

跟踪评级公告

联合[2015]111 号

贵人鸟股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵人鸟股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

贵人鸟股份有限公司主体长期信用等级为 AA

贵人鸟股份有限公司发行的“14 贵人鸟”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年四月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

贵人鸟股份有限公司

2014 年 8 亿元公司债券跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

债券简称: 14 贵人鸟

发行规模: 8 亿元

债券期限: 5 年

债项信用等级

上次评级结果: AA

跟踪评级结果: AA

上次评级时间: 2014 年 6 月 3 日

跟踪评级时间: 2015 年 4 月 24 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	25.41	27.55	42.06
所有者权益(亿元)	12.88	13.18	22.36
长期债务(亿元)	--	--	7.94
全部债务(亿元)	6.38	7.82	15.15
营业收入(亿元)	28.55	24.06	19.20
净利润(亿元)	5.28	4.23	3.12
EBITDA(亿元)	7.03	6.58	5.19
经营性净现金流(亿元)	4.68	2.02	0.97
营业利润率(%)	39.95	39.75	40.23
净资产收益率(%)	47.87	32.50	17.57
资产负债率(%)	49.31	52.16	46.84
全部债务资本化比率(%)	33.14	37.24	40.39
流动比率	1.51	1.46	2.99
EBITDA 全部债务比	1.10	0.84	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	17.48	14.05	9.81
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.88	0.82	0.65

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成;

2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

跟踪期内, 贵人鸟股份有限公司(以下简称“公司”或“贵人鸟”)对发展战略目标进行了升级, 由“批发模式”向“以零售为导向”模式转型, 逐步确立了以体育服饰用品制造为基础, 多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团的战略目标。公司通过对经销商服务前端化, 改善销售网点布局, 提高渠道持续运营能力, 提升销售渠道质量。尽管受制于公司渠道调整等因素影响, 公司盈利规模有所下降, 但公司产品毛利率稳中有升, 整体经营状况较好。

未来公司将以贵人鸟品牌为基础, 以运动项目为核心, 以国际专业运动品牌为标的, 积极拓展成为多品牌、多市场、多渠道的体育用品公司。随着行业整体的回暖以及渠道去库存周期结束后续补库存需求效应显现, 公司未来盈利能力有望增强。

综上, 联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“14 贵人鸟”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 公司是国内较大型的运动鞋服生产企业之一, 跟踪期内公司在国内三、四线市场仍保持较高的知名度和客户认可度。
2. 跟踪期内, 公司更加注重终端网点布局和渠道运营能力, 降低了对主要经销商的集中度和依赖性, 提升了部分门店盈利水平。
3. 2014 年运动鞋服业整体有所回暖, 受益于原材料价格下跌, 公司综合毛利率进一步提升。
4. 公司上市后融资渠道畅通, 现金类资产充足, 资产质量有所提升。

关注

1. 运动鞋服行业市场竞争激烈, 公司整

体销售网络覆盖率仍有待提高。

2. 跟踪期内，公司营业收入与净利润规模均同比下滑，产品销量降幅较大，公司对渠道的维护以及“去库存”力度仍需加强。

3. 公司应收账款规模仍较大，运营资金使用效率有待提高。

4. 公司 IPO 募投项目进度与原计划差异较大，后续进展及对盈利的影响有待关注。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与贵人鸟股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与贵人鸟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。

联合评级与评估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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因贵人鸟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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的公司相关资料主要由贵人鸟股份有限公司提供，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。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

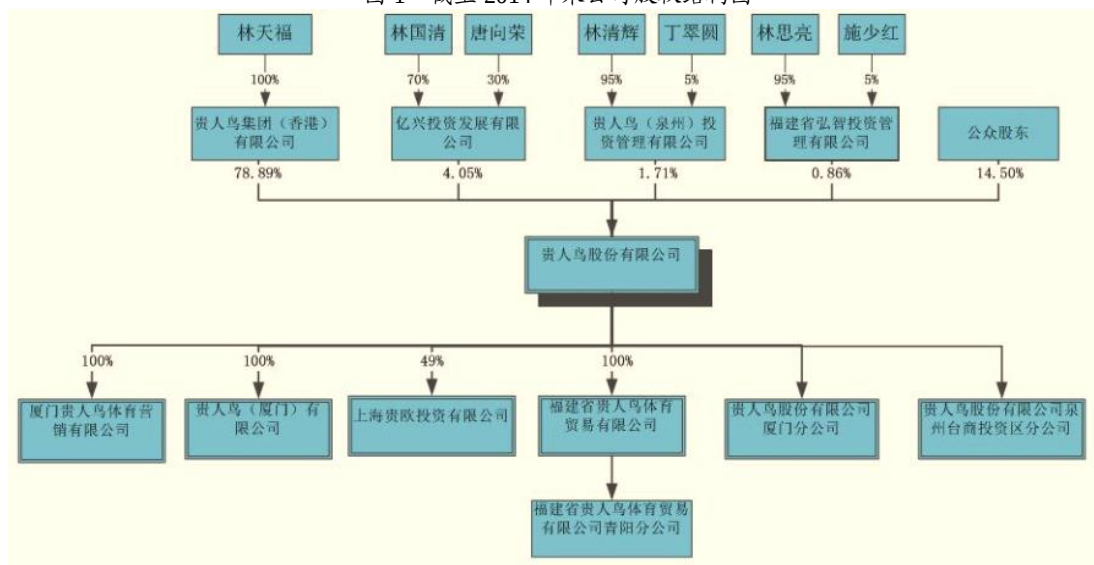
贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）的前身是贵人鸟（中国）有限公司，于 2004 年 7 月在泉州工商行政管理局登记注册，初始注册资本为 10,000 万港元，全部由贵人鸟（国际）有限公司（以下简称“贵人鸟国际”）出资，公司性质为外商独资企业。

