跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]672 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“14 贵人鸟”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，评级展望为“稳定”
贵人鸟股份有限公司发行的“14 贵人鸟”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：

二零一六年七月二十日

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
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 贵人鸟	8 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 4 月 24 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	42.06	48.27	52.34
所有者权益（亿元）	22.36	23.84	24.66
长期债务（亿元）	7.94	7.95	7.96
全部债务（亿元）	15.15	19.90	15.02
营业收入（亿元）	19.20	19.69	5.25
净利润（亿元）	3.12	3.32	0.82
EBITDA（亿元）	5.19	6.04	--
经营性净现金流（(亿元）	0.97	5.99	-2.78
营业利润率（%）	40.23	44.32	41.92
净资产收益率（%）	17.57	14.36	3.39
资产负债率（%）	46.84	50.60	52.88
全部债务资本化比率（%）	40.39	45.49	37.85
流动比率（倍）	2.99	2.03	1.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.34	0.30	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	9.81	5.44	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.76	--

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；3、2015 年发行的短期融资券已计入短期债务；4、2016 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未经年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）继续坚持“以零售为导向”的业务发展模式，通过建立“伙伴顾问式”的经销商管理模式，全程参与经销商的管理，提升了终端店铺销售能力，公司去库存效果显著，2015 年营业收入有所增长；受益于原材料价格下降，公司毛利率有所上升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司应收账款占比仍较高，资金占用较大，同时公司短期债务比例较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将积极实现由传统运动鞋服经营向体育产业运营的战略升级，推动“贵人鸟”品牌业务由“批发模式”向“以零售为导向”的业务转型。同时，公司也将通过非公开发行股票推动战略升级，从业务转型和产业布局两方面增强公司核心竞争力。随着鞋服行业逐渐回暖、公司业务发展模式转型初显成效以及非公开发行股票，公司未来盈利能力有望增强。

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

优势

1．公司是国内较大型的运动鞋服生产企业之一，在国内三、四线市场仍保持较高的知名度和客户认可度。

2．2015 年，公司继续坚持“以零售为导向”的业务发展模式初显成效，去库存效果较明显，公司营业收入有所增长。

3．2015 年，受益于运动鞋服业原材料价格及人力成本下降，公司综合毛利率进一步提升。

关注

1．服装行业受宏观经济影响较大，行业风

险依然存在。

2. 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。

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. 公司资产负债率有所上升，短期偿债压力有所加大。

分析师

周　尰

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（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，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

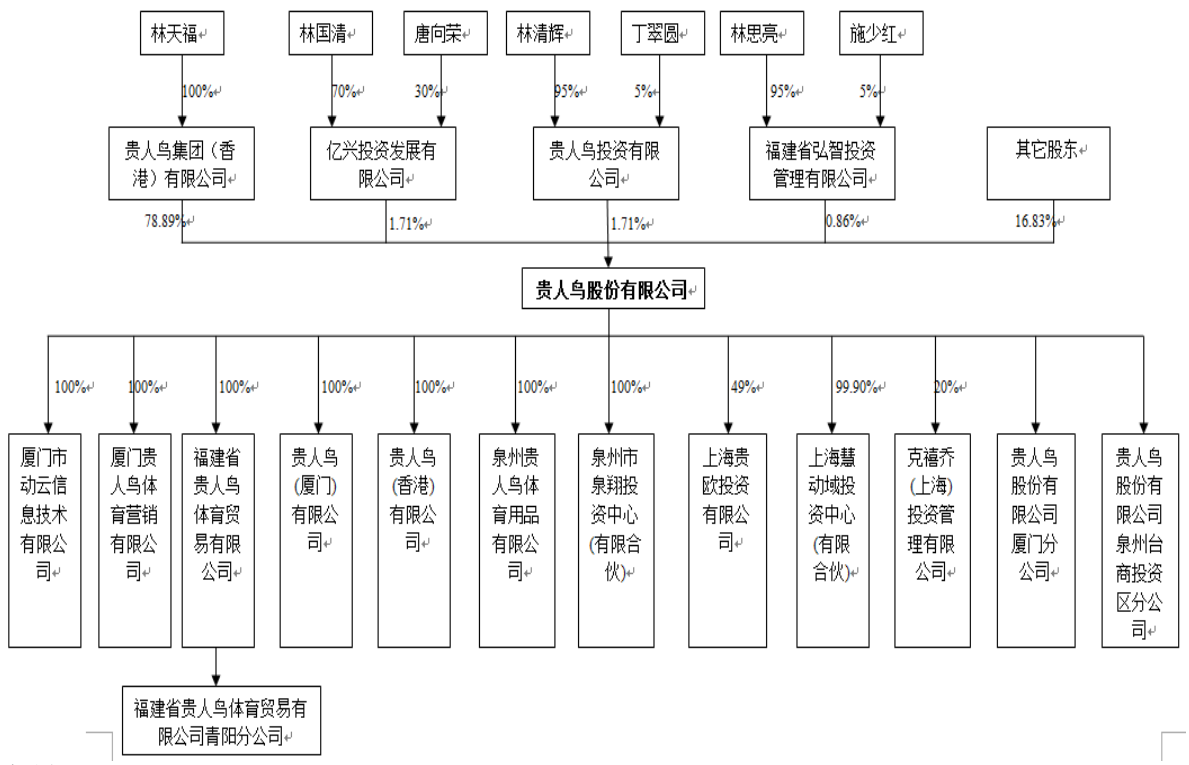
贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）的前身是贵人鸟（中国）有限公司，于 2004 年 7 月在泉州工商行政管理局登记注册，初始注册资本为 10,000.00 万港元，全部由贵人鸟（国际）有限公司（以下简称“贵人鸟国际”）出资，公司性质为外商独资企业。

