

浙江报喜鸟服饰股份有限公司

2011 年不超过 6 亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：6 亿元

债券期限：5 年、7 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2011 年 8 月 11 日

主要财务数据

项 目	08 年	09 年	10 年	11 年 3 月
资产总额(亿元)	12.27	19.91	25.79	26.37
所有者权益(亿元)	6.63	15.96	18.64	19.15
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	2.08	1.09	1.06	0.71
营业收入(亿元)	9.38	10.92	12.58	3.51
净利润(亿元)	1.23	1.85	2.43	0.35
EBITDA(亿元)	2.09	2.77	3.44	--
经营性净现金流(亿元)	1.72	1.76	3.00	-0.30
营业利润率(%)	47.95	50.12	52.87	57.06
净资产收益率(%)	20.51	16.38	14.02	--
资产负债率(%)	45.99	19.83	27.70	27.38
全部债务资本化比率(%)	23.87	6.42	5.39	3.57
流动比率(%)	1.23	3.85	2.89	3.03
EBITDA 全部债务比	1.01	2.53	3.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	23.57	43.57	96.35	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.35	0.46	0.57	--

注：①2011 年 3 月财务数据未经审计。②本报告财务数据及指标计算均是合并口径。③因四舍五入的原因，本报告部分数据可能与引用资料在尾数上存在微小差异。

分析师

何苗苗

电话 022-58356915

邮箱 hemiaomiao@lianheci.com

金磊

电话 022-58356918

邮箱 jinlei@lianheci.com

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: // www.lianhecrediting.com

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江报喜鸟服饰股份有限公司（以下简称“公司”或“报喜鸟”）的评级反映了公司作为国内主要的服装生产企业之一，近年来坚持内涵式发展路线，门店数量和销售规模逐年增长，盈利能力稳步提升。2009 年以来公司加大了销售网络拓展力度，从扩大销售终端数量、改善与加盟商合作方式两方面加快销售网点扩张。联合评级同时也关注到服装行业竞争激烈、成本上升、公司销售网络覆盖率相对较低等因素对公司基本面产生的不利影响。

2009 年 11 月，公司顺利完成公开增发，整体竞争力进一步提升。目前公司资产规模中等，资产质量及现金流状况良好，盈利能力和偿债能力较强，债务负担较轻。2011 年 5 月，公司已经启动第二次增发事项。未来公司将继续加大在自主服装品牌领域的投资力度，提高产品附加值，并积极通过设立区域代理商扩大产品营销网络。随着公司经营规模的进一步扩大，未来盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。综合来看，本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 公司是国内知名的服装生产企业之一，品牌知名度和客户认可度较高。
2. 公司近年来坚持内涵式扩张，通过提升产品附加值不断提升盈利水平，主业盈利能力在同行业处于较高水平。
3. 公司自有商铺大多位于国内各个大中城市，目前仍以历史成本计价，具有较大升值潜力。
4. 2011 年公司连锁营销网络升级项目和自动化物流配送中心项目已初步建成，随着

项目的逐步投入运营，未来公司经营规模有望进一步扩大，盈利能力将继续提升。

关注

1. 服装行业业内企业众多，市场竞争激烈；公司主导产品所在的中高档男士服装市场面临较大的市场竞争压力。
2. 相对于同行业竞争对手，目前公司销售网络覆盖率仍有待提高，销售终端区域发展不平衡的状况也有待改进。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与浙江报喜鸟服饰股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与浙江报喜鸟服饰股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江报喜鸟服饰股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由浙江报喜鸟服饰股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

浙江报喜鸟服饰股份有限公司 2011 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

浙江报喜鸟服饰股份有限公司（以下简称“公司”）系经浙江省人民政府企业上市工作领导小组浙上市（2001）32号文批准，由报喜鸟集团有限公司（以下简称“报喜鸟集团”）、吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠和叶庆来发起设立的股份有限公司，初始注册资本为6,000万元。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监发行字[2007]190号文核准，2007年8月公司向社会公开发行人民币普通股2,400万股，发行后总股本为9,600万股，同期公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称“报喜鸟”，证券代码“002154”）。

经过两次公积金转增股本后，经中国证监会证监许可[2009]1164号文核准，2009年11月公司向社会增发人民币普通股4,008万股，变更后注册资本为28,968万元。2010年6月，根据公司2010年第三届董事会第三十次会议决议和公司章程规定，由63名股票期权激励对象行权，增加注册资本人民币406.75万元，变更后注册资本为29,374.75万元。2011年5月，公司以资本公积金向全体股东每10股转增10股。截至2011年5月底，公司总股本58,749.50万股，其中有限售条件股份占比16.43%，无限售条件股份83.57%。

2011年5月，公司通过了2011年公开增发A股方案的议案，计划发行不超过5,000万股A股股票，本次募集资金全部投资于公司营销网络优化建设项目，目前增发事项尚待中国证监会批复。

公司控股股东为报喜鸟集团，报喜鸟集团股东吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来分别持股32%、20%、20%、20%、8%，股权较为分散，公司最终控制层面存在多位自然人和自然人控制的法人共同持股的情形，且其中没有一人的持股比例超过50%，各自持股比例比较接近，因此公司无法确定实际控制人。

表1 截至2011年5月底公司最终控制层面持股情况

股东	直接持股数(股)	直接持股比例	持有集团股权比例	通过集团间接持股比例	合计持股比例
报喜鸟集团	214,046,906	36.43%	-	-	36.43%
吴志泽	57,776,000	9.83%	32.00%	11.66%	21.49%
吴真生	30,700,800	5.23%	20.00%	7.29%	12.52%
陈章银	18,345,600	3.12%	20.00%	7.29%	10.41%
吴文忠	18,345,600	3.12%	20.00%	7.29%	10.41%
叶庆来	1,872,000	0.32%	8.00%	2.91%	3.23%

资料来源：公司提供。

公司主营业务为西服、衬衫、T恤等男士系列服饰产品的生产和销售，属于服装行业，产品定位为中高档男士系列服饰。目前公司本部拥有西服年产能30万套、子公司上海宝鸟服饰有限公司（以下简称“上海宝鸟”）具有西服年产能60万套、衬衫年产能70万件的生产能力。

截至2011年一季度末，公司直接、间接控股的公司共31家，参股公司1家，其中直接控股23家，间接控股8家。公司下设报喜鸟、圣捷罗、女装和皮具四大事业部，设有研发中心、直营中心、特销中心、营销中心、采购中心和生产中心六大运营中心，下属信息部、人力资源部、企管部、财务部、证券部、总经理办公室、法律事务部和店铺管理部等职能部门（见附件1）。截至2011年3月底，公司拥有在职员工2,254人。

截至2010年底，公司合并资产总额257,866.86万元，负债合计71,416.98万元，所有者权益（含少数股东权益）合计186,449.88万元。2010年公司实现合并营业收入125,775.34万元，净利润（含少数股东损益）24,262.53万元；经营活动产生的现金流量净额30,031.78万元，现金及现

金等价物净增加额-43,739.95 万元。

截至 2011 年 3 月底，公司合并资产总额 263,731.86 万元，负债合计 72,199.76 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 191,532.10 万元。2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 35,052.04 万元，净利润（含少数股东损益）3,489.58 万元；经营活动产生的现金流量净额-3,021.55 万元，现金及现金等价物净增加额-12,845.38 万元。

公司注册地址：浙江省温州市永嘉县瓯北镇报喜鸟工业区；法定代表人：周信忠。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2011 年浙江报喜鸟服饰股份有限公司公司债券”，发行规模为不超过 6 亿元（含 6 亿元），本期债券分两个品种。其中，品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人上调利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 3 亿元；品种二为 7 年期固定利率债券，附第 5 年末发行人上调利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 3 亿元。本期债券按面值发行，采取单利按年计息，不计复利；票面利率由公司和保荐机构（主承销商）根据市场询价协商确定。

2. 本期债券募集资金用途

根据 2011 年 7 月 27 日公司 2011 年第四次临时股东大会的通过的《关于公司符合发行公司债券条件的议案》和《关于发行公司债券的议案》，本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还部分银行贷款，优化公司债务结构；并拟用剩余部分资金补充公司流动资金，改善公司资金状况。

三、行业分析

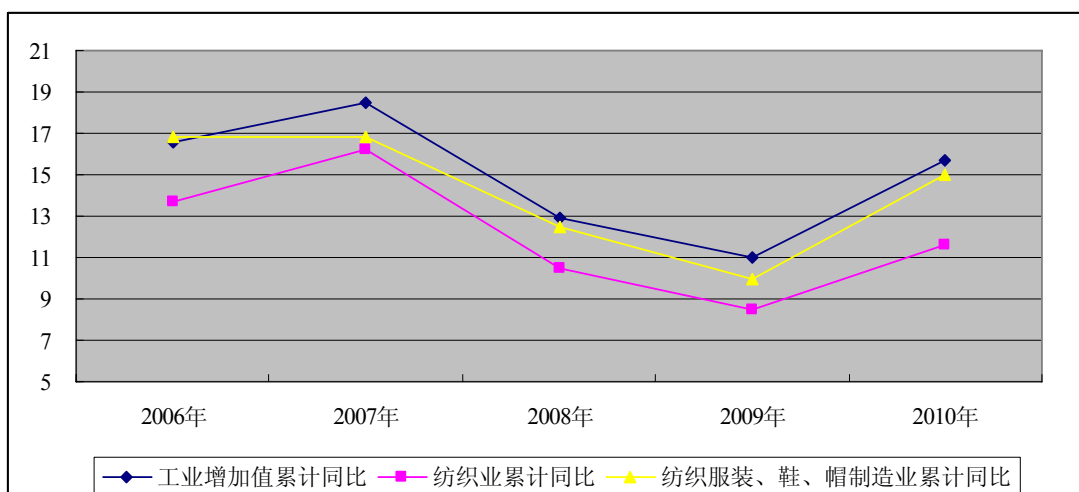
1. 行业概况

纺织服装行业是纺织工业的细分子行业，产品位于纺织工业产业链中后端，服装产品主要面对终端消费者。作为传统民生产业，纺织服装行业与民众生活关联度较大，长期以来在国民经济中占有重要地位。2001 年加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，我国承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，成为全球纺织服装的生产和出口大国。

从行业发展趋势看，经历了 2008 年的金融危机之后，随着多项扶持政策的出台和内销市场的需求增加，纺织服装行业于 2009 年下半年出现复苏态势，行业产值和利润水平出现恢复性增长；进入 2010 年，随着出口市场的进一步复苏，纺织服装行业呈现产销两旺势头，全行业工业增加值进一步提升。如下图 1 所示，2009 年以来我国纺织服装行业总产值保持了较好的增长态势，行业增长速度远超 GDP 增速，近三年行业产值在国内生产总值中比重基本稳定在 2.5~3%。

目前我国纺织服装行业具有如下特点：①整体属于传统制造业，行业集中度较低。由于进入壁垒低，业内竞争较为激烈；②我国纺织服装行业主要位于世界纺织工业产业链中端（即生产加工环节），利润水平相对较低，而发达国家主要位于利润高的产业链前端（原材料开发）和后端（深加工和市场渠道）；③目前纺织服装行业正处于从产销竞争到技术创新竞争的转变期，即“量—值”的转变期，主要表现在成衣出口下降，成衣进口快速增长，产品品质提高，产业正不断进行升级；④竞争态势发生转变，成本价格低已不再是主导竞争优势，很多企业加快了走出去的步伐，开始向原创设计及自有品牌发展，实现了从加工贸易→OEM 贸易→拥有自主品牌的转变。