2010 年 12 月，贵人鸟国际与贵人鸟集团（香港）有限公司（以下简称“贵人鸟香港”）签订股权转让协议，将公司全部股权以总价 1 元全部转让给贵人鸟香港。同月，晋江市商务局以晋商外[2010]579 号文《晋江市商务局关于同意“贵人鸟（中国）有限公司”增资等事宜的批复》核准亿兴投资发展有限公司、贵人鸟（泉州）投资管理有限公司和福建省弘智投资管理有限公司对公司发起增资，增资后公司注册资本变更为 10,838.93 万港元，其中贵人鸟香港持股 92.26%，公司性质变更为中外合资企业。

2011 年 3 月，经福建省对外贸易经济合作厅通过闽外经贸外资[2011]118 号文《福建省对外贸易经济合作厅关于贵人鸟（中国）有限公司改制为贵人鸟股份有限公司的批复》核准，公司以 2010 年 12 月 31 日为基准日整体变更为股份有限公司，公司更名为贵人鸟股份有限公司，公司以截至 2010 年 12 月 31 日经审计的净资产 57,083.96 万元按 1:0.9197 的比例折合为股份总数 52,500 万股。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]37 号文批准，公司首次公开发行 A 股 8,900 万股，并于 2014 年 1 月在上海证券交易所上市交易（股票简称：贵人鸟，股票代码：603555）。截至 2014 年末，公司总股本为 61,400 万股，其中贵人鸟香港持有 48,436.50 万股，占比 78.89%。自然人林天福先生通过其全资控股公司贵人鸟香港持有公司 78.89% 的股权，是公司实际控制人。

图 1 截至 2014 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：从事鞋、服装的生产，研究及批发；体育用品、运动防护用具、皮箱、包、袜子、帽的研究及批发（以上商品进出口不涉及国营贸易、进出口配额许可证、出口配额招标、出口许可证等专项管理的商品）。

截至目前，公司下设财务管理中心、经营管理中心、商品管理中心、渠道管理中心、质量管

理中心、生产中心等职能部门（附件 1），拥有 2 家分公司，4 家子公司，其中全资子公司 3 家。截至 2014 年底，公司本部及主要子公司在职员工人数为 4,763 名。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 42.06 亿元，负债合计 19.70 亿元，所有者权益合计 22.36 亿元。2014 年，公司实现营业收入 19.20 亿元，净利润 3.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.00 亿元。

公司注册地址：晋江市陈埭沟西工业区；法定代表人：林天福。

二、本期债券概况

经中国证监会证监许可[2014]1197 号文核准，公司于 2014 年 12 月 3 日发行 8 亿元公司债券，期限 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日 2014 年 12 月 5 日，票面利率 6.80%，按年付息、到期一次还本。本期债券于 2014 年 12 月 23 日起在上海证券交易所挂牌上市，债券简称“14 贵人鸟”，上市代码“122346”。

三、行业分析

2014 年，受原材料价格大幅波动、市场需求放缓以及自身发展阶段转换等内外因素影响，纺织服装行业整体延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势，各项指标增速较 2013 年均有所不同程度下降。2014 年，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 6.70%，同比下降 2 个百分点，为近年来最低增速。分产品看，全年布产量达到 893.70 亿米，同比增长 1.25%；全年化学纤维产量 4,389.8 万吨，同比增长 6.50%；全年纱产量 3,379.20 万吨，同比增长 5.60%。

从盈利状况上看，2014 年，纺织服装行业主营业务收入达到 38,091.27 亿元，同比增长 5.34%，增速低于上年同期 7.05 个百分点；利润总额为 2,065.80 亿元，同比增长 2.13%，低于上年同期 16.85 个百分点。纺织服装行业整体盈利能力受到多方面的挤压，导致增速迅速下滑。

虽然服装行业仍然整体相对低迷，公司所属的纺织服装业子行业——运动鞋服行业，随着全民健身的意识进一步增强以及社会大众文娱活动的丰富开展，回暖迹象显著。2014 年，主要运动品牌分别处于“去库存”和渠道调整阶段的中后期，关店数量有所减少，销售折扣逐渐收窄，加之门店租金增幅趋缓，先行进入库存调整周期的企业已逐渐迎来补库存周期，营业收入和利润也开始回升。主要国内品牌包括李宁、安踏、361 度、特步、匹克、贵人鸟等，其运动鞋服品牌总营业收入如下表所示。

2015 年运动鞋服公司订单额持续增长，安踏 2015 年第三季度订单金额取得低双位数升幅，计划 2015 年实现超百亿元收入；361 度 2015 年春、夏和秋季产品订单增长 11% 和 16%；匹克 2015 年第三季度订货会总金额取得双位数增长；贵人鸟 2015 年春夏订货会获个位数增长。

跟踪期内，运动鞋服行业的集中度依然较高，预计未来行业将继续优胜劣汰的过程，具有品牌号召力与转型能力的优秀企业将进一步占据更多的市场份额，市场得到进一步整合。

表 1 2011~2014 年度国内主要运动鞋服品牌总营业收入（单位：亿元）

年份	李宁	安踏	特步	361 度	匹克	贵人鸟
2011 年	88.87	89.10	55.40	55.69	46.47	26.49
2012 年	67.76	76.23	55.50	49.50	29.03	28.55
2013 年	58.24	72.81	43.43	35.83	26.13	24.06
2014 年	67.36	89.30	47.81	39.18	28.42	19.20

资料来源：联合评级根据上市公司公开年报整理

从各大运动品牌的营业收入规模来看，多数企业“去库存”效果显著，2014年实现了业绩增长。贵人鸟由于所处行业发展阶段不同，渠道调整及“去库存”晚于行业整体水平，业绩出现下滑。