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 52,500.00 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 8,900.00 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 2016 年 3 月末，公司总股本为 61,400.00 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 2016 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围未发生变化。

截至目前，公司下设财务管理中心、市场中心、商品管理中心、渠道管理中心、办公室、投资部等 18 个职能部门（附件 1），拥有 2 家分公司，10 家子公司，其中全资子公司 7 家。截至 2016 年 3 月末，公司本部及主要子公司在职员工人数为 4,505 名。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 48.27 亿元，负债合计 24.43 亿元，所有者权益合计 23.84 亿元（全部归属于母公司）。2015 年，公司实现营业收入 19.69 亿元，净利润 3.32 亿元（全部归属于母公司）；经营活动产生的现金流量净额为 5.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 52.34 亿元，负债合计 27.68 亿元，所有者权益合计 24.66 亿元（全部归属于母公司）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.25 亿元，实现净利润 0.82 亿元（全部归属于母公司）；2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-2.78 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.95 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、债券概况

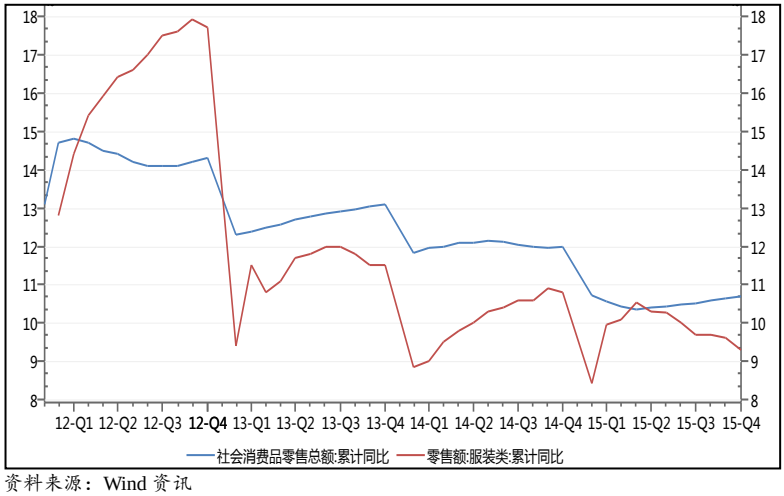
经中国证监会证监许可[2014]1197 号文核准，公司于 2014 年 12 月 3 日发行 8 亿元公司债券，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为 2014 年 12 月 5 日，票面利率为 6.80%，按年付息、到期一次还本。本次债券于 2014 年 12 月 23 日起在上海证券交易所挂牌上市，债券简称“14 贵人鸟”，上市代码“122346”。