图1 2006~2010年我国工业增加值增长率情况 单位：%



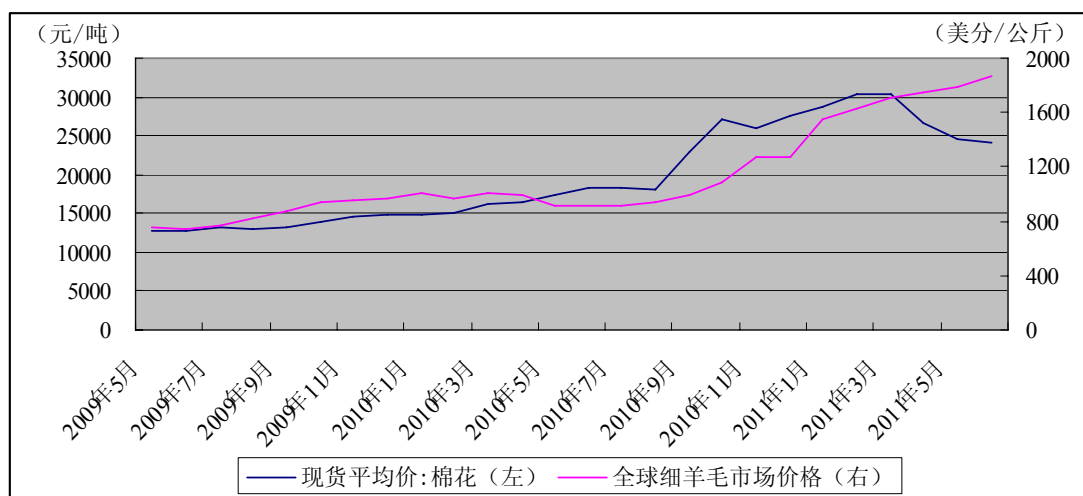
资料来源：国家统计局，wind资讯。

2. 上游原料

服装上游原料主要来自各类纺织面料，其中棉花价格是影响面料成本的重要因素。受国际棉花种植形势、天气因素和供需形势的综合影响，棉花价格自2008年11月以来一路上涨，这种涨势一直持续到2010年下半年。截至2010年底，国内328棉花现货价达到27,481元/吨左右，较2009年初上涨约50%，郑州期货交易所期货撮合价格更是达到28,490元/吨左右，均已超过2006年棉花价格最高点。进入2011年，随着主要产棉国中国、印度、美国对棉花种植的政策扶植、科技支持和税收减免对棉花播种面积产生的积极作用，棉花价格呈现下降态势，截至2011年6月底，国内328棉花现货价已回落到16,500元/吨左右，但仍处于较高水平。

除棉花价格外，与纺织服装行业关系较大的羊毛价格也呈逐年上涨态势，如下图2所示。此外，2010年以来燃料动力成本的通胀预期加剧，水、电价格均呈明显上涨趋势。一些纺织服装企业还面临招工难的情况，劳动力成本持续上升；人民币对美元升值预期加大以及环保因素等也在一定程度上增加了纺织服装行业成本压力。

图2 2009年以来棉花和羊毛价格变化情况



资料来源：wind资讯。

值得注意的是，原料成本的上涨对不同业态的纺织服装生产企业影响不一。对于以出口加工为主的服装类企业，由于议价能力弱，加之人民币升值，上述原料成本的上涨极大地影响了企业利润空间；而对内销市场为主的服装生产企业，如果其拥有较高的品牌知名度，原料涨价有望通过提高终端销售价格予以规避。

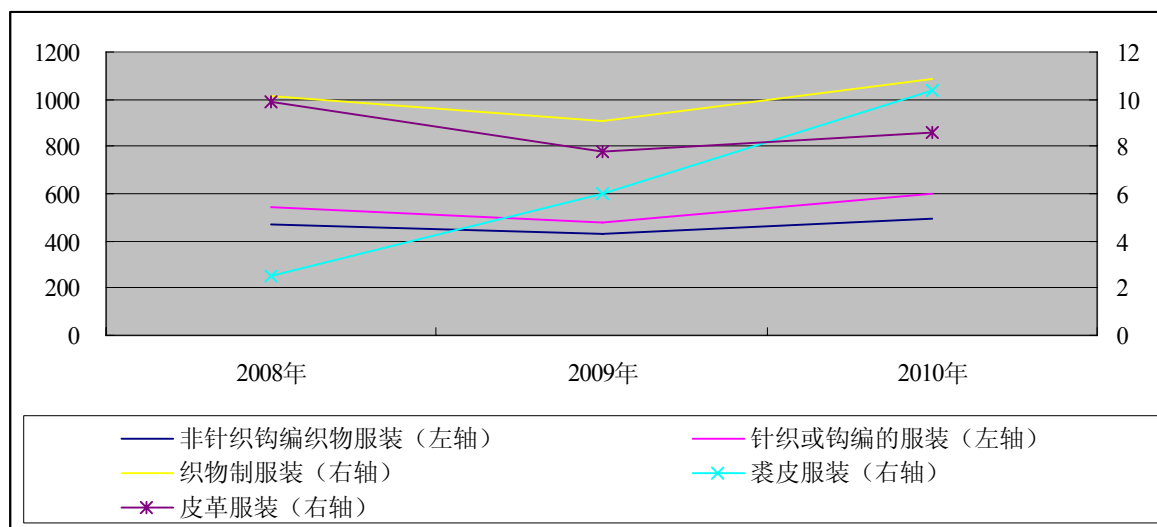
3. 下游需求

目前纺织服装行业的下游需求来自于出口和内销两大方面。随着国民经济的快速发展，我国已成为全球增长最快的服装消费市场和第一大服装消费国。2000年以来，随着收入和生活水平的提高，国内消费者对服装产品的质量和品位要求不断提高，我国服装行业开始进入个性化、多元化和时尚化消费的时代，内销份额逐步替代出口成为主要需求来源。

(1) 出口

受2008年金融危机的影响，加之国内人民币对美元汇率持续高位，纺织服装行业需求整体萎缩。2009年以来，随着国内外宏观经济的复苏，加之国家相继出台提高出口退税率的系列优惠政策，纺织服装行业整体运行状况得到改善。进入2010年以来，随着我国与东盟、非洲等自由贸易伙伴的建设、全球经济增长的多元化和出口企业经历金融危机后主动向新兴市场拓展的步伐加快，我国纺织服装出口超预期，出口市场结构和宏观环境持续改善(如下图3)。2011年以来，这种趋势持续向好，2011年1~4月我国纺织服装累计出口685亿美元，同比增长27.4%。

图3 近三年我国各类服装出口金额情况 单位：亿美元

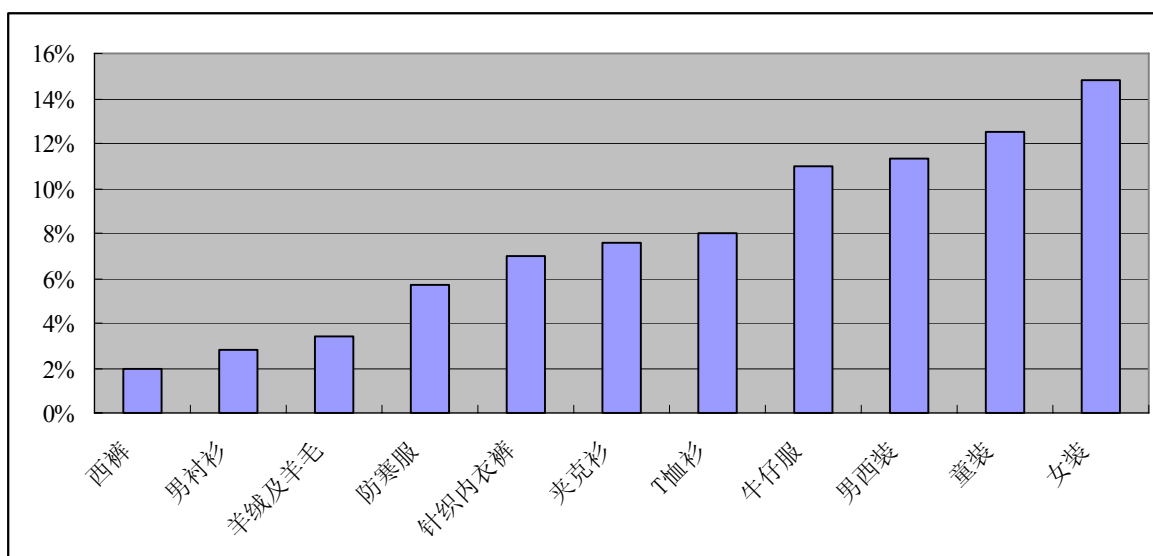


资料来源：国家海关。

(2) 内销

根据我国服装协会的统计数据，2000年以来，我国限额以上服装、鞋帽及纺织品类零售额呈现快速增长的态势：2000~2002年增速基本保持在10%，2004年~2009年增速接近23.3%；2010年我国服装鞋帽、针纺织品零售额为5,874亿元，同比增长24.8%，近五年增速均保持在20%以上。如下图4所示，从大型商场服装细类销量复合增长率来看，女装和童装的增长速度在维持在12~15%的增长率水平，是服装内销市场增长驱动力的主要来源。基于国家扩大内需的战略部署、居民收入水平的不断提高、城市化进程的推进及对品牌服装行业的政策扶持，未来服装、鞋帽及纺织品需求量有望延续过去十年的快速增长态势，销售额年均增速有望继续保持20%~25%。

图4 2003~2010年大型商场服装分品类销量复合增长率



资料来源：国家商务部。

联合评级认为，内需市场一直是纺织服装行业发展的第一驱动力，未来随着我国经济的持续增长、城镇化的日益推进、人均可支配收入的不断提升和消费观念的改变、国家经济增长方式的改变（以消费为主导）等都将推动我国未来服装消费市场不断扩大。但值得注意的是，目前我国服装消费层次仍处于较低水平，城市消费对整体消费提升空间有限，需要大力开发城镇及农村消费市场。

4. 市场竞争

从竞争格局上看，目前外国品牌在高端市场具有较大的垄断性，其竞争力主要体现在品牌管理、服装设计、生产工艺等方面；而国内服装企业主要定位于中低档产品生产和服装出口加工，竞争力主要来源于国内销售网络、人工成本、产品质量以及生产规模等方面。随着我国经济的发展和国内纺织服装消费能力的增长，一批知名的品牌服装制造商脱颖而出，在一定程度上提升了产业价值。

表2 国内主要服装上市企业2010年主业概况

名称	区域	业务种类	服装收入 (亿元)	增长率	毛利率
美邦服饰	上海	青春休闲装	74.97	44%	45.38%
森马服饰	浙江温州	青春休闲装	58.19	44.43%	31.95%
雅戈尔	浙江宁波	品牌男装	60.39	9.26%	37.39%
七匹狼	福建晋江	品牌男装	20.42	12.90%	42.85%
九牧王	福建泉州	品牌男装	16.70	19.38%	55.72%
杉杉股份	浙江宁波	品牌男装	15.28	14.96%	25.98%
报喜鸟	浙江温州	品牌男装	11.91	13.49%	54.30%
希努尔	山东诸城	男士正装	9.96	18.21%	39.14%
搜于特	广东东莞	青春休闲装	6.32	67.09%	34.82%
步森股份	浙江诸暨	品牌男装	5.35	15.77%	28.18%
凯撒股份	广东汕头	品牌男装	3.74	18.98%	48.68%

资料来源：联合评级搜集整理。注：此处毛利率=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入。

从运营模式上看，品牌服装运营主要包括三个环节：加工生产、渠道运营和品牌运营。其中，服装加工环节通常只能获得10%~20%的商业价值；渠道运营能够获得30%~40%的商业价值；而品牌运营，则可拥有40%~50%的商业价值，相应专注于不同环节的企业竞争力和利润水平也有差异。如下表3所示，在国内服装行业的上市公司中，专注于不同环节的上市公司平均销售利润率也有较大差异，其中像报喜鸟、凯撒股份和雅戈尔这种纵向一体化经营的服装企业相应利润水平也较高。

表3 服装行业三种经营模式比较

模式	特点	代表公司	平均销售利润率*
专业加工	没有自主品牌，专注于生产加工	金飞达、大杨创世	15%~30%
轻资产经营	专注于品牌和渠道运营	探路者、美邦服饰、搜于特	35%~50%
纵向一体化经营	生产、品牌和渠道全覆盖	星期六、报喜鸟、希努尔、七匹狼、凯撒股份、雅戈尔	40%~50%

资料来源：联合评级搜集整理。注：此处的利润率是综合所选样本的平均水平，不同企业会有一定差异。

从细分情况看，服装市场按性别、年龄和产品属类有不同划分，不同的细分市场竞争程度也有差异。如女装市场，由于众多企业和资源进入该市场，竞争最为激烈，国内主要各品牌之间差距不大；而对于男装市场，其不同档次产品市场定位明确，品牌集中度相对较高，但近年来随着各地新品牌层出不穷，市场竞争也愈加激烈。产品属类方面，目前国内正装和休闲装处于市场成熟期，商务休闲系列成为近几年国际消费市场中越来越推崇的着装方式，众多企业也不断加大在此品类中的投入，未来将成为细分产品竞争的焦点。

