。