本次债券募集资金主要用于补充营运资金，目前已使用完毕。本次债券 2014 年 12 月 3 日至 2015 年 12 月 2 日期间的利息已支付。

三、行业分析

2015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2014年均有不同程度下降。国际市场方面，全球经济复苏乏力，国际贸易壁垒以及我国人工成本增加导致国际订单转移，棉花价格倒挂，影响了我国服装出口增长。2015年，服装及衣着附件出口额累计1,742.80亿美金，同比下降6.40%，出口增速进一步下滑为负值。国内市场方面，受宏观经济下行、服装行业不景气影响，内需增速趋缓，社会消费品零售总额和服装类零售额增速均呈下降趋势。2004年以来，我国社会消费品零售总额年均增长16.00%；与之相应，我国服装鞋帽、针纺织品零售额过去10年年均增速为24.23%。但2014年以来，我国服装类零售额和社会消费品零售总额增速均低于近10年来平均增速，2014年服装类零售额实现8,936亿元，同比增长10.80%；社会消费品零售总额26.24万亿元，同比增长11.95%；2015年，我国社会消费品零售总额30.09万亿元，同比增长10.70%；服装类零售额9,588.10亿元，同比增长9.30%，增速进一步趋缓。

图 2　2012 年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

从盈利状况上看，2015 年，纺织服装、服饰行业主营业务收入达到 22,067.90 亿元，同比增长 5.60%，增速低于上年同期 2.42 个百分点；利润总额为 1,306.30 亿元，同比增长 4.00%，较上年下降 6.55 个百分点。经历了 2014 年盈利能力下滑后，纺织服装行业收入水平增速和盈利能力继续下滑。

2015 年，随着国家“十三五规划”提出“广泛开展全民健身行动”，全民健身意识进一步增强以及社会大众文娱活动的丰富开展。根据尼尔森发布的《2015 年中国体育人群调查研究报告》显示，分别有 80.00%和 70.00%的人群在过去一年里购买过运动鞋和运动服，跑步一族在运动装备上的平均消费超过 900.00 元，在运动服和运动鞋的支出也分别超过 800.00 元和 700.00 元，运动鞋服行业具有广阔的市场。

2015 年，在纺织服装行业不景气的情况下，运动服装行业经营情况所有好转，行业复苏迹象明显。2015 年，主要运动品牌通过严格控制库存和门店开设数量、加强电子商务营销和采取多元化品牌战略，都实现了较好业绩，其中李宁、安踏、特步等品牌增长率都超过 10.00%，如下表所示。

表 1　2015 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
2014 年	60.47	89.23	47.78	39.06	28.42	19.20
2015 年	70.89	111.26	52.95	44.59	31.08	19.69

资料来源：联合评级根据上市公司公开年报整理。

2016 年，运动鞋服公司订货会的订单额增长明显，其中鞋类订单金额增长高于服装订单金额。安踏 2016 年第二季度订单金额取得双位数升幅；361 度 2016 年夏季订货会订单总值同比增长 15.00%；特步 2016 年第二季度订货会订单总值录得 10.00%的涨幅。