联合评级注意到，近年来不少国内出口型服装企业纷纷转向国内市场，内销市场竞争呈现加剧态势。未来在国家积极扩大内需的政策推动下，国内消费市场的增长潜力将吸引更多的国内外服装企业进入内销市场，从而加剧国内内销市场竞争，可能会影响业内企业整体盈利能力。

5. 行业政策

（1）出口退税率的提升缓解了出口企业短期经营压力

2008年下半年以来，为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织服装行业的冲击，国家税务总局和财政部已先后4次上调出口退税比例，从原来的11%上调至16%。短期来看，出口退税率的提高对改善国内出口型纺织服装企业的经营效益产生了积极影响，增强了企业产品在经济危机形势下的国际竞争力。但提高出口退税的政策只能部分缓解国际需求波动带来的影响，难以从根本上提升企业的核心竞争力。随着整体经济环境的变化，未来出口退税率政策还会有下调的可能，出口型企业需要从提高产品附加值、加大产品结构升级等方面提升内在竞争力。

表4 2008年以来纺织服装行业出口退税情况一览

政策名称	执行日期	调整内容
关于调整纺织品服装等部分商品出口退税率的通知	2008年8月	从11%到13%
关于提高部分出口退税率的通知	2008年11月	从13%到14%
纺织业振兴规划	2009年3月	从14%到15%
关于提高轻纺、电子资讯等商品出口退税率的通知	2009年4月	从15%到16%

资料来源：联合评级搜集整理

（2）纺织工业相关规划的出台为未来行业发展奠定了良好基调

2009年2月，国务院常务会议审议通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：①统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；②加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印

染、化纤等行业技术进步；③加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；④优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；⑤加大财税金融支持，提高出口退税率。在规划的引导下，行业内优质企业将凭借资金、规模、客户优势和抗风险能力获得高于行业平均水平的增长速度，竞争优势有望得到进一步增强。

6. 行业关注

（1）原料、劳动力等成本上升加大了企业运营压力

我国服装行业一直以廉价劳动力作为其竞争优势之一，近几年劳动力成本上升对服装企业的影响不断加深，加之燃料、电力和原材料价格上涨导致企业生产成本不断增加，而产品价格上涨相对滞缓，业内企业的盈利空间被压缩，中小企业经营压力较大。尤其是2010年以来，原材料棉花价格大幅增长，相应带动棉布等面料价格有所上涨，加大了企业运营成本，行业盈利受到一定制约。

（2）人民币升值压缩了出口型纺织服装企业利润空间

人民币升值对于纺织服装这种出口比重较大、平均利润率低的行业来具有很大压力。根据中央财经大学银行业研究中心的研究，约57%的中小型出口企业税后利润率集中在5%以内，尤其是纺织、服装、鞋、帽等劳动密集型企业。上述企业出口依存度高且附加值低，主要以价格为竞争手段，出口价格弹性较低，降价空间很小。人民币升值将不断压缩纺织服装行业的盈利空间，特别是对于部分以中低档为主的中小企业影响更大。但从长期看，人民币持续升值有利于缓解贸易摩擦，推动行业内部的转型升级，提高行业整体的国际竞争力。

（3）国际贸易环境仍存在不利因素

随着中欧、中美特保设限的到期，国际市场为了阻挠中国纺织服装的出口，正在利用其他手段对中国纺织服装出口设置障碍。2009年在WTO的贸易救济框架之下，国外市场对我国出口纺织类产品进行调查的立项和初裁就已超过30项；2010年反倾销案件继续增长，纺织服装行业成为反倾销制裁的重灾区。反倾销、反补贴、技术壁垒等各种手段将成为特保设限取消后未来较长时间长期存在的贸易壁垒，我国纺织服装出口的国际贸易环境依然十分严峻。

（4）技术创新水平仍有待提升

在欧美国家，纺织服装企业的研发投入一般占销售收入的3%~5%，最高可达10%，而我国纺织服装企业长期以来对技术研发的投入严重不足，研发费用占主营收入的比重平均不到1%，全行业真正自主创新的比例不到10%。研发投入的不足使得我国纺织服装产品结构性产能过剩（低档产品过剩，中高档产品缺乏），产品原创能力差、劳动生产率水平低和缺乏有影响力的国际自主品牌。

7. 未来发展

未来我国服装消费及产品发展将呈现如下趋势：（1）服装消费将从产品消费走向品牌消费，消费档次逐步提升，服装消费更多的将是一种品牌、文化与时尚的需求，消费者对服装品牌的要求将逐步提高；（2）服装营销终端形象日趋重要，舒适的购物环境和良好的店铺形象将更大程度上影响消费者的消费欲望和对服装品牌的忠诚度；（3）消费者对服务质量的要求越来越高，个性化服务将使消费者得到更好消费体验，量体裁衣、快速制衣将愈加受到欢迎；（4）服装行业的科技含量将得到提高，从新型面料的出现到服装样式的设计，具有一定科技含量的服装品牌将引领消费潮流。

联合评级认为，随着我国经济的持续增长和城市化进程的不断深化，加之国内人均可支配收

入的增加，服装消费将进一步升级，未来服装行业市场空间广阔。2009年以来，服装行业呈现整体复苏，但也面临着市场竞争激烈、成本上升压力等不利因素。随着国内服装行业产业升级的不断提升，未来服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内知名的服装生产企业之一，产品主要为西服、衬衫、T 恤等男士系列服饰产品，主要运营品牌为“报喜鸟”、“圣捷罗”和“宝鸟”等，其主导产品报喜鸟男士西服在国内西服市场占有率位居前列。2007年公司IPO上市后，明确提出“强直营、开大店、推系列”的品牌发展战略，通过设立报喜鸟品牌形象中心店和销售中心店提升公司品牌形象。截至2010年底，公司已经形成了全国性的销售网络，拥有报喜鸟品牌网点715个，圣捷罗时尚网点141个，销售网络覆盖全国大多数省、市和自治区。目前公司本部拥有西服年产能30万套、子公司上海宝鸟具有西服年产能60万套、衬衫年产能70万件的生产能力；

目前“报喜鸟”已经成为全国知名的服装品牌，在市场上享有较高的品牌美誉度。自公司成立以来，报喜鸟品牌荣获多项博览会奖项，曾被中国服装协会、中国消费者协会等机构评为“中国服装协会推荐品牌”、“中国消费者协会推荐品牌”、“全国服装质量过硬十佳品牌”、“最受消费者喜爱的品牌”、“中国服装品牌价值大奖”、“中国服装品牌品质大奖”等。2010年，公司获得了中国纺织工业协会评比的“2009~2010年度中国服装行业竞争力10强企业”。

总体来看，作为服装行业的知名企业之一，公司品牌知名度较高，整体竞争实力较强。

2. 技术优势

公司注重产品技术研发与创新，近年来大力开展在服装、面料、卖场形象、供应链管理等方面的研发工作。公司设计中心拥有国际知名软件开发商美国GGT（Gerber Garment Technology）公司的服装CAD（计算机辅助设计）系统，在制版、工艺标准制定、工艺指导等方面具有国内一流水平；公司生产车间拥有从日本、德国、意大利、美国等国进口的服装生产设备，拥有立体整烫、吊挂式生产流水线，保证从面料处理到西服输送等各环节的精细运作。

公司注重服装生产工艺开发，将工艺与面料、裁剪相结合在制造水平方面不断推陈出新，为消费者提供与世界同步的工艺技术。目前公司全套西服工艺由380多道工序组成，精细化和专业化水平较高。近年来公司不断进行多重大工艺版型改进，使服装更加符合人体功能，如轻型垫肩新工艺、一体式明门襟工艺、风琴盖定型工艺、活对褶新工艺等，以满足消费者对报喜鸟品牌的消费需求。近年来公司推出的“非粘合衬西服”、“轻垂绒西服”、“自然绒美西服”、“简雅V型西服”、“采用‘风琴盖势’新工艺生产的西服”受到消费者广泛好评，并被浙江省经济和信息化委员会认定为“浙江省工业新产品”和“浙江省优秀科技产品”。截至2011年5月31日，公司拥有专利25项，二级子公司上海宝鸟纺织科技有限公司拥有专利11项。

综合来看，公司注重产品技术研发和创新，不断通过研发和技术改进提升产品附加值，在国内服装行业中具有较高技术水平。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员6名，全部为职业经理人。公司董事长兼总经理周信忠先生，36岁，硕士研究生学历。曾任中南财经政法大学教师，报喜鸟集团董事会秘书、财务管理部部长、董事

长助理职务。

公司董事会秘书方小波先生，37岁，本科学历，经济师。曾在武汉建工股份有限公司证券部工作，担任科长职务；2002年进入公司，现任公司副总经理、董事会秘书、证券部经理职务。方先生曾被评为《证券时报》第三届中国中小板上市公司优秀董事会秘书，《新财富》2009年、2010年金牌董秘，浙江上市公司协会2009年优秀董秘。

公司财务总监张袖元先生，37岁，硕士研究生学历，拥有注册会计师和注册税务师从业资质。张先生曾在上海昭和塑料有限公司、上海希文商贸有限公司、爱普生（上海）信息产品有限公司、劳力士（上海）有限公司从事财务管理工作。

截至2011年3月31日，公司在册员工2,254人，其中生产人员占45.61%，技术人员占12.87%，销售人员占26.80%，行政人员占14.11%，财务人员占2.84%。从文化程度看，高中及中专占25.51%，初中及以下占42.24%，大专及以上学历占32.25%。

总体看，公司主要高管人员年富力强，具有丰富从业经验，对服装行业发展趋势和公司经营驾驭能力较强。公司员工以生产人员为主，员工素质基本能够满足企业发展需求，符合所在劳动密集型行业特点。

4. 区位优势

温州市是以中高档品牌服装生产企业为主体的产业聚集地，该市具有悠久制衣历史和深厚服装文化底蕴，资讯和销售网络发达，产业配套完整。长期以来，温州市政府将服装作为重要的支柱产业给予支持发展。截至2010年底，温州规模以上服装企业数量为313家，全市2010年服装行业产值达到620亿元，全市拥有以报喜鸟、法派、庄吉、乔顿、乔治白为代表的大型服装生产企业，形成了一批规模实力强、装备先进、工艺精良的制造企业集群。2010年10月，在上海环球金融中心举办的“全球高端男装发展论坛”上，温州“全球高端男装制造基地”的实力和地位得到广泛认同。

目前温州已经成为中国服装业五大产业集聚区域及浙江省三大服装基地之一，行业地位和影响力进一步巩固和提升。良好的外部发展环境，使得公司可以充分利用产业聚集地的信息优势、成本优势和产业链优势，实现规模效益。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制；按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会现有董事9名，其中独立董事3名。自上市以来，公司“三会”运作不断规范，内控体系不断完善。公司严格执行《股东大会议事规则》，历次股东大会的提案、召集、召开程序均合法有效。公司通过独立董事公开征集投票权、采用网络投票和现场投票相结合的表决方式等途径，有效促使更多股东参加会议行使其权利，有力保护了股东特别是中小股东的权益。

根据2011年4月公司公告的《关于公司内部控制的自我评估报告》，未来公司将进一步加强审计部门的监督作用，保障公司按经营管理层的决策运营，防止公司资产流失，切实保障股东权益；同时公司进一步健全全面预算制度，通过预算制度更好地落实成本费用控制，并及时做好预

算实施情况的分析、检查和考核工作。

总体来看，公司法人治理结构较为完善，管理运作规范。

2. 管理体制

目前公司实行“事业部—行政中心—部门”三级管理体系，按照报喜鸟、圣捷罗、皮具和女装事业部进行管理分类，设有研发中心、直营中心、特销中心等六大运营中心，下属信息部、人力资源部、企管部、财务部、证券部、总经理办公室、法律事务部和店铺管理部等职能部门。公司总部实行直属管理，对下面子公司派驻财务、管理人员，统一执行总部各项职能决策。

生产管理方面，公司按照生产流程特点设立了直属于生产中心管理的生产部、技术部、售后服务部和原材料管理部等职能部门，生产部还根据具体产品细分到生产班组（拉）。每年生产部会根据春秋两季订货会的情况初步安排全年生产任务，并根据样衣、量体定单、批量订单等不同产品类型交货周期进行精细化生产安排。公司注重产品质量控制，严格按照 ISO9001: 2000 质量管理体系标准进行质量管理，管理重心由产品质量控制向生产质量控制转移。在生产过程中，公司严格执行“三并重”（预防、把关、报告）、“三道防线”（原料检验、中间控制分析、出厂检验）进行生产全程质量控制，避免不合格品的产生。从实际执行情况看，公司平均产品合格率接近 100%。