原材料价格方面，服装类主要原料棉花的采购价格持续下跌，化纤原料价格波动下滑。根据2014年中央1号文件关于启动新疆棉花目标价格改革试点的要求，2014年棉花目标价格为每吨19,800元。2014年3月底前，在临时收储政策支撑下，中国棉花价格指数保持平稳，在19,500元/吨左右。收储结束后，储备棉投放竞卖底价由18,000元/吨调整为17,250元/吨，中国棉花价格指数将储备棉成交价格纳入采集范围，带动价格指数从19,500元/吨左右下跌至17,500元/吨左右，5月后转为缓慢下跌。9月份，随着棉花目标价格试点工作的推进，新旧棉花价格逐渐接轨，棉价再次加速下跌，10月下旬，价格稳定在14,800元/吨左右。11月下旬随着新棉大量上市，棉花现货价格重回跌势，12月末稳定在13,600元/吨左右，年底收于13,605元/吨。化纤类服装面料方面，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的91.76跌至77.99。国内纺织材料价格全年整体降幅较大，有助于缓解运动服装制造企业成本压力。

图2 近年国内外棉花价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：wind 资讯

鞋材制造行业涉及的原料种类多，原材料价格波动分摊后对鞋品价格的影响较小。2014年鞋材制品依旧供大于求，全国生产塑料人造革、合成革 375.08 万吨，同比增长 2.58%，轻革产量 59,386.74 万平方米，同比增长 8%，制鞋原料行业产能过剩严重，产品竞争十分激烈。同时，运动鞋生产企业可选材料较多，具有品牌号召力的运动鞋生产企业具有一定的成本转嫁能力，运动鞋材原料价格波动对运动鞋成品价格影响有限。

整体来看，我国国民经济持续发展，人均收入稳定提高，运动鞋服行业拥有持续增长的市场需求。目前我国运动鞋服行业进入复苏期，完善现代营销模式、加强渠道建设、建立具有良好品牌效应的优势服装品牌成为业内企业在日益激烈竞争中胜出关键。

四、管理分析

跟踪期内，1名独立董事因换届离任，1名董事兼财务负责人、1名独立董事和2名副总经理因个人原因辞职。目前公司核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常，但高层管理

人员变化较大，联合评级将持续关注。

五、经营分析

1. 经营概况

2014 年公司主营业务及产品结构未发生重大变化，主要从事单一“贵人鸟”品牌运动鞋、运动服装及配饰的研发、设计、生产和销售。其中，服装与配饰仍全部采用外协加工生产方式，运动鞋仍采用以自制为主、外协加工为辅的生产方式。

跟踪期内，公司对发展战略目标进行了升级，业务发展由“批发模式”向“以零售为导向”模式转型升级，战略上从“传统运动鞋服行业经营”向“以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团”升级。公司将管理端服务前移，指导经销商根据库存情况合理订货，推行多样化的渠道组合策略，加大对门店的调整力度，关闭不盈利店铺或盈利能力较差的店铺 782 家，新开零售终端 248 家。截至 2014 年底，公司仍保持自营零售终端 4 家，在全国 31 个省、自治区及直辖市拥有经销商零售终端 5,026 家，较上年减少 9.54%。

受销售渠道调整、经销商去库存等因素的影响，公司业绩出现一定程度的下滑。2014 年，公司实现营业收入 19.20 亿元，较上年减少 20.21%；实现净利润 3.12 亿元，较上年减少 26.27%。

2014 年公司实现主营业务收入 19.19 亿元，较上年减少 20.24%；主营业务毛利率 40.99%，较上年稍有提升。主营业务中，服装和鞋类仍是公司最主要的收入和利润来源，二者合计占主营业务收入的 98.53%，较上年减少 0.64 个百分点。

从各项产品销售收入的具体情况看，公司服装产品和鞋类产品收入呈逐年下降趋势，配饰产品收入波动增长。2014 年，公司为改善经销商的盈利能力，指导其根据市场情况及库存状况合理订购，导致服装产品收入较上年减少 34.68%，鞋类产品收入较上年减少 3.53%，配饰产品较上年增长 41.83%。从毛利率水平来看，受益于纺织原材料价格下跌等因素影响，公司各类产品毛利率水平平均较 2013 年小幅提升（见下表）。

表 2 2012~2014 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
服装	166,202.74	39.83%	131,907.58	41.46%	86,159.23	41.69%
鞋类	116,575.91	42.00%	106,645.39	39.73%	102,884.27	40.57%
配饰	2,734.25	38.62%	1,992.68	34.44%	2,826.24	35.52%
合计	285,512.89	40.70%	240,545.65	40.63%	191,869.74	40.99%

资料来源：公司审计报告

总体看，受公司销售渠道调整、经销商去库存等因素影响，公司经营规模有所下滑，但产品毛利率稳中有升。随着公司战略转型升级和销售渠道的进一步合理布局，公司盈利规模有望得到提升。

2. 经营分析

原材料采购方面，目前公司原材料采购主要包括鞋面材料、鞋底材料和外协加工服装的采购。

从原材料采购价格来看，受益于纺织服装业原料价格整体下跌影响，外协服装采购价格有所下降，降幅达 7.28%。受市场行情影响，公司 2014 年外协服装采购 1,147.64 万件，较上年有所下降，采购平均价格由 48.77 元/件降至 45.22 元/件。公司服装类产品从前 5 大外协厂采购额分别占

采购总额的 35.93%，采购集中度较上年有所降低。

公司自产鞋类成本构成中，直接材料占比 58.90%，直接人工占比 21.02%。跟踪期内，公司鞋类产品原材料价格均有所上涨，其中鞋面材料价格较上年增长 7.71%，鞋底材料价格变化较小，增长 0.95%；跟踪期内，公司人力成本占比继续上升。公司属于劳动密集型企业，“用工荒”问题以及生产线员工工资福利攀升对公司盈利能力有一定不利影响。

表 3 2012~2014 年公司主要原材料采购情况

原料	项目	2012 年	2013 年	2014 年
鞋面材料	采购量（万平米）	111.25	83.23	82.50
	采购均价（元/米）	53.15	51.21	55.16
鞋底材料	采购量（万双）	1,287.17	1,130.56	1,397.34
	采购均价（元/双）	13.08	11.54	11.65
外协服装	采购量（万件）	2,082.39	1,560.39	1,147.64
	采购成本（元/件）	46.20	48.77	45.22