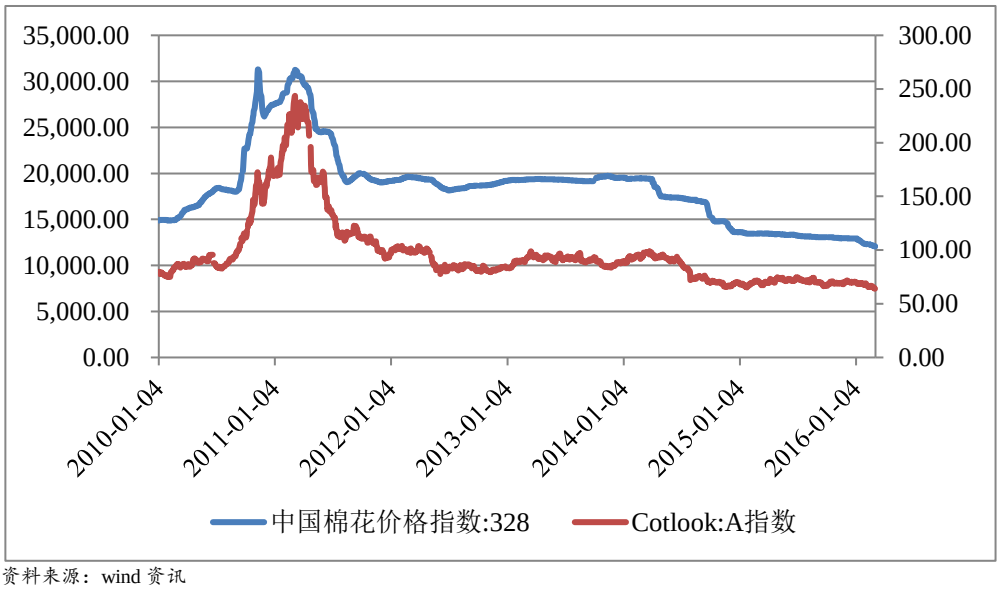
2015 年，运动鞋服行业的集中度依然较高，预计未来行业将继续优胜劣汰的过程，具有品牌号召力与转型能力的优秀企业将进一步占据更多的市场份额，市场得到进一步整合。

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，2015 年实现了业绩增长。贵人鸟虽然业务转型晚于行业内其他品牌，但是在“以零售为导向”的业务转型带动下，公司业绩在 2015 年开始恢复增长。

原材料方面，主要原料棉花和化纤原料价格呈下跌趋势。2015年以来，棉花价格继续回归市场化，价格水平持续下降，截至2015年底，国内328棉花价格跌至12,922.00元/吨。国际棉价方面，

2015年以来，受全球经济复苏缓慢等因素影响，国际市场棉价继续呈波动下降趋势，国外棉价仍低于国内棉价。但整体看，国内外棉花价差有所减小。化纤类服装面料价格方面，2015年化纤产品价格指数持续2014年的下滑趋势，截至2015年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的78.18跌至66.93。主要原材料的价格下滑有助于缓解运动服装企业成本压力。

图3　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。2015 年，鞋材制品依旧供大于求，制鞋原料行业产能过剩严重，产品竞争十分激烈。根据中国聚氨酯工业协会统计，当前国内 MDI 产能约为 302.00 万吨每年，但国内需求总量仅为 195.00 万吨左右，产能过剩严重。原材料供过于求有利于鞋服制造企业控制成本，提高盈利能力。

总体看，我国体育运动产业发展前景广阔，全民健身意识越来越高，运动鞋服行业拥有持续增长的市场空间。目前我国运动鞋服行业复苏态势基本确立，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

2015 年，公司副总经理陈奕先生、董事兼财务负责人程立军先生和独立董事王松奇因个人原因辞职，周世勇先生因个人原因辞去财务负责人一职；2016 年，独立董事宋常先生因个人原因辞职，独立董事李玉中先生因国资委和轻工业联合会文件要求辞职。公司及时增补了相关管理人员，保证了公司管理层正常工作运作，增补管理人员基本情况如下：

陈宗荣，1980 年生，曾任国辉鞋塑有限公司开发经理、爱奇鞋业开发经理、嘉庆鞋业有限公司开发经理，2016 年 4 月开始任公司副总经理。

程杭，1979 年生，毕业于清华大学精密仪器专业曾任，2004 年创立虎扑网，2007 年至今担任虎扑（上海）文化传播股份有限公司董事长兼 CEO，兼任上海慧动域投资中心（有限合伙）管理合伙人，2015 年 4 月开始任公司董事。

李志平，1980 年生，中级会计师、注册会计师，曾任致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计助理、项目经理、高级经理及业务部门主管经理，2015 年 8 月任公司财务负责人。

蔺会杰，1963 年生，中国政法大学法学硕士、公司法证券法领域专职律师，曾任新浪网技术(中国)有限公司证券主编，现任大沧海律师事务所律师，2016 年 5 月任公司独立董事。

闫钢军，1963 年生，中央财经大学会计学毕业，曾担任天健光华会计师事务所高级经理、天健正信会计师事务所高级经理及合伙人，现任致同会计师事务所(特殊普通合伙)合伙人，2016 年 5 月任公司独立董事。