财务管理方面，公司在内部设立了涵盖财务结算、财务处理等全流程的财务管理制度，并在内部形成专门的财务管理操作手册。公司本部对下属子公司实施资金统一管理，同时通过开展财务整顿、加强审计监督等措施，规范下属公司的财务行为。结合自身服装行业的特征，公司将财务结算管理的终端覆盖到直营店，所有资金结算和往来都由总部统一管理。公司月初和月末定期对加盟店进行资金结算，实行每月对账。

投资管理方面，目前公司将投资项目分为资本投资和实物投资两大类。对于资本投资，近年来公司的工作重点是通过股权收购进行多品牌化经营。根据不同的授权权限，公司资本投资主要是由相关部门结合公司战略、项目风险、投资回报、公司自身能力及资源分配等多方面因素进行考量后，由公司高层领导会商后报送董事会、股东大会批准。实物投资方面，目前公司投资重点主要集中在商铺投资上，根据公司经营规模扩大的发展现状，公司未来还会增加在商铺类资产上的投资力度。

销售管理方面，公司的营销网络实行扁平化管理，全国所有的加盟商都由公司总部直接管理，并且与公司总部进行系统联网。公司信息管理系统覆盖到所有销售网点，总部可了解到各个销售终端每一件库存商品现状以及每件商品销售情况。在营销网络扩张策略方面，根据公司在不同地区的市场占有率、品牌美誉度等因素，公司将全国市场划分为强势市场、成熟市场、潜力市场和弱势市场。公司采用“大力巩固强势市场、稳步提升成熟市场、充分挖掘潜力市场、逐步突破弱势市场”的区域拓展规划，通过在这四个市场采用不同的经营模式进行有重点、分层次的布局。2010 年以来公司加大了销售网络的开拓力度，通过“直营+有条件退货”方式，大力拓展加盟店，未来公司计划增加在二三线城市主力门店的店面个数，计划将 2010 年底的 700 余家门店数量在未来五年内增加一倍。

人力资源管理方面，公司在内部专门设立了一套人力资源信息管理系统，建立了覆盖公司整体的人力资源招聘、培训和管理的管理体系。公司针对不同的岗位、类别设立了不同的培训和招聘机制，在内部实行不同的绩效考核办法。对于基层员工，公司主要从量化方面进行生产方面的考核；中层员工方面，公司结合自己服装生产企业的特征，对店长以上级别的管理人员实行专门

招聘，通过薪金、超额奖励的措施进行管理；对于一般职能部门员工，公司结合具体岗位情况，分别设立了短期、中长期发展目标，实行相应的激励和考核机制。公司于 2007 年开始推行股权激励计划，对中高层管理人员实行股权激励，并于 2010 年 6 月完成了股权激励计划第一个行权期的行权事项，激励对象行权后均获得良好的收益回报，有效激励了中高层管理人员。

综合看，公司内部机制设置齐全，各项规章制度比较健全，管理运营状况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司产品主要为西服、衬衫、T恤等男士系列服饰产品，主要运营品牌为报喜鸟品牌、圣捷罗时尚品牌和宝鸟品牌。2007 年 IPO 前，公司经营模式全部为加盟模式；IPO 后，公司开始建设直营店，经营模式转化为“直营+加盟”并存的模式。2008 年 4 月，公司收购上海宝鸟 80% 股权¹，新增 60 万套西服产能和 70 万件衬衫产能，经营规模进一步扩大。

2007 年上市后，公司收入规模平稳增长，主营业务收入由 2008 年的 89,055.66 万元增长至 2010 年的 119,104.82 万元。如下表 5-1 和表 5-2 所示，公司主营业务中，西服（上衣和西裤）是最主要的收入和利润来源，占比约占全部收入和利润水平的一半。从毛利率方面看，除领带和 T 恤外，近三年各类产品毛利率均呈平稳增长态势。其中，上衣的毛利率由 2008 年的 53.02% 上升至 2010 年的 54.63%，西裤的毛利率由 2008 年的 46.27% 上升至 52.72%，主营业务毛利率由 2008 年的 49.74% 增长至 2010 年的 54.30%，主业盈利水平较高。

表 5-1 近三年公司主营业务情况 单位：万元

项目	2008 年	2009 年	2010 年
上衣	28,039.76	31,817.12	38,387.63
西裤	22,778.27	24,725.82	29,035.63
衬衫	8,065.61	12,197.33	11,828.46
T 恤	6,284.71	8,743.24	6,693.91
夹克衫	4,045.15	4,440.47	6,170.38
羊毛衫	4,944.46	5,430.86	5,895.96
皮衣	5,857.57	6,390.26	9,095.66
领带	892.09	1,233.35	921.88
其他	4,935.20	7,841.71	8,966.77
加工费	3,212.83	2,123.78	2,108.55
合 计	89,055.66	104,943.95	119,104.82

资料来源：公司年报。

表 5-2 近三年公司主营业务情况 单位：%

主要 产品	2008 年度			2009 年度			2010 年度		
	收入 占比	毛利 占比	毛利率	收入 占比	毛利 占比	毛利率	收入 占比	毛利 占比	毛利率
上 衣	31.49	33.65	53.02	30.32	31.49	53.50	32.23	32.42	54.63
西 裤	25.58	23.76	46.27	23.56	21.84	47.74	24.38	23.67	52.72
衬 衫	9.06	9.73	53.52	11.62	12.18	53.98	9.93	9.95	54.38
T 恤	7.06	7.66	54.08	8.33	8.57	52.96	5.62	5.57	53.85
夹克衫	4.54	4.52	49.55	4.23	4.29	52.24	5.18	6.36	66.69
羊毛衫	5.55	4.81	43.17	5.18	5.40	53.72	4.95	5.77	63.29
皮 衣	6.58	5.79	43.85	6.09	6.26	52.94	7.64	8.70	61.87

¹公司原持有上海宝鸟 20% 股权，2008 年 4 月收购上海宝鸟剩余 80% 股权，使其成为全资子公司，纳入当年合并范围。

领 带	1.00	1.42	70.69	1.18	1.98	86.79	0.77	1.06	74.19
其 他	5.54	6.00	53.92	7.47	6.82	47.00	7.53	5.62	40.54
加工费	3.61	2.65	36.61	2.02	1.17	29.73	1.77	0.88	26.87
主 营 业 务 毛 利 率	—	—	49.74	—	—	51.50	—	—	54.30

资料来源：公司年报。

2. 原料采购

目前公司主要采购的原料包括羊毛呢绒和棉布面料，由于有部分成衣外包业务，公司采购物料中还包括部分成衣商品，目前服装面料和成衣商品比例各占一半。每年公司会根据订货会订单情况，分四次进行大额采购，正常的面料库存可以维持 2~3 月的生产需求。从实际情况看，公司一般在每年年底前对下年度春夏季生产经营所需的原材料进行集中批量采购和产成品储备，加上为春节销售而储备库存商品，一般年末库存会大量增加。

公司注重原料质量控制，主要从国内大型专业面料供应商采购面料，并有部分高档面料从意大利、日本等国直接进口。目前公司主要原料供应商包括江苏阳光、山东如意、山东南山集团等，公司与上述供应商保持了良好的合作关系。羊毛面料结算方面，公司一般是货到 1~3 周内以现金付款。对于成衣采购，公司一般是采取 30% 预付，收到成衣检验合格后再进行尾款支付。

采购价格方面，如下表所示，近年来除羊毛衫和休闲裤外，大多数采购原料在 2009 年平均采购价格略有下降，2010 年后又小幅增长。近年来公司羊毛呢绒面料平均采购价格呈逐年上涨态势，目前已经处于历史价格高位，2011 年 6 月底达到了 21.45 万元/吨，仍有一定的上涨趋势。但相作为服装生产企业，由于销售定价机制较为灵活，公司可以通过提高销售价格消化采购成本。

表 6 近三年公司平均采购单价情况 单位：元/件

品类	2008 年	2009 年	2010 年
面料	81.82	72.93	82.64
外套	293	251.85	263
T 恤	143	144	166.3
羊毛衫	184	199	164.7
衬衫	82.92	82.58	92
休闲裤	102.4	110.34	112

资料来源：公司提供。注：此处面料为平均采购价格，不同种类还会有差异。

3. 设计生产

公司拥有单独的研发设计团队，并在温州、广州、上海和意大利设立了专门的研发设计中心。温州总部负责公司整体的设计思路；上海分部主要跟踪国内流行时尚趋势；意大利分部主要跟踪国际流行时尚趋势；广州分部主要调研广州地区生产加工厂情况。由于广州是我国服装加工的聚集地，公司在广州设立设计分部可近距离了解国内服装加工的主流趋势。

目前公司本部拥有西服年产能 30 万套，上海宝鸟拥有西服年产能 60 万套，衬衫年产能 70 万件。公司主导产品西服以自制生产为主，其余产品进行外包贴牌生产，外包生产使得公司可以调节外购数量来保证货源供应。公司拥有严格的供应商评估体系及采购产品质量控制制度，保证了产品质量的稳定性。从实际情况看，每年公司会结合春秋两次订货会的订单情况组织安排生产，生产计划一般是早于销售订单一季左右。根据服装行业的季节性特征，一般 3~4 月份是公司生产的淡季，4、5 月份之后生产逐步进入旺季，一般旺季的生产周期会持续到每年春节前。

表 7 2008 年~2010 年公司主要产品产销情况 单位: 件/套

产品	生产	2008 年度	2009 年度	2010 年度
上 衣	自制	576,827	587,992	694,411
西 裤	自制为主	987,456	1,084,326	1,170,045
衬 衫	自制为主	594,332	989,652	921,901
T 恤	外购	234,503	386,349	295,993
夹克衫	外购	76,503	91,179	79,854
羊毛衫	外购	176,376	181,770	163,455
皮 衣	外购	106,654	107,943	126,351
领 带	外购	72,907	167,441	154,731

资料来源: 公司提供。注: 此处数据为公司销量数据, 由于公司以订单生产为主, 产销量数据差距不大。

4. 市场销售

(1) 销售网络

公司的销售网络遍布我国主要一、二线城市, 已形成覆盖全国的销售网络。销售模式方面, 2007 年上市之前, 公司以加盟模式为主; 上市之后公司开始加大直营店网络建设, 经营模式转化为“直营+加盟”并存的模式。公司根据不同城市的具体情况确定适合的经营模式, 依靠多层次的营销网络, 近年来实现了网点的快速扩张。从 1997 年到 2010 年, 公司销售终端²数量迅速由 50 多家增加到 800 多家, 完成了公司品牌的开拓期和快速发展期。

如下表所示, 2009 年以来公司直营销售收入规模大幅增长, 2010 年实现直营销售收入 18,871.55 万元, 较上年增长 15.02%; 加盟商销售规模一直处于平稳增长态势, 近两年增长率维持在 10%左右。在职业服团购渠道方面, 与雅戈尔、罗蒙等公司以代理商渠道为主导开展业务的模式不同, 子公司上海宝鸟在全国拥有 30 多家直营办事处, 有利于充分执行公司销售政策。

表 8 近三年公司各类模式销售业务情况 单位: 万元

销售模式	2008 年度		2009 年度		2010 年度		收入同比增长率 (%)	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	09 年	10 年
批发销售	53,170.51	59.70%	59,627.32	56.82%	66,166.68	55.55%	12.14	10.97
直营销售	8,945.63	10.04%	16,406.72	15.63%	18,871.55	15.84%	83.40	15.02
团购销售	17,527.60	19.68%	23,414.33	22.31%	28,803.37	24.18%	33.59	23.02
出口加工	9,411.91	10.57%	5,495.57	5.24%	5,263.22	4.42%	-41.61	-4.23
合计	89,055.66	100.00%	104,943.95	100.00%	119,104.82	100.00%	17.84	13.49

资料来源: 公司提供。注: 批发销售即加盟商销售。

2009 年底以来, 随着公开增发募集资金的到位, 公司加大了销售网络开拓力度, 通过在各地购置店铺扩大销售终端数量, 相应投资额也大幅增长, 2010 年公司投资活动现金流出达到 7.58 亿元。公司商铺购置后除部分用作自营外, 部分出租给加盟商或另作出租用途。目前公司商铺均是以历史成本计价, 其实际市场公允价值高于账面价值。未来公司还会进一步通过购买商铺加大销售网络建设力度, 随着近年来国内房地产资产价格处于高位, 公司也面临着一定的资本支出压力。