资料来源：公司提供

产销方面，跟踪期内，公司鞋类产品受渠道调整影响较小，自产鞋产量和占比均有提升，鞋类销售均价同比小幅增长，但鞋类销量较上年减少 4.45%。服装类产品销量下滑较大，销量下跌 30.37%，下游经销商的销售能力不足，公司对渠道的维护力度仍有待提升；受纺织业原材料成本下跌影响，服装类产品销售均价下跌 6.20%。

产能方面，跟踪期内公司产能基本平稳，原 IPO 募投项目之一的鞋生产基地（惠南）建设项目因惠南工业区周边配套未能达到预期，公司为控制投资风险，项目暂缓实施。剔除外协加工影响，公司 2014 年自身产能利用率有所提升。

表 4 2012~2014 年公司产品产销情况

	项目	2012 年	2013 年	2014 年
鞋类产品	产能（万双）	1,190.00	1,020.00	1,190.00
	自行生产产量（万双）	1,103.65	977.25	1,192.78
	外协加工产量（万双）	170.19	254.35	103.29
	销量（万双）	1,315.26	1,253.50	1,197.70
	销售均价（元/双）	88.63	85.08	85.90
	产能利用率（%）	92.74	95.81	100.23
	产销率（%）	103.25	101.78	92.41
服装类产品	外协加工产量（万件）	2,082.39	1,560.39	1,147.64
	销量（万件）	2,174.57	1,572.25	1,094.80
	销售均价（元/件）	76.43	83.90	78.70
	产销率（%）	104.43	100.76	95.40

资料来源：公司提供

注：产能为自有产能数据，不足部分由外协加工厂生产，产能利用率仅计算自有产能利用情况，产销率计算含外协加工数量。

营销网络方面，跟踪期内，公司仍保持 4 家自营店，其余全部采用经销商买断销售模式，即通过与经销商签订年度经销合同，以批发形式向经销商销售公司产品，公司向经销商发货时即可确定收入。经销商买断销售模式，减小了公司库存压力，有力压缩了公司终端布局成本，但公司对终端渠道的维护力度较弱，导致跟踪期内产品销量降幅较大。2014 年国内市场上各大运动品牌均采取不同程度的销售终端整顿策略（见下表），多数品牌门店数量缩减，公司也进一步深化渠道分级，关闭不盈利店铺或盈利能力较差的店铺，截至 2014 年底，公司共有零售终端 5,026 家（其中新开零售终端 248 家，关闭零售终端 782 家）。

表 5 截至 2014 年底运动鞋服行业部分公司门店数情况（单位：家）

公司名称	安踏	李宁	361 度	匹克	Kappa	贵人鸟
门店数	7,662	5,626	7,319	6,004	1,210	5,026

资料来源：联合评级整理，上表中除 361 度和 Kappa 外，其余品牌门店数均有所减少。

从区域分布看，公司的销售网络主要分布在华东和西南区域，截至 2014 年底，公司位于华东和西南区域终端数量合计占比 49.78%，区域集中度有所降低；三、四线城市门店数合计占比 75.79%，公司营销网络布局仍集中在三、四线城市。

根据自身用户集中在三四线城市的特点，跟踪期内，公司组建了商品企划中心，对公司产品的属性进行了重新梳理和划分，启动了针对三四线市场的商品企划和研发规划，优化产品结构和性价比。公司还整合了韩国、日本的设计资源为公司进行产品研发，进一步增强了公司设计团队的力量；跟踪期内，公司推出了蜘蛛侠系列限量产品，迎合了年轻人对时尚的追求，使产品更具街头时尚感，取得了一定的市场效果。

产品销售管理方面，公司在跟踪期内由“批发模式”向“以零售为导向”的管理模式转型，对内部管理机构设置进行了调整，管理服务前端化，全程参与经销商渠道、零售、商品管理工作，指导经销商合理订货，改善经销商盈利能力。从客户集中度来看，公司 2014 年前 5 大销售客户占全部营业收入比由上年的 54.47% 降至 24.01%，公司对下游主要销售客户的依赖度大幅降低。

2014 年，公司经营业绩总体下滑，加之公司年内成功发行 IPO 和公司债，资产规模增长较快，总资产周转率由上年 0.91 次降至 0.55 次；应收账款周转率由 2.11 次降至 1.40 次。受 2014 年春节较晚，相应产品发货推迟影响，公司存货周转率由 10.34 次降至 6.92 次。与同行业相比，公司总资产周转率与应收账款周转率偏低，存货规模控制在较好水平。

表 6 2014 年运动鞋服行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
361 度	4.72	2.36	0.50
匹克体育	4.95	3.27	0.50
李宁	3.34	5.34	1.12
安踏体育	6.29	10.19	0.83
特步国际	5.12	3.21	0.63
贵人鸟	7.12	1.45	0.55

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

跟踪期内，公司与中欧盛世资产管理（上海）有限公司成立了合资公司，并拟以该公司为平台收购盈利模式相对清晰、商业模式相对成熟的体育产业项目；与虎扑体育成立了体育产业基金，拟以该平台投资体育产业创新项目以及对体育消费生态圈的布局；公司通过参与设立的泉州市泉翔投资中心（有限合伙）借款给泉州泉晟投资有限公司（以下简称“泉晟投资”），由泉晟投资受让虎扑体育部分股权并对虎扑体育增资，成为其第二大股东，公司享有泉晟投资投资虎扑体育的全部收益。

整体来看，跟踪期内，公司生产能力稳定，对销售渠道的管理进一步加强，但受前期市场需求增长放缓、竞争激烈等不利因素影响，公司对渠道库存整合造成短期业绩下滑明显。长期来看，随着终端优化及去库存力度进一步加大，公司盈利状况有望好转。