袁卫东，1969 年生，EMBA 管理硕士学位，曾任上海庄臣有限公司全国销售总监、耐克体育（中国）有限公司大中华区销售总监，2015 年 8 月任公司副总经理职务。

周世勇，1976 年生，本科学历，EMBA 在读，曾任山东德棉股份有限公司证券事务代表、泉州九牧王洋服时装有限公司证券部经理。2009 年加入公司，担任总经理特别助理兼上市办主任，现任公司董事兼董事会秘书，同时于 2016 年 4 月开始增补为公司副总经理职务。

总体看，公司核心技术人员有所变动，但公司及时增补了相关人员，主要管理制度连续，管理运作正常，但公司高级管理人员变动应予以关注。

五、经营分析

1. 经营概况

2015 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，服装与配饰全部采用外包生产，运动鞋以自主生产为主。公司在以零售为导向的业务转型带动下，业绩开始恢复增长，2015 年实现营业收入 19.69 亿元，较上年增长 2.57%；实现净利润 3.32 亿元，较上年增长 6.28%。2015 年，公司主营业务收入 19.68 亿元，较上年增长 2.59%；其中运动服装收入为 8.37 亿元，较上年下降 2.87%，主要系服装行业不景气所致；运动鞋类收入为 11.04 亿元，较上年增长 7.34%，主要系以零售为导向的业务转型效果逐步显现，同时经销商库存好转，鞋产品的销量及及均价有所提高所致；配饰及其他收入为 0.27 亿元，较上年下降 4.14%。

从毛利率的情况看，2015 年公司主营业务毛利率 45.18%，较上年上升 4.19 个百分点；其中运动服装毛利率为 46.71%，较上年上升 5.02 个百分点；运动鞋类毛利率为 44.31%，较上年上升 3.74 个百分点。主要产品（运动服装和运动鞋类）毛利率水平均较 2014 年有一定幅度的增长，主要系公司加大研发支出、加快供应链反应速度及全面布局体育产业等因素所致。

表 2　2014~2015 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运动服装	8.62	44.92	41.69	8.37	42.53	46.71
运动鞋类	10.29	53.62	40.57	11.04	56.10	44.31
配饰及其他	0.28	1.46	35.52	0.27	1.37	33.63
合计	**19.19**	**100.00**	**40.99**	**19.68**	**100**	**45.18**

资料来源：公司年报

总体看，由于运动鞋服行业复苏及公司业务转型发展模式取得成效，公司经营规模有所扩大，毛利率增长明显。未来，随着公司业务模式的转变，公司盈利规模有望得到进一步提升。

2. 业务运营

2015 年，公司继续坚持“以零售为导向”的业务发展模式，从消费者需求出发细分产品专业定位，并持续投入提升品牌自主研发能力，加强零售终端运营，打造全新的运动空间、店铺规划及视觉陈列方案，提升消费者的购物体验。建立“伙伴顾问式”经销商管理模式，制定标准化服务流程，全程参与经销商渠道、零售、商品管理及培训工作，持续加大对门店调整力度。2015 年，公司关闭零售终端 1,126 家，新开零售终端 565 家。截至 2015 年底，公司营销网络已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，零售终端合计 4,465 家，较 2014 年底下降 11.16%。

继续推动公司由“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”的战略升级。

（1）原材料采购

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。

从采购量来看，公司 2015 年外协服装采购 1,025.10 万件，较上年下降 10.68%，主要系公司为合理控制经销商库存，适当控制经销商订货量所致。公司服装类产品前 5 大外协厂采购额占采购总额的 35.93%，采购集中度较上年有所降低。公司鞋面材料和鞋底材料采购量分别为 53.61 万米和 1,130.92 万双，分别较上年下降了 35.02%和 19.07%，主要系公司 2015 年主动消化去年库存减少生产数量所致。公司鞋类产品前 5 大供应商的采购额占采购总额的 37.05%，采购集中度一般。