从销售网络情况看, 目前公司目前还存在着如下关注因素: (1) 截至 2010 年末, 公司网点中, 主力店占比不足 10%。目前公司主力店在全国范围内覆盖面较小, 现有的营销终端难以有效辐射周边市场。(2) 2010 年底公司拥有报喜鸟品牌网点 715 个, 已经形成覆盖全国的营销网络, 但是网络布局国内发展不平衡, 其中东北、浙江等强势市场和成熟市场店铺数量较多, 而云南、贵州

² 公司销售终端除加盟店和直营店外, 还包括商场的销售网点等, 数目大于门店数量。

等弱势市场网点较少，区域发展不平衡影响了公司品牌知名度的进一步扩大。

与同行业上市公司相比，虽然公司销售毛利水平处于前列（见“行业分析”同业比较部分）。但相对于同样产品定位的七匹狼、九牧王和雅戈尔等企业，公司目前拥有店铺数量相对较少，销售网络覆盖率仍有待进一步提升。近年来各家服装企业均加大了销售网络拓展力度，在竞争对手也不断成长的情况下，公司销售网络的拓展力度需要进一步加快。

表 9 2010 年国内主要服装上市公司比较情况

公司	2010 年末店铺数量	2010 年度服装收入（亿元）
森马服饰	6,683	58.19
美邦服饰	3,659	74.97
七匹狼	3,525	20.42
九牧王	2,710	16.70
雅戈尔	2,145	60.39
报喜鸟	856	11.91
步森股份	763	5.35
凯撒股份	290	3.74

资料来源：联合评级搜集整理。

销售结算方面，公司与加盟商结算主要以现金方式进行，加盟商需要预付 30% 的货款，剩余货款在交货后 1~3 月内付清。为提高加盟商的销售积极性，2010 年公司将原来的加盟商买断货品政策优化为加盟商买断货品并允许退货的销售政策，即加盟商“买断货品+一定比例退货”政策，其特点如下：①允许加盟商选择一定的退货率从公司订货，并以约定的退货率对应的货品买断折扣率作为订货价格依据。退货率越低，价格折扣率越高；②加盟商退货款可作为下次订货的款项，一般不直接退还。加盟商应于销售季节结束后 3~6 个月内办理退货，逾期不予受理。

（2）品牌建设

品牌方面，公司积极实施“多品牌、多系列”品牌经营策略。多品牌方面，公司拥有报喜鸟品牌、圣捷罗品牌，子公司上海宝鸟拥有职业服团购品牌宝鸟和高级定制品牌卡尔博诺，控股子公司比路特时装运营大公鸡品牌，控股子公司欧爵服饰在中国区域运营 Maurizio Baldassari（巴达萨利）品牌。另外，公司还购买了 TOMBOLINI 品牌在中国境内（包括香港、澳门、台湾）的注册商标，并于 2011 年开始运营。多系列方面，报喜鸟品牌按目标消费群体的不同着装需求进一步细分为尊贵（经典）系列、高贵（商务）系列、新锐系列等八大系列。

截至 2010 年末，公司拥有报喜鸟品牌网点 715 个，圣捷罗时尚网点 141 个，已经覆盖全国大多数省市自治区。同时，公司控股的比路特时装在我国三四线城市拥有 200 多家店铺；欧爵服饰在全国一线城市的一线商场拥有近 30 家 Maurizio Baldassari³ 品牌直营专柜。

如下表所示，公司所在的中高档男士西服和休闲服领域竞争较为激烈。联合评级注意到，从品牌建设方面看，目前除了“报喜鸟”品牌外，公司其余的服装品牌知名度还有待进一步提升。相对于雅戈尔、蓝豹和希努尔等中高端男士西服生产企业，公司客户群主要定位于二三线城市的富裕阶层，对一线城市的中高端消费群体开拓力度有待提升。目前公司购买了部分海外品牌注册权，由于国外男装中高端品牌众多，相应品牌（如高端的 Hugo Boss、Giorgio Armani，中端的 Mark Fairwhale 等），已经获得一定的知名度和忠实客户群，公司对所收购的海外品牌的运作情况有待关注。

³ Maurizio Baldassari（巴达萨利）是意大利高档商务休闲品牌，2010 年公司获得其品牌使用权，由控股子公司欧爵服饰运营。

表 10 公司品牌及相关竞争情况

品牌名称	定位	同业竞争情况	备注
报喜鸟	中高端男式西服	中档市场竞争对手是庄吉、法派；较高档市场竞争对手为雅戈尔、威克多、蓝豹、创世、卡尔丹顿等。	竞争对手营销网络主要布局在一线城市核心商圈，竞争激烈，公司营销网络遍布主要一、二线城市
圣捷罗	中高档休闲服装	竞争对手较多，包括七匹狼、大杨创世、雅戈尔、柒牌等	与一般中高档休闲品牌主要布局一线城市不同，圣捷罗品牌主要覆盖二、三线城市，充分抓住我国二、三线城市经济增长带来的中高档休闲服饰市场机遇。
宝鸟&卡尔博诺	团购服装和高级定制服装	团购市场竞争激烈，下游客户主要是银行、政府等大型机构，客户关系渠道重要	目前公司拥有包括中国银行、中国移动等多家团购合作客户
其他品牌 Maurizio Baldassari, Tombolini	国外中高端品牌	竞争主要来自于一线城市的中高端品牌	公司主要通过购买海外品牌注册权，实现多品牌市场营销

资料来源：联合评级搜集整理。

销售定价方面，公司主要是结合市场竞争和产品定位情况进行定价，对于主导产品报喜鸟西服，为保证产品的中高端定位，公司很少进行打折。目前公司的销售市场主要集中在华东地区、东北地区，上述两地占公司销售总额比例超过 45%，且呈稳定增长态势。2010 年以来，公司在西北地区 and 西南地区实现了快速增长，两地占公司总收入比例接近 20%；公司在华北地区和中南地区的销售收入占比相对较小。

5. 经营效率

近三年公司应收账款周转次数分别为 8.92 次、8.49 次和 6.10 次，存货周转次数分别为 2.35 次、1.76 次和 1.69 次，总资产周转次数分别为 0.94 次、0.68 次和 0.55 次，三大指标均呈现了逐年下降的态势。周转率下降的原因是公司将过去实行的加盟商货品买断政策优化为以“买断+比例退货”的经营模式，加大了加盟商的赊销信用额度，致使应收账款增加。如下表所示，公司各项周转率指标在同行业处于较低水平，整体经营效率有待进一步提升。

表 11 2010 年我国主要服装生产企业经营效率情况

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
七匹狼	7.80	3.68	0.97
报喜鸟	6.51	1.74	0.55
凯撒股份	6.28	1.36	0.59
希努尔	14.54	2.57	0.61
步森股份	6.88	4.81	1.31
大杨创世	12.31	5.53	0.95
九牧王	19.85	1.90	1.16

资料来源：wind 资讯。注：本报告同业比较数据是从 wind 引用，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

6. 投资项目

2011 年 5 月，公司通过了 2011 年公开增发 A 股方案的议案，计划发行增发不超过 5,000 万股 A 股股票。本次募集资金全部投资于公司营销网络优化建设项目，项目计划总投资 155,000 万元，其中计划以本次增发募集资金投入不超过 150,000 万元。项目内容为建设 280 家店铺，包括 180 家报喜鸟品牌主力店和 100 家圣捷罗品牌主力店。目前该项目已在浙江省温州市永嘉县发展与改革委员会备案。

表 12 增发投资项目概况

项目名称	投资额	建设周期	财务评价
营销网络优化建设项目	总投资 155,000 万元，固定资产投资为 143,000 万元，流动资金 12,000 万元	2 年（力争在 2011 年 9 月底前取得中国证监会批文并发行。项目待批准后于 2011 年 4 季度开始实施，两年内完成）	实现年均销售收入 98,300.16 万元，年均利润总额 31,640 万元。投资税后财务内部收益率为 15.36%；投资回收期（含 2 年建设期，税后）为 7.37 年，产量盈亏平衡点为 36.54%。

资料来源：公司提供。

根据浙江省发展规划研究院提供的项目可行性研究报告，本次募集资金投资项目建设期为 24 个月，项目建成后可实现年均销售收入 98,300.16 万元，年均利润总额 31,640 万元；财务净现值（基准收益率为 12%）25,175.50 万元，投资净利润率（正常年）为 16.78%，项目的经济效益良好，具有较强的抗风险能力。联合评级认为，本次增发若能顺利获批，将进一步丰富公司营销网络层次，加快市场扩张速度，提高公司的盈利能力和可持续发展能力。目前公司增发尚待中国证监会核准，存在一定的不确定性。

7. 未来发展

根据公司《战略规划设计报告（2008~2012）》，未来公司将以建设“主业突出、品牌知名、业务多元”的品牌服装企业为发展战略目标，打造具有民族特色的国际品牌为品牌发展目标。公司将在“强直营、开大店、推系列”的品牌发展战略基础上，推行“优化营销网络，提升品牌实力”战略指导思想，逐步将发展驱动力由毛利率驱动向毛利率和营销网络规模扩张双轮驱动优化，将外延式扩张和内涵式发展相结合实现纵横国内中高档品牌服装市场。

销售网络建设方面，公司将积极推动加盟商和公司一起实现“二次创业”，鼓励加盟商实施“巨人计划”，即鼓励加盟商一人开多店，县级城市网点优先由地级加盟商开设。为加强与优秀加盟商的合作关系，提高和巩固加盟商的竞争优势，公司将通过对部分优秀加盟商实施财务资助，帮助加盟商取得店铺，并约定在 15 年左右的时间内将该店铺用于开设报喜鸟品牌专卖店。由此公司将获得稳定终端，与加盟商的关系也更稳固。

为支持上述销售网络的拓展，目前公司已经投资运行的两大项目分别为连锁营销网络升级项目和自动化物流配送中心项目，上述项目已经于 2011 年初步建成，对公司利润增长形成有效支撑。随着项目的逐步投入运营，未来经营规模有望进一步扩大，盈利能力将继续提升。根据业务规模的扩展情况，预计 2011 年~2013 年公司零售额将以 20%~30% 的速度保持增长，相应带动营业收入和利润水平相应增长，净利润水平将由 2010 年的 2.28 亿元增长至 2011 年的 2.70 亿元，2012 年后有望超过 3 亿元。

从实际情况看，近年来公司保持较为平稳的发展态势，近三年收入和利润平均增长率维持在 15% 左右。2010 年以来，公司完善制定了销售网络建设计划，决定把销售网络进一步向二三线城市扩大。此次增发项目若能顺利实施，公司未来业务规模有望进一步扩大，销售收入增长率有望得以提升，业绩指标也有望得以实现。但由于增发项目存在一定的不确定性，如果此次增发存在障碍，公司的 15 亿元投资将通过自筹资金或借款完成，公司可能会面临一定的资本支出压力。如

果此次公司债券能发行成功，将会在一定程度上缓解项目投资的资金压力。

总体来看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着公司连锁营销网络升级项目和自动化物流配送中心项目的逐步投入运营，公司营销网络将进一步扩大，公司现有整体竞争力有望进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008 年~2010 年度合并财务报表已经立信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，2010 年公司合并范围与上年相比新增合并单位 5 家，均为投资新设，因生产经营需要注销全资子公司 1 家，上述合并范围变化未涉及到主营业务变更，公司近三年财务可比性强。