3. 重大事项

IPO 募投项目情况

2014 年 1 月，公司公开发行股票募集资金净额 88,189.86 万元，该募集资金拟专项用于全国战略店建设项目、鞋生产基地（惠南）建设项目、设计研发中心建设项目和信息化系统建设项目。

跟踪期内，因宏观环境及行业环境发生变化，公司一直未实施全国战略店建设项目计划，经公司 2014 年度股东大会审议通过，公司拟变更募集资金投向，将该项目计划总投资金额 55,222.62 万元变更为永久补充流动资金。

鞋生产基地（惠南）建设项目预计新增 10 条快速鞋加工流水线，计划投资 18,689.43 万元，截至 2014 年末项目进度 1.38%，落后于原定计划，主要因惠南工业区周边配套未能达到预期，为控制投资风险，公司对该项目的投资趋于谨慎，后续将会根据惠南工业区周边配套情况适时推动项目实施。

设计研发中心建设项目预计总投资 4,529.59 万元，因项目根据为 2011 年行业发展情况，随着近几年的发展变化，公司正在对该项目重新评估，根据行业发展情况进行调整，目前前期工作已经基本完成，预计 2015 年公司会推动该项目实施。

信息化系统建设项目预计总投资 9,778.90 万元，全部为建设投资，截至 2014 年末项目进度 12.97%，符合进度计划。公司拟通过信息化系统建设实现公司内部、公司与上下游合作伙伴之间信息传输、交换和处理的无缝连接；通过强化对销售渠道与终端信息的收集、分析，建立市场销售信息数据库，提升公司对市场和营销网络的控制能力，提高快速反应能力和渠道控制力。

短期融资券计划

公司于 2015 年 3 月公告，公司计划发行不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）的短期融资券，用于补充营运资金及其他交易商协会认可的用途。该事项已经公司 2014 年年度股东大会审议通过。

4. 未来发展

多年以来，公司一直坚持以运动鞋服为主的“单一品牌”经营策略。未来公司计划由传统运动鞋服经营向体育产业运营战略升级，贵人鸟品牌为基础，以运动项目为核心，以国际专业运动品牌为标的，积极拓展成为多品牌、多市场、多渠道的体育用品公司，充分利用自身资本市场平台，以体育服饰制造为基础，以群众体育和全民健身为方向，积极寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合，最终成长为中国体育产业集团化的龙头企业。

在终端服务方面，公司拟以零售为导向，全面提升终端店服务效率。公司未来将逐步推进管理端服务前移，通过视觉形象中心、渠道管理中心、商品管理中心等职能部门对经销商的服务和管理，加强对终端店面的销售和推广力度，同时进一步优化公司渠道规划，制定统一零售标准，指导经销商优化店面布局。公司还将积极探索通过新设等多种途径增加直营店铺在终端店面的占比，增强公司对终端的控制度。

在品牌推广方面，公司将坚持差异化的品牌定位，加大品牌推广力度，聚焦终端，优化品类，清晰“运动功能”及“运动生活”两大板块产品。公司拟加大对地面广告的投放力度，精确定位公司消费群体；强化品牌推广与前端产品企划与研发、市场营销、终端推广和陈列等各方面的协同配合，增加品牌对零售的支持力度；逐步试水各种主题推广活动，积极探索新型品牌推广方式。

在精细化管理方面，公司拟通过全面树立预算在公司管理的管控作用，加强预算的执行力，强化信息化在日常业务和经营管理中的作用，通过强化零售端“进、销、存”数据的采集、分析和商业智能化的应用及优化，对“零售”形成有效支撑。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。随着终端服务能力提升，公司品牌推

广措施、精细化管理逐步执行，公司整体竞争力有望进一步增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2014 年合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司于 2014 年 4 月，出资 5,000 万设立厦门贵人鸟体育营销有限公司，持股 100%，并纳入财务报表合并范围。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，新增子公司对公司整体业绩贡献较小，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 42.06 亿元，负债合计 19.70 亿元，所有者权益合计 22.36 亿元。2014 年，公司实现营业收入 19.20 亿元，净利润 3.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.00 亿元。

2. 资产及负债结构

资产

2014 年 1 月，公司 IPO 成功发行，募集资金净额 88,189.86 万元，资产规模大幅增长。截至 2014 年底，公司资产总额 42.06 亿元，较年初增长 52.67%。资产总额中，流动资产占比 81.88%，非流动资产 18.12%，流动资产占比较年初增长 5.75 个百分点。

流动资产方面，截至 2014 年底，公司流动资产合计 34.44 亿元，较年初增长 64.20%，占比较大的项目包括货币资金（占 34.65%）、应收账款（占 37.35%）、存货（占 6.13%）和其他流动资产（占 12.40%）。2014 年，公司先后完成了 IPO 及公司债的发行，募集大量资金，年末货币资金余额 11.93 亿元，较年初增长 131.57%，无使用受限款项。公司于 2014 年调整渠道库存，将管理端服务前移，指导经销商根据市场情况与库存状况合理订货，并强化应收账款管理，改善了经销商盈利能力，使应收账款余额较年初减少 6.05%。由于 2014 年春节较晚，公司产品发货相应推迟，导致存货较年初增长 97.26%。截至 2014 年末，公司按照账龄分析法计提应收账款坏账准备 4,681.40 万元，计提比例 3.51%；计提存货跌价准备 449.25 万元，全部为库存商品和原材料跌价准备，计提较为充分。2014 年末，公司其他流动资产较年初增长 4.25 亿元，主要系公司于 2014 年 12 月利用闲置募集资金购买银行理财产品共计 4 亿元，该产品保障本金，约定开放日间隔为每 36 天，年收益率为 4.70%。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 7.62 亿元，较年初增长 15.89%，占比较大的项目包括固定资产（占 72.39%）和无形资产（占 16.68%）。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值 5.52 亿元，较年初增长 11.39%，主要系公司跟踪期内购买办公楼以及惠南工业区在建工程转固所致；无形资产账面价值 1.27 亿元，较年初增长 1 倍，增长主要系新增土地使用权以及公司购买的客户管理销售平台软件。