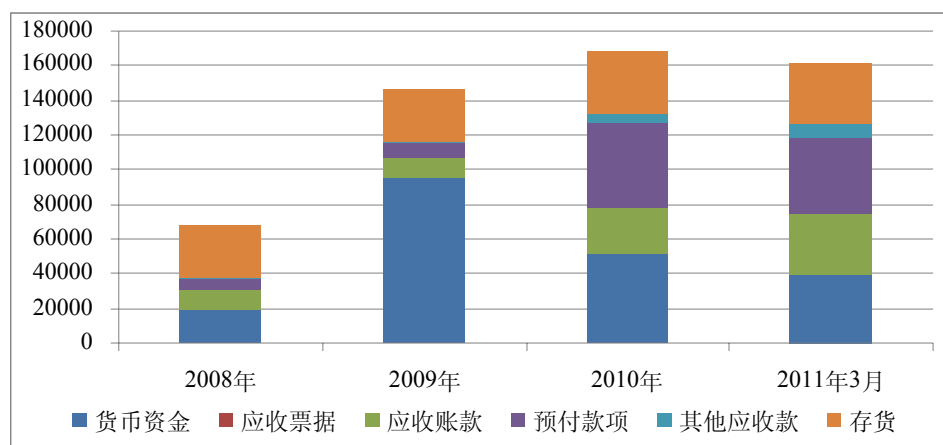
截至 2010 年底，公司合并资产总额 257,866.86 万元，负债合计 71,416.98 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 186,449.88 万元；2010 年公司实现营业收入 125,775.34 万元，净利润（含少数股东损益）24,262.53 万元；经营活动产生的现金流量净额 30,031.78 万元，现金及现金等价物净增加额-43,739.95 万元。

截至 2011 年 3 月底，公司合并资产总额 263,731.86 万元，负债合计 72,199.76 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 191,532.10 万元；2011 年 1~3 月公司实现营业收入 35,052.04 万元，净利润（含少数股东损益）3,489.58 万元；经营活动产生的现金流量净额-3,021.55 万元，现金及现金等价物净增加额-12,845.38 万元。

2. 资产质量

2008 年~2010 年公司资产总额以 44.95%的年均增长率快速增长，2010 年底公司资产总额合计 257,866.86 万元，其中流动资产占 65.39%，其余为非流动资产，流动资产占比较高。

图 5 2008 年~2011 年 3 月公司流动资产构成变化 单位：万元



资料来源：公司年报及一季报。

流动资产

2010 年底公司流动资产合计 168,606.60 万元，较年初增长 14.67%，增幅不大。流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货。

2009 年底公司增发资金到位，使得公司货币资金较 2008 年大幅增加，2010 年公司按计划将募集资金陆续使用，货币资金规模较上年大幅回落。从货币资金的构成上看，2010 年底公司货币资金以银行存款为主。

公司应收账款主要是应收加盟商的销售款。随着业务规模的扩大,以及 2010 年以来为支持加盟商发展所提供的赊销政策有所宽松,近年来公司应收账款呈快速增长趋势。2010 年底公司应收账款净额 26,404.73 万元,较上年增长 116.21%。从账龄结构来看,最近三年公司账龄在 1 年以内的应收账款占比基本稳定在 90%左右,应收账款的资产质量较高。公司严格按会计政策计提了坏账准备,2010 年底公司应收账款坏账准备合计 1,835.99 万元。公司与加盟商业务关系相对稳定,从最近三年回款情况来看,公司应收账款的回收基本有保障,坏账风险较小。

随着公司生产销售规模的扩大,存货规模也逐年增长。近三年公司存货年均增长率为 10.74%,截至 2010 年底公司存货净额 36,001.27 万元,较年初增长 19.72%。从存货构成上看,最近三年公司存货以库存商品和原材料为主,2010 年公司库存商品和原材料在存货中的占比分别为 67.90%和 20.14%,其他存货主要为在产品和委托加工物资。根据存货构成特点,公司对存货跌价准备的计提集中在库存商品,2010 年底公司计提存货跌价准备 1,240.58 万元,其中库存商品跌价准备 983.56 万元。结合生产经营及销售实际情况看,公司跌价准备充分,存货质量较高。

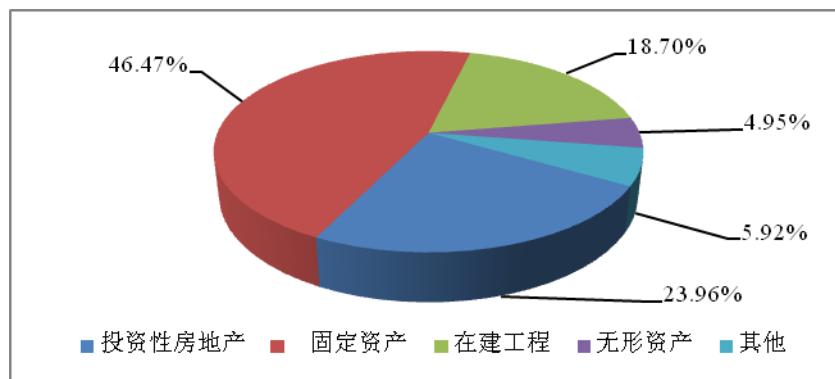
根据 2009 年增发募集资金使用计划,2010 年公司利用募集资金及自有资金预付了较大规模的店铺购置款,使得公司预付款余额大幅增长。截至 2010 年底,公司预付款项余额为 48,784.55 万元,较 2009 年末增长 518.63%。公司预付账款以 1 年以内为主。

2010 年底,公司其他应收款 5,475.71 万元,较上年大幅增长 266.01%,主要系公司为进一步拓展营销渠道,加大了对优秀加盟商的扶持力度,给予加盟商一定的财务资助所致。

非流动资产

2010 年底公司非流动资产 89,260.26 万元,较上年增长 71.47%,主要来自于投资性房地产、固定资产及在建工程的增加等。

图 6 2010 年公司非流动资产主要项目构成情况



资料来源:公司年报。

为适应业务扩张的需要,近年来公司积极购置店铺获取店铺资源。2010 年内公司新增购置房屋 21,430.15 万元,其中因出租用途的转入投资性房地产 5,737.07 万元。截至 2010 年底,公司固定资产原值达到 59,883.86 万元,较上年增长 36.84%。固定资产中,房屋建筑物占比 64.29%,各项设备及运输工具占比 35.71%。截至 2010 年底,公司累积计提折旧达到 18,392.31 万元,固定资产整体成新率为 69.29%。

近三年公司投资性房地产平稳增长,年均增长率达到 32.85%。公司投资性房地产是以成本模式进行确认和计量,从实际情况看,很多商铺购置较早,目前市场价值已远高于账面价值,该部分房地产存在较大升值空间。截至 2010 年底,公司投资性房地产账面净值为 21,390.82 万元,较上年 37.45%,2010 年账面价值的增长主要来自于固定资产的转入。

截至 2010 年底,公司在建工程余额为 16,689.27 万元,较上年大幅增长,主要来自于 2010

年公司购建上海长宁办公楼；公司无形资产 4,419.20 万元，主要是土地使用权（占比 99.09%）。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额为 263,731.86 万元，较年初增长 2.27%，资产构成中流动资产除货币资金因募投项目资金投入相应减少外，其他流动资产较 2010 年底变化不大；非流动资产中，2011 年一季度长宁办公楼完工由在建工程结转入固定资产，固定资产相应有所增加，其余非流动资产项目较年初变动不大。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，资产结构合理，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

近三年公司负债规模波动增长，年均增长率达到 12.48%，2010 年底公司负债合计 71,416.98 万元，其中流动负债占 81.67%，非流动负债占 18.33%，公司负债结构以流动负债为主。

2010 年底公司流动负债合计 58,326.65 万元，流动负债主要为短期借款（占 16.29%）、应付账款（占 31.46%）、预收款项（占 26.74%）和应缴税费（占 13.06%）。

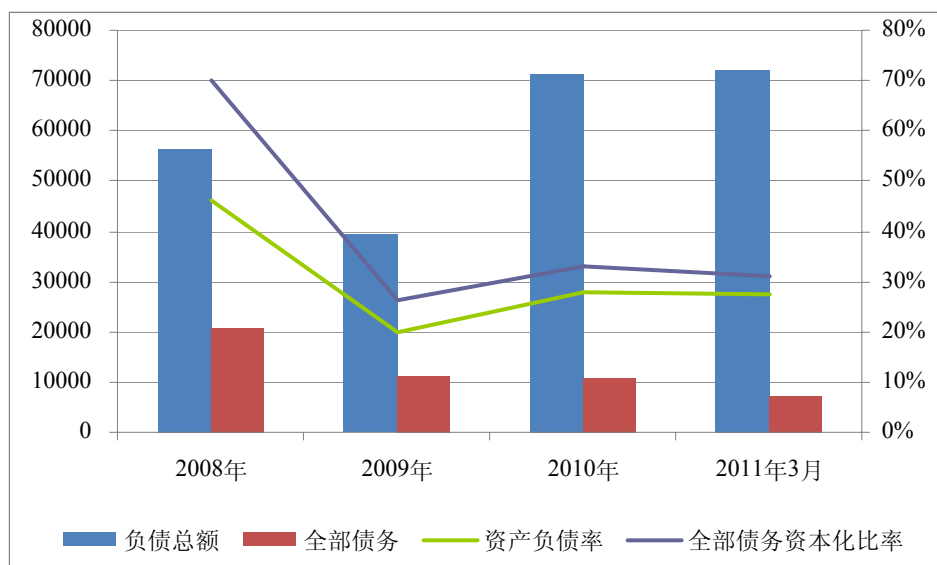
2010 年底公司短期借款 9,500 万元，较年初变动不大，主要为抵押借款和保证借款。

公司应付账款主要为原材料以及应付购房款，2010 年底应付账款达到 18,348.53 万元，较上年增长 95.25%。应付账款增长来自于两大方面：①2010 年公司购入上海市长宁区的房产用作办公和厂房，应付款项增加；②2010 年公司增加购置店铺数量，使得店铺购置尾款规模增长。

公司主要通过加盟商销售来实现业务收入，加盟商在下达订单后，向公司缴纳一定数额的预付款，这部分预付款是公司预收账款的主要形成来源。2010 年公司经营规模扩大，预收加盟商订货款规模随之增长，2010 年底公司预收账款 15,595.15 万元，较上年增长 44.92%。

2008 年~2009 年公司一直保持较小规模的非流动负债。2010 年底公司非流动负债为 13,090.34 万元，较上年增长 896.58%，大幅增长的主要原因是由于公司本年销售策略改变，将原来加盟商买断货品政策优化为加盟商买断货品并允许加盟商采取一定比例的退货政策，从会计谨慎性角度考虑，公司按比例计提了 11,904.77 万元的预计负债，使得公司非流动负债大幅增长。

图 7 2008 年~2011 年 3 月公司负债情况变化



资料来源：公司年报、一季报。

截至 2011 年 3 月底，公司负债合计 72,199.76 万元，较年初略有增长，负债结构与年初相比变化不大，依然以流动负债为主。

2008年~2010年公司负债总额波动增长，但增幅有限，全部债务呈下降趋势，整体看公司债务压力较小。2010年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为27.70%、5.39%和0%，均处于较低水平。2011年3月底，公司资产负债率水平略有下降，负债水平变化不大。

所有者权益

2009年底公司公开增发资金到账，使得实收资本及资本公积项目较2008年大幅增长；2010年6月，公司实施股票期权激励计划，由63名股票期权激励对象行权，增加注册资本人民币406.75万元⁴，变更后注册资本为29,374.75万元。截至2010年底，公司所有者权益合计186,449.88万元，其中归属母公司所有者权益占比99.22%。归属于母公司所有者权益中，资本公积和未分配利润占比较高，2010年底分别占归属母公司所有者权益的49.92%和30.14%。

截至2011年3月底，公司所有者权益合计为191,532.10万元，较年初小幅增长2.27%，所有者权益结构较年初变化不大。

2011年5月，公司通过了2011年公开增发A股方案的议案，计划发行增发不超过5,000万股A股股票。如若此次增发能顺利获批，公司所有者权益规模将进一步得以提升，现有负债结构得以进一步优化，负债水平也望有所下降。

4. 盈利能力

随着近三年公司业务规模的逐步扩大，其盈利能力相应平稳增长。2010年公司实现营业收入125,775.34万元、净利润24,262.53万元，分别较上年增长15.19%和31.16%，净利润的增长幅度远大于收入的增长幅度。从近三年增长趋势上看，公司净利润年均增长速度（40.41%）一直高于收入年均增长速度（15.80%），反映出公司盈利增长质量较高。

从期间费用情况上看，随着公司业务规模的扩大，公司的销售费用和管理费用呈逐年增长态势，年均增长率分别为10.91%和24.12%，财务费用由于公司利息收入规模的增长呈快速下降趋势，2010年公司财务费用为-644.38万元。从费用收入比上看，公司最近三年费用收入比相对稳定，平均水平约在29.81%，处于较高水平，费用控制水平有待进一步提升。