总体来看，公司资产构成仍以流动资产为主，流动资产中货币资金和应收账款占比较大，非流动资产以固定资产为主。公司现金类资产充足，应收账款占比下降，资产质量较去年有所提升。

负债及所有者权益

2014 年 12 月，公司完成 8 亿元 5 年期公司债券的发行，负债规模继续扩大。截至 2014 年底，公司负债合计 19.70 亿元，较年初增加 37.10%，其中流动负债和非流动负债分别占比 58.40%和 41.60%，债务结构有所调整。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 11.50 亿元，较年初减少 19.93%。流动负债主要由短期借

款（占 43.06%）、应付票据（占 19.53%）和应付账款（占 32.76%）构成。短期借款期末余额 4.95 亿元，较年初减少 36.65%，主要系公司发行 8 亿元公司债偿还部分短期借款所致。公司为提高资金运营效率，使用票据结算部分采购货款，截至 2014 年末，公司应付票据余额 2.25 亿元，全部为银行承兑汇票。应付账款期末余额 3.77 亿元，较年初减少 32.70%，其中应付货款占 93.50%，其余为广告费、长期资产采购款等。此外，应交税费较上年大幅减少 70.47%，主要系本年应交企业所得税减少及可抵扣进项税金额较大所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债 8.19 亿元，全部为 2014 年新增，其中应付债券占比 96.95%，为公司当年发行的 5 年期公司债，其余为递延所得税负债。

2014 年，公司通过发行 IPO 及公司债募集大量资金，资产规模和债务规模都呈现较大幅度增长，有息债务规模扩张，但债务结构较上年有所改善。截至 2014 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.39%和 26.22%，均较上年有所增长；资产负债率为 46.84%，较上年减少 5.32 个百分点。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 22.36 亿元，较年初增长 69.65%，主要来源于 IPO 发行后资本公积的增长。2014 年公司 IPO 募集资金净额 8.82 亿元，其中计入实收资本 0.89 亿元，计入资本公积（股本溢价）7.93 亿元。截至 2014 年底，公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 27.46%，资本公积占 37.52%，盈余公积占 5.57%，未分配利润占 29.45%，权益的稳定性一般。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模有所扩张，整体负债水平适中。

3. 盈利能力

由于销售渠道调整、经销商去库存等因素的影响，2014 年公司实现营业收入 19.20 亿元，同比下降 20.21%。其中，服装类产品实现营业收入 8.62 亿元，同比下滑 34.68%；鞋类产品实现营业收入 10.29 亿元，同比下滑 3.53%；配饰产品实现营业收入 0.28 亿元，同比增长 41.83%。

受经营业绩影响，公司营业成本也呈现同向波动，2014 年公司产生营业成本 11.32 亿元，同比下降 20.73%。由于 2014 年公司上市费用、研发费用和利息支出增加，而营业外收入减少，公司当年净利润 3.12 亿元，同比减少 26.27%，降幅较大。

2014 年，公司三项期间费用 3.89 亿元，较上年减少 3.45%，费用收入比则增至 20.29%。其中，销售费用同比减少 17.86%，主要系跟踪期内公司广告费及品牌推广费下降所致。管理费用同比增加 18.91%，主要源自工资及福利费、公司上市费用的增加以及研发费用增长。跟踪期内，公司根据自身产品市场特点，实施了针对三四线市场的产品研发战略，产生研发费用支出 3,114.83 万，同比增长 8.23%。跟踪期内，公司有息债务规模扩张，相关利息支出增加，财务费用同比增加 11.02%。公司跟踪期内费用控制水平正常。

公司整体盈利规模有所下降，但主营业务盈利能力仍保持增长态势。从各项盈利指标来看，公司 2014 年主营业务毛利率小幅提升至 40.99%；营业利润率从 39.75%增至 40.23%。由于公司 2014 年净利润下滑而净资产出现较大幅度增长，净资产收益率由年初的 32.50%降至 17.57%。与同行业上市公司相比，公司总资产报酬率、净资产收益率和销售毛利率均处于行业较好水平。

表 7 2014 年运动鞋服行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

公司简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
361 度	8.94	7.30	40.88
匹克	8.98	8.51	37.97
李宁	-9.09	-16.77	44.64
安踏体育	21.04	28.77	45.13
特步国际	11.23	11.30	40.75
贵人鸟	13.35	17.57	41.02

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体来看，受公司渠道调整、经销商去库存等因素的影响，盈利状况有所下滑，但整体盈利能力较强。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.97 亿元，较上年减少 52.00%。2014 年公司经营活动现金流入量为 21.37 亿元，较上年增长 7.67%，主要系公司下游经销商盈利能力好转，应收账款回收速度提升所致。经营活动现金流出方面，受上市后规模扩张，采购投入支出增加，人力成本上涨影响，公司支付职工薪酬及应付账款增多，流出量同比增长 14.43%。2014 年公司现金收入比 103.82%，较上年增长 25.42 个百分点，收入实现质量较上年有明显改善。

投资活动方面，2014 年公司投资活动净流出 9.62 亿元，流出规模较上年增长 9.07 亿元，主要系购买 4 亿元的理财产品以及子公司新增 4 亿元定期存款所致，其中理财产品年收益率 4.70%。