从盈利指标看，受2009年以来公司所有者权益增长的影响，公司净资产收益率逐年下降，三年分别为20.51%、16.38%和14.02%；从主营业务毛利率上看，公司主营业务毛利率呈增长趋势，2010年公司主营业务毛利率达到54.30%，处于历史最好水平。

如下表，从同行业比较情况看，公司销售毛利率远高于行业平均水平，仅次于九牧王；销售期间费用率稍高于行业平均水平；净资产收益率低于行业平均水平。从实际情况看，公司服装主业盈利能力较强；由于2010年来加大销售网络扩展，加之实施期权激励政策费用支出有所增长，使得销售期间费用率指标高于行业平均水平；由于2009年增发带来权益规模增长较快，使得公司净资产收益率近年来有所下降，但从实际情况来看，公司主业盈利能力处于行业较高水平。

表 13 2010 年服装行业上市公司盈利指标比较 单位：%

证券简称	净资产收益率	销售毛利率	销售期间费用率
七匹狼	19.06	41.60	21.64
报喜鸟	14.09	54.19	29.08
美邦服饰	23.98	45.41	32.02
凯撒股份	11.33	48.81	26.33

⁴公司采用Black-Scholes（布莱克—斯科尔斯）模型计算期权费用，会计处理上，股权激励计划摊销到各年度的费用系公司按照权益工具在授予日的公允价值，将取得的职工服务计入管理费用，同时增加资本公积。

希努尔	12.46	38.88	21.44
搜于特	9.82	34.82	15.16
森马服饰	66.58	35.79	11.76
步森股份	22.82	27.87	16.48
九牧王	50.32	55.56	29.60
上述平均值	25.61	42.55	22.61

资料来源：wind 资讯。注：由于雅戈尔和杉杉其他业务板块占比较大，此处不列入评价指标。

进入 2011 年一季度，公司保持着良好的业绩增长态势。2011 年一季度实现营业收入 35,052.04 万元和净利润 3,489.58 万元，分别较上年同期增长了 40.96%和 114.34%，利润增长水平远高于收入增长。

总体看，近三年公司收入和利润规模平稳增长，盈利状况不断提升，整体盈利能力较强。未来随着募投项目逐步建成达产，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

2008 年~2010 年公司经营活动现金流入持续增长，2010 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 30,031.78 万元，较 2009 年增长 11.96%。近三年现金收入比维持在较高水平，2010 年为 124.90%，收入实现质量较高。

表 14 2008 年~2011 年 3 月公司现金流情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	年均增长率 (%)	2011 年 1~3 月
经营活动现金流入(万元)	122,078.83	125,607.87	161,498.06	15.02	38,498.39
经营活动现金流出(万元)	104,873.15	108,024.04	131,466.29	11.96	41,519.94
经营活动产生的现金流量 净额(万元)	17,205.68	17,583.83	30,031.78	32.12	-3,021.55
投资活动产生的现金流量 净额(万元)	-28,332.79	-7,663.72	-75,550.69	63.10	-8,200.38
筹资活动产生的现金流量 净额(万元)	-841.52	67,023.80	1,778.97		-1,623.45
现金及现金等价物净增加 额(万元)	-11,968.62	76,943.91	-43,739.95	90.78	-12,845.38

资料来源：公司年报、一季报

投资活动方面，近年来公司加大了销售渠道的拓展和升级力度，使用自有资金和增发募投资金购置店铺进行店面建设，投资支出相应增加。2010 年公司投资活动现金流出合计达到 75,775.07 万元，较上年大幅增长 807.15%，其中投资支付的现金达到 57,335.65 万元。由于公司投资活动流入现金的规模较小，使得 2010 年公司投资活动现金流呈现净流出状态，为-75,550.69 万元。

从筹资活动来看，2009 年公司成功完成增发，相应筹资现金流入增长较快；2010 年公司筹资活动现金流入主要为取得银行短期借款所收到的现金，筹资现金净流入相应较 2009 年下降较快。由于近年来公司加大了商铺投资力度，投资额度较大，相应筹资活动前现金流量净额由 2009 年的 9,920.11 万元减少至-45,518.91 万元，目前经营活动现金尚不能够覆盖投资支出，公司对外筹资依赖性较大。

2011 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3,021.55 万元，经营现金流呈现净流出状态，主要是由于公司当期原料采购金额较大；投资活动产生的现金流量净额为-8,200.38 万元，主要来自于购建固定资产支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为-1,623.45 万元，主要来自于偿还债务支付的现金。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，收入实现质量较高；2010 年以来公司加大了销售网

络建设投入，相应投资支出较大，目前公司经营活动产生的现金流量净额尚不能够满足投资需求，仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

近三年来公司流动比率和速动比率有所波动，2010年底分别为2.89和2.27，指标处于较高水平；公司现金短期债务比为4.89倍，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2010年公司EBITDA利息倍数为96.35倍，较上年大幅上升，主要是由于公司利息支出规模减少所致；2010年公司EBITDA全部债务比为3.24倍，处于较高水平。整体看，公司目前实际有息负债水平不高，长期偿债能力较强。

如下表，从同行业比较情况看，不考虑2010年刚上市的凯撒股份、希努尔和搜于特三家企业，公司流动比率、速动比率和经营净现金流 / 负债合计指标在同行业处于较高水平；公司资产负债率在同行业也处于较低水平。

表 15 2010 年服装行业上市公司偿债指标比较 单位：%

证券简称	流动比率	速动比率	经营净现金流 / 负债合计	资产负债率
七匹狼	1.78	1.27	0.34	31.66
报喜鸟	2.89	2.27	0.42	27.70
美邦服饰	1.09	0.60	-0.20	61.21
凯撒股份	14.55	11.07	-0.77	5.49
希努尔	7.42	6.37	0.21	19.90
搜于特	8.89	8.20	0.28	10.88
森马服饰	1.76	1.08	0.53	43.38
步森股份	1.42	1.05	0.16	54.13
九牧王	1.58	0.85	0.29	38.72
上述平均值	4.60	3.64	0.14	32.56

资料来源：wind 资讯。

总体看，目前公司整体偿债能力较强。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至2011年3月底，公司获得银行授信额度总额为76,534万元，尚未使用的银行授信额度总额为29,767万元。公司作为A股上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

本期拟发行公司债额度为60,000万元，募集资金拟用于偿还银行借款12,000万元。从实际情况看，截至2011年一季度末，公司债务总额为7,100.00万元，本次债券的发行将使得公司有息负债规模有一定程度的上升。以2011年一季度末数据为基础，在不考虑其他因素（偿还部分借款）的情况下，本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.84%、25.94%和23.85%，仍处于较低水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2010年底相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行60,000万元公司债的保护倍数分别为0.57倍、2.69倍和0.50倍。总体看，上述三项指标对本期债券的覆盖程度正常。

公司近年来经营业绩稳定，随着2011年以来公司连锁营销网络升级项目和自动化物流配送中

心项目的投入运营，公司盈利能力有望得以继续增强，对本期债券的偿还能力会有所提高。

至 2010 年底，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

综合来看，本期债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

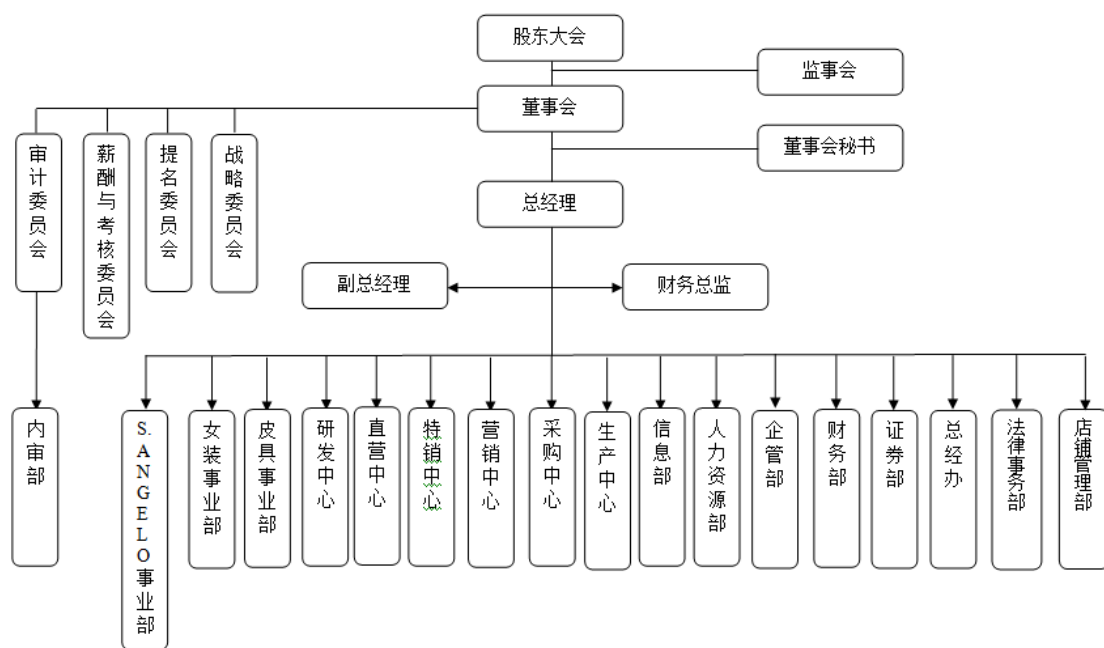
十、综合评价

浙江报喜鸟服饰股份有限公司作为国内主要的服装生产企业之一，近年来坚持内涵式扩展路线，门店数量和销售规模逐年增长，盈利能力稳步提升。2009 年以来公司加大了销售网络拓展力度，从扩大销售终端数量、改善与加盟商合作方式两方面加快销售网点扩张。联合评级同时也关注到服装行业竞争激烈、原料成本上升、公司销售网络覆盖率相对较小等因素对公司产生的不利影响。

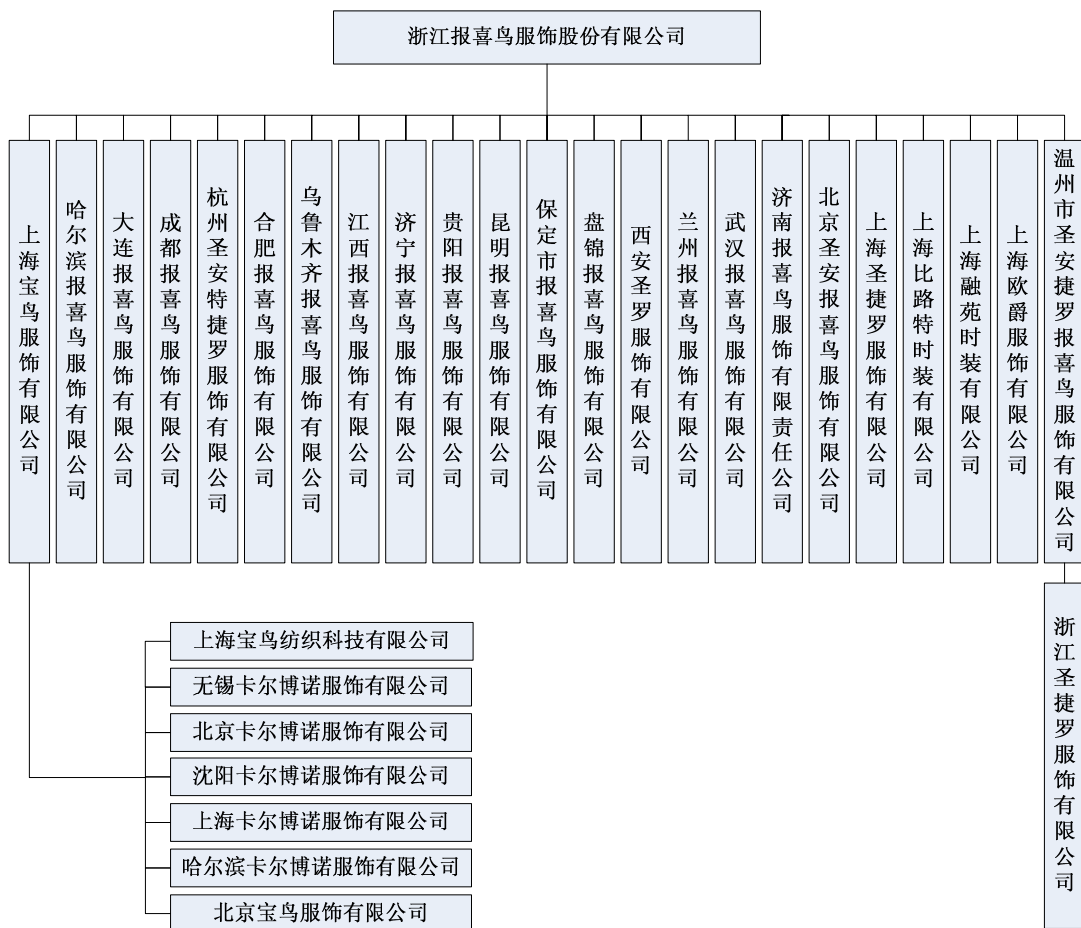
2009 年 11 月，公司顺利完成公开增发，整体竞争力进一步提升。目前公司资产规模中等，资产质量及现金流状况良好，盈利能力和偿债能力较强，债务负担较轻。2011 年 5 月，公司已经启动第二次增发事项。未来公司将继续加大在自主服装品牌领域的投资力度，提高产品附加值，并积极通过设立区域代理商扩大产品营销网络。随着公司经营规模的进一步扩大，盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合来看，本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