2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 10.65 亿元，较上年增加 13.02 亿元，主要系首次公开发行募集资金净额 8.82 亿元以及公开发行公司债券 8 亿元所致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量规模较大，收入实现质量有所提升；投资规模增幅较大，投资收益率一般；筹资活动获取的现金流入量较大，筹资压力相应减轻。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司通过发行 IPO 及公司债募集大量资金，并利用公司债募集资金偿还短期借款，公司整体资金流动性得到较好补充，债务结构有所改善，短期偿债能力大幅提升。其中，流动比率从 2013 年的 1.46 倍增至 2.99 倍；由于 2014 年春节较晚，公司组织发货相应推迟，年末存货较上年有所增长，致使 2014 年速动比率增幅小于流动比率，从 1.39 倍增至 2.81 倍；2014 年公司现金短期债务比从 0.70 倍提升至 1.95 倍，现金对短期债务的保护程度高。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，由于公司发行公司债券调整债务结构，2014 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.34 倍，EBITDA 利息倍数为 9.81 倍，均较上年有所下降，但仍处于较好水平；受经营性现金流净额减少的影响，公司 2014 年经营现金债务保护倍数由年初的 0.26 倍降至 0.06 倍。

截至 2014 年末，公司获得中国银行、建设银行、兴业银行等综合授信额度 27.60 亿元，可用余额 21.18 亿元；公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的 2015 年 3 月 4 日中国人民银行《企业信用报告》(No.B201503040069142379)，公司不存在关注类或不良类信贷记录。

总体看，跟踪期内，公司现金类资产较为充裕，债务结构有所改善，短期偿债能力大幅提升。

随着公司终端店面调整的完成，下游经销商盈利能力的有效改善，公司整体偿债能力有望得到增强。

七、综合评价

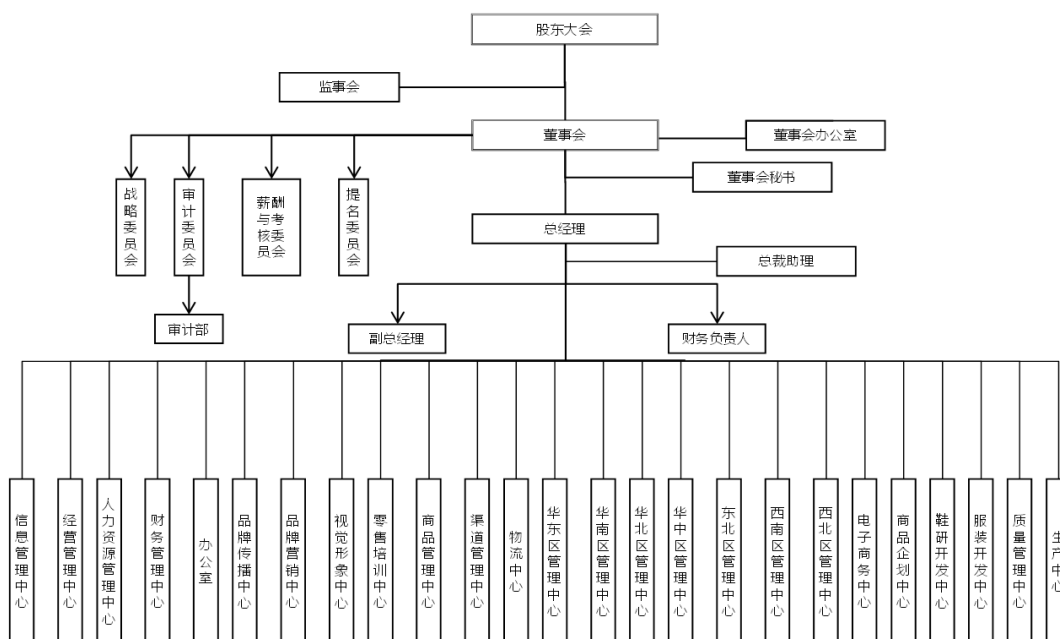
公司作为国内知名的运动鞋服生产企业之一，多年来坚持深耕“贵人鸟”品牌建设的经营策略。跟踪期内，公司对发展战略目标进行了升级，由“批发模式”向“以零售为导向”模式转型，逐步确立了以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团的战略目标。公司通过对经销商服务前端化，改善销售网点布局，提高渠道持续运营能力，提升销售渠道质量。尽管受制于公司渠道调整等因素影响，公司盈利规模有所下降，但公司产品毛利率稳中有升，整体经营状况较好。

目前，公司资产规模中等，负债水平适中，经营活动获取现金能力及盈利水平较上年有所下降，但整体偿债能力仍较强。随着公司对体育产业项目的进一步整合，打造以“贵人鸟”品牌为基础，以运动项目为核心，拓展成为多品牌、多市场、多渠道的体育用品公司战略的逐步实施，公司未来盈利能力有望增强，整体竞争力将进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 贵人鸟”的债项信用评级。

附件 1-1 贵人鸟股份有限公司

组织结构图



附件 2-1 贵人鸟股份有限公司
 2013 年~2014 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	51,528.39	119,326.81	131.57
交易性金融资产			
应收票据	3,300.00	20,999.29	536.34
应收账款	136,894.92	128,613.63	-6.05
预付款项	6,499.83	11,483.16	76.67
应收利息		51.51	
应收股利			
其他应收款	597.02	72.61	-87.84
存货	10,693.16	21,093.86	97.26
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	201.57	42,716.24	21,091.30
流动资产合计	209,714.90	344,357.10	64.20
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			
投资性房地产			
固定资产	49,524.80	55,166.98	11.39
生产性生物资产			
油气资产			
在建工程	3,185.53	4,531.84	42.26
工程物资			
固定资产清理			
无形资产	6,355.29	12,710.54	100.00
开发支出			
商誉			
长期待摊费用			
递延所得税资产	1,085.28	1,411.52	30.06
其他非流动资产	5,609.14	2,389.29	-57.40
非流动资产合计	65,760.03	76,210.18	15.89
资产总计	275,474.93	420,567.28	52.67