附件 1 浙江报喜鸟服饰股份有限公司组织结构图



附件 2 下属子公司情况



附件 3-1 浙江报喜鸟服饰股份有限公司
2008 年~2011 年 3 月公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：					
货币资金	19,623.01	95,337.41	51,940.35	62.69	39,094.97
交易性金融资产					
应收票据		30.00			
应收账款	12,031.10	12,212.53	26,404.73	48.15	35,935.65
预付款项	4,880.86	7,885.94	48,784.55	216.15	44,009.43
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2,011.01	1,496.06	5,475.71	65.01	7,559.00
存货	29,356.52	30,071.38	36,001.27	10.74	35,079.93
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	67,902.50	147,033.32	168,606.60	57.58	161,678.98
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					346.29
投资性房地产	12,119.13	15,563.05	21,390.82	32.85	28,322.70
固定资产	34,335.54	28,366.69	41,475.44	9.91	60,482.13
在建工程	969.20	32.51	16,689.27	314.97	2,341.71
工程物资					
固定资产清理					15.52
无形资产	3,971.56	4,598.54	4,419.20	5.49	4,546.50
开发支出					
商誉	1,326.87	1,369.93	1,295.40	-1.19	1,295.40
长期待摊费用	1,508.45	1,095.46	688.19	-32.46	746.33
递延所得税资产	604.76	1,028.76	3,301.94	133.66	3,956.29
其他非流动资产					
非流动资产合计	54,835.50	52,054.94	89,260.26	27.58	102,052.87
资产总计	122,738.00	199,088.26	257,866.86	44.95	263,731.86

附件 3-2 浙江报喜鸟服饰股份有限公司
2008 年~2011 年 3 月底公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：					
短期借款	16,500.00	9,450.54	9,500.00	-24.12	6,500.00
交易性金融负债					
应付票据	4,289.48	1,497.68	1,115.00	-49.02	600.00
应付账款	11,130.58	9,397.61	18,348.53	28.39	22,204.88
预收款项	15,092.24	10,761.31	15,595.15	1.65	13,076.54
应付职工薪酬	1,952.50	2,173.61	3,976.43	42.71	2,182.61
应交税费	4,772.64	3,637.91	7,616.76	26.33	5,489.77
应付利息	33.74	15.32	14.98	-33.37	11.00
应付股利					
其他应付款	1,232.32	1,231.16	2,159.79	32.39	3,236.69
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	55,003.51	38,165.14	58,326.65	2.98	53,301.48
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债			11,904.77		17,740.70
递延所得税负债	1,288.25	1,189.53	1,087.57	-8.12	1,062.08
其他非流动负债	154.00	124.00	98.00	-20.23	95.50
非流动负债合计	1,442.25	1,313.53	13,090.34	201.27	18,898.28
负债合计	56,445.76	39,478.67	71,416.98	12.48	72,199.76
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	19,200.00	28,968.00	29,374.75	23.69	29,374.75
资本公积	18,415.00	87,305.94	92,352.15	123.94	92,474.80
减：库存股					
盈余公积	3,583.14	5,246.97	7,524.33	44.91	7,524.33
未分配利润	25,094.10	38,088.67	55,752.11	49.05	59,364.89
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	66,292.24	159,609.58	185,003.35	67.05	188,738.77
少数股东权益			1,446.53		2,793.33
所有者权益合计	66,292.24	159,609.58	186,449.88	67.71	191,532.10
负债和所有者权益总计	122,738.00	199,088.26	257,866.86	44.95	263,731.86

附件 4 浙江报喜鸟服饰股份有限公司

2008 年~2011 年 3 月公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率	2011 年 1~3
一、营业收入	93,794.18	109,185.05	125,775.34	15.80	35,052.04
减: 营业成本	48,124.30	53,356.35	57,616.54	9.42	14,530.31
营业税金及附加	695.81	1,110.00	1,656.63	54.30	520.98
销售费用	16,894.22	19,275.43	20,782.94	10.91	8,923.58
管理费用	10,671.62	13,011.29	16,439.72	24.12	5,497.87
财务费用	762.93	636.69	-644.38		10.43
资产减值损失	-70.72	658.74	1,657.47		807.27
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)					
投资收益 (损失以 “-” 号填列)					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以 “-” 号添列)					
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	16,716.02	21,136.55	28,266.42	30.04	4,761.60
加: 营业外收入	599.67	1,060.41	1,248.11	44.27	160.73
减: 营业外支出	726.11	88.74	149.46	-54.63	33.77
其中: 非流动资产处置损失	8.63	14.02	20.50	54.17	20.97
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	16,589.58	22,108.22	29,365.08	33.04	4,888.56
减: 所得税费用	4,283.48	3,609.82	5,102.54	9.14	1,398.98
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	12,306.10	18,498.40	24,262.53	40.41	3,489.58
其中: 归属于母公司所有者的净利润	12,290.50	18,498.40	24,286.00	40.57	3,612.78
少数股东损益	15.60	0.00	-23.47		-123.20
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.64	0.74	0.83	13.88	0.12
(二) 稀释每股收益	0.64	0.73	0.81	12.50	0.12
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	12,306.10	18,498.40	24,262.53	40.41	3,489.58
归属于母公司所有者的综合收益总额	12,290.50	18,498.40	24,286.00	40.57	3,612.78
归属于少数股东的综合收益总额	15.60		-23.47		-123.20

附件 5-1 浙江报喜鸟服饰股份有限公司
2008 年~2011 年 3 月公司合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率	2011 年 3
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	120,258.59	123,036.33	157,091.54	14.29	37,586.50
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	1,820.25	2,571.54	4,406.52	55.59	911.89
经营活动现金流入小计	122,078.83	125,607.87	161,498.06	15.02	38,498.39
购买商品、接受劳务支付的现金	59,666.75	56,919.06	68,413.15	7.08	17,229.22
支付给职工以及为职工支付的现金	13,178.06	16,621.69	21,165.02	26.73	8,054.09
支付的各项税费	9,823.72	15,968.33	19,216.50	39.86	9,586.79
支付其他与经营活动有关的现金	22,204.62	18,514.96	22,671.62	1.05	6,649.84
经营活动现金流出小计	104,873.15	108,024.04	131,466.29	11.96	41,519.94
经营活动产生的现金流量净额	17,205.68	17,583.83	30,031.78	32.12	-3,021.55
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00				
取得投资收益收到的现金	208.31			-100.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资	109.95	88.14	44.38	-36.47	35.99
处置子公司及其他营业单位收到的现金					
收到其他与投资活动有关的现金	100.00	601.26	180.00	34.16	0.00
投资活动现金流入小计	418.26	689.39	224.38	-26.76	35.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资	10,625.48	3,326.20	14,226.02	15.71	6,297.12
产支付的现金					
投资支付的现金	12,036.64	4,825.45	57,335.65	118.25	939.25
取得子公司及其他营业单位支付的现金	5,487.67	21.47	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	601.26	180.00	4,213.40	164.72	1,000.00
投资活动现金流出小计	28,751.05	8,353.11	75,775.07	62.34	8,236.37
投资活动产生的现金流量净额	-28,332.79	-7,663.72	-75,550.69	63.30	-8,200.38
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		78,568.36	6,432.38		1,470.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	16,500.00	22,450.54	21,500.00	14.15	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	16,500.00	101,018.90	27,932.38	30.11	1,470.00
偿还债务支付的现金	15,500.00	29,500.00	21,450.54	17.64	3,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,841.52	4,495.10	4,702.87	59.81	93.45
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	17,341.52	33,995.10	26,153.41	22.81	3,093.45
筹资活动产生的现金流量净额	-841.52	67,023.80	1,778.97		-1,623.45
四、汇率变动对现金及现金等价物的影					
五、现金及现金等价物净增加额	-11,968.62	76,943.91	-43,739.95	91.17	-12,845.38
加: 期初现金及现金等价物余额	28,852.98	16,884.36	93,828.27	80.33	50,088.32
六、期末现金及现金等价物余额	16,884.36	93,828.27	50,088.32	72.24	37,242.94

附件 5-2 浙江报喜鸟服饰股份有限公司

2008 年~2010 年公司现金流量表补充

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	12,306.10	18,498.40	24,262.53	40.41
加: 资产减值准备	-70.72	658.74	1,657.47	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,840.69	3,747.99	3,881.16	16.89
无形资产摊销	124.11	161.22	185.86	22.37
长期待摊费用摊销	497.35	1,084.76	640.50	13.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-27.83	8.59	-11.96	-34.45
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	32.52			-100.00
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	888.44	636.69	357.33	-36.58
投资损失(收益以“-”号填列)				
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-47.25	-424.00	-2,273.18	593.60
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-63.30	-98.72	-101.96	26.91
存货的减少(增加以“-”号填列)	-9,775.78	-1,243.25	-6,201.54	-20.35
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	7,048.82	1,644.29	-17,788.61	
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	3,457.55	-7,060.88	13,545.40	97.93
其他	-5.00	-30.00	11,878.77	
经营活动产生的现金流量净额	17,205.68	17,583.83	30,031.78	32.12
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	16,884.36	93,828.27	50,088.32	72.24
减: 现金的期初余额	28,852.98	16,884.36	93,828.27	80.33
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-11,968.62	76,943.91	-43,739.95	91.17

附件 6 浙江报喜鸟服饰股份有限公司

主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	8.92	8.49	6.10	--
存货周转次数(次)	2.35	1.76	1.69	--
总资产周转次数(次)	0.94	0.68	0.55	--
盈利能力				
总资本收益率(%)	17.51	14.85	13.39	--
净资产收益率(%)	20.51	16.38	14.02	--
主营业务毛利率(%)	49.74	51.50	54.30	--
营业利润率(%)	47.95	50.12	52.87	57.06
费用收入比(%)	30.20	30.15	29.08	41.17
财务构成				
资产负债率(%)	45.99	19.83	27.70	27.38
全部债务资本化比率(%)	23.87	6.42	5.39	3.57
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力				
EBITDA(万元)	20,940.16	27,738.88	34,429.93	--
短期债务(万元)	20,789.48	10,948.21	10,615.00	7,100.00
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	20,789.48	10,948.21	10,615.00	7,100.00
EBITDA 利息倍数	23.57	43.57	96.35	--
EBITDA 全部债务比	1.01	2.53	3.24	--
经营现金债务保护倍数	0.83	1.61	2.83	-0.43
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.54	0.91	-4.29	-1.58
流动比率(%)	1.23	3.85	2.89	3.03
速动比率(%)	0.70	3.06	2.27	2.38
现金短期债务比	0.94	8.71	4.89	5.51
经营现金流动负债比率(%)	31.28	46.07	51.49	-5.67
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.52	15.58	-127.39	--
现金流				
现金收入比率(%)	128.22	112.69	124.90	107.23
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-11,127.10	9,920.11	-45,518.92	-11,221.92
本期公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数	0.35	0.46	0.57	--

注：由于一季度部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 浙江报喜鸟服饰股份有限公司 2011 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年浙江报喜鸟服饰股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江报喜鸟服饰股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江报喜鸟服饰股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江报喜鸟服饰股份有限公司的相关状况，如发现浙江报喜鸟服饰股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如浙江报喜鸟服饰股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江报喜鸟服饰股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送浙江报喜鸟服饰股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一一年八月十一日