附件2-2 贵人鸟股份有限公司
 2013 年～2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	78,205.00	49,540.00	-36.65
交易性金融负债			
应付票据		22,473.00	
应付账款	56,007.33	37,693.88	-32.70
预收款项	901.18	423.66	-52.99
应付职工薪酬	1,674.94	2,362.39	41.04
应交税费	6,613.89	1,952.87	-70.47
应付利息	141.60	535.91	278.46
应付股利			
其他应付款	142.69	65.32	-54.23
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债			
流动负债合计	143,686.63	115,047.02	-19.93
非流动负债：			
长期借款			
应付债券		79,447.92	--
长期应付款			
专项应付款			
预计负债			
递延所得税负债		2,500.00	--
其他非流动负债			
非流动负债合计	0.00	81,947.92	--
负债合计	143,686.63	196,994.94	37.10
所有者权益：			
实收资本	52,500.00	61,400.00	16.95
资本公积	4,583.96	83,873.82	1,729.73
减：库存股			
专项储备			
盈余公积	11,364.47	12,456.58	9.61
未分配利润	63,339.88	65,841.95	3.95
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	131,788.30	223,572.34	69.65
少数股东权益			
所有者权益合计	131,788.30	223,572.34	69.65
负债和所有者权益总计	275,474.93	420,567.28	52.67

附件3 贵人鸟股份有限公司

2013 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	240,592.14	191,965.04	-20.21
减: 营业成本	142,824.22	113,216.33	-20.73
营业税金及附加	2,143.59	1,520.84	-29.05
销售费用	23,534.26	19,330.84	-17.86
管理费用	12,193.06	14,498.75	18.91
财务费用	4,610.28	5,118.19	11.02
资产减值损失	3,040.18	1,166.83	-61.62
加: 公允价值变动收益			
投资收益		51.51	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			
汇兑收益			
二、营业利润	52,246.56	37,164.76	-28.87
加: 营业外收入	5,316.56	4,666.22	-12.23
减: 营业外支出	851.67	67.29	-92.10
其中: 非流动资产处置损失	253.61	49.56	-80.46
三、利润总额	56,711.45	41,763.70	-26.36
减: 所得税费用	14,362.46	10,539.51	-26.62
四、净利润	42,348.99	31,224.18	-26.67
其中: 归属于母公司所有者的净利润	42,348.99	31,224.18	-26.67
少数股东损益			

附件4 贵人鸟股份有限公司
 2013 年~2014 年合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
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	188,643.25	199,307.21	5.65
收到的税费返还	451.91		-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	9,428.99	14,438.13	53.12
经营活动现金流入小计	198,524.15	213,745.34	7.67
购买商品、接受劳务支付的现金	90,303.95	101,074.16	11.93
支付给职工以及为职工支付的现金	22,157.84	28,194.98	27.25
支付的各项税费	33,877.86	34,645.61	2.27
支付其他与经营活动有关的现金	31,978.17	40,131.70	25.50
经营活动现金流出小计	178,317.81	204,046.46	14.43
经营活动产生的现金流量净额	20,206.34	9,698.88	-52.00
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金			
取得投资收益收到的现金			
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	31.00	9.50	-69.35
处置子公司等收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	31.00	9.50	-69.35
购建固定资产等长期资产支付的现金	5,454.16	16,173.15	196.53
投资支付的现金		40,000.00	--
取得子公司等支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金		40,000.00	--
投资活动现金流出小计	5,454.16	96,173.15	1,663.30
投资活动产生的现金流量净额	-5,423.16	-96,163.65	1,673.20
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金		88,189.86	--
发行债券所收到的现金		79,440.00	--
取得借款收到的现金	135,848.00	111,000.00	-18.29
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	135,848.00	278,629.86	105.10
偿还债务支付的现金	115,489.99	139,665.00	20.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	44,062.26	32,513.46	-26.21
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	159,552.25	172,178.46	7.91
筹资活动产生的现金流量净额	-23,704.25	106,451.40	-549.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-8,921.08	19,986.63	-324.04
加：期初现金及现金等价物余额	60,449.47	51,528.39	-14.76
六、期末现金及现金等价物余额	51,528.39	71,515.03	38.79

附件5 贵人鸟股份有限公司
2013 年～2014 年合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	42,348.99	31,224.18	-26.27
加：资产减值准备	3,040.18	1,166.83	-61.62
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,079.15	4,205.33	3.09
无形资产摊销	370.35	623.92	68.47
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-13.20	33.26	-351.94
固定资产报废损失	253.61		-100.00
公允价值变动损失			
财务费用	4,687.26	5,285.68	12.77
投资损失		-51.51	--
递延所得税资产减少	-621.87	-326.24	-47.54
递延所得税负债增加			
存货的减少	5,256.87	-10,448.64	-298.76
经营性应收项目的减少	-36,828.96	-36,525.23	-0.82
经营性应付项目的增加	-2,366.06	14,511.28	-713.31
其他			
经营活动产生的现金流量净额	20,206.34	9,698.88	-52.00

附件6 贵人鸟股份有限公司

主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	2.11	1.40
存货周转次数 (次)	10.34	6.92
总资产周转次数 (次)	0.91	0.55
现金收入比率 (%)	78.41	103.82
盈利能力		
总资本收益率 (%)	23.36	12.48
总资产报酬率 (%)	23.19	13.52
净资产收益率 (%)	32.50	17.57
主营业务毛利率 (%)	40.63	40.99
营业利润率 (%)	39.75	40.23
费用收入比 (%)	16.77	20.29
财务构成		
资产负债率 (%)	52.16	46.84
全部债务资本化比率 (%)	37.24	40.39
长期债务资本化比率 (%)	0.00	26.22
偿债能力		
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.05	9.81
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.84	0.34
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.26	0.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.19	-0.57
流动比率 (倍)	1.46	2.99
速动比率 (倍)	1.39	2.81
现金短期债务比 (倍)	0.70	1.95
经营现金流动负债比率 (%)	14.06	8.43
经营现金利息偿还能力 (倍)	4.31	1.83
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	3.15	-16.36
本期公司债券偿债能力		
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.82	0.65

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	
总资产收益率	(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+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。