表 3　2014～2015 年公司原材料采购情况

项目	项目	2014 年	2015 年
鞋面材料	采购量（万米）	82.50	53.61
	采购均价（元/米）	55.16	43.99
鞋底材料	采购量（万双）	1,397.34	1,130.92
	采购均价（元/双）	11.65	9.58
外协服装	采购量（万件）	1,147.64	1,025.10
	采购成本（元/件）	45.22	39.49

资料来源：公司提供

从采购成本看，2015 年，公司鞋类产品原材料价格均有所下降，其中鞋面材料价格较上年下降 20.25%，鞋底材料价格较上年下降 17.77%。细分看，公司 2015 年自产鞋类成本为 5,4691.79 万元，较上年下降 3.46%；其中，直接材料成本为 32,498.45 万元，较上年下降 2.60%；直接人工成本为 11,434.25 万元，较上年下降 4.00%；加工费为 2,064.48 万元，较上年下降 85.34%；制造费用为 8,694.60 万元，较上年下降 12.76%。2015 年，公司人工成本有所下降，主要系公司购置生产设备，一线生产员工人数减少所致。公司属于劳动密集型企业，人工成本的下降对有利于提升公司的盈利能力。

表 4　2014～2015 年公司自产鞋类产品成本（单位：万元、%）

项目	2014 年	占比	2015 年	占比
直接材料成本	33,366.22	58.90	32,498.45	59.42
直接人工成本	11,910.79	21.02	11,434.25	20.91
加工费	1,408.29	2.49	2,064.48	3.77
制造费用	9,966.52	17.59	8,694.60	15.90
合计	**56,651.83**	**100.00**	**54,691.79**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，由于公司主动消化库存，外协服装采购有所下降；同时，鞋类产品原材料价格下降也降低了公司采购成本，成本的下降有利于提升公司的盈利能力。

（2）产品产销

从产销情况看，2015 年，由于公司“以零售为导向的业务转型”战略初显成效，公司鞋类产品和服装类产品销量较上年小幅提升。其中鞋类产品销量为 1,233.41 万双，较上年增长 2.98%，鞋类销售均价为 89.53 元/双，较上年增长 4.23%，主要系鞋类产品销售情况较好，公司主动调高售价所致；服装类产品销量为 1,116.08 万件，较上年增长 1.94%，销售均价则较上年下降 4.71%，主要系服装类产品受市场影响较大，为支持经销商发展，公司根据市场情况适当调低产品售价所致。

从产能方面看，2015 年，公司产能基本平稳，原 IPO 募投项目之一的鞋生产基地（惠南）建设项目已经取消，募集资金主要用于晋江鞋生产基地智能化技术改造项目及补充流动资金。剔除外协加工影响，公司 2015 年自身产能利用率有所降低，主要系公司主动消化上年库存所致。

表 5　2014~2015 年公司产品产销情况

项目		2014 年	2015 年
鞋类产品	产能（万双）	1,190.00	1,190.00
	自行生产产量（万双）	1,192.78	1,061.31
	外协加工产量（万双）	103.29	85.95
	销量（万双）	1,197.70.	1,233.41
	销售均价（元/双）	85.90	89.53
	产能利用率（%）	100.23	89.19
	产销率（%）	92.41	107.51
服装类产品	外协加工产量（万件）	1,147.64	1,025.10
	销量（万件）	1,094.80	1,116.08
	销售均价（元/件）	78.70	74.99
	产销率（%）	95.40	108.88

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。

从营销网络看，2015，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。2015 年，公司坚持“以零售为导向”的业务升级模式，组建专业团队协助经销商改善经营能力，合理控制经销商订货规模，经销商经营状况有较大改善，公司业绩也出现小幅增长。2015 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，公司继续加大对零售终端的调整，关闭不盈利店铺或盈利能力较差的店铺，截至 2015 年底，公司共有零售终端 4,465 家（其中新开零售终端 565 家，关闭零售终端 1,126 家）。

表 6　截至 2015 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		贵人鸟	
门店数	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
	7,662	7,031	5,626	6,133	7,319	7,208	6,004	5,999	5,026	4,465

资料来源：联合评级整理
注：上表中除李宁外，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 2015 年底，公司位于华东和西南区域终端数量合计占比 49.68%，占比有所降低；三、四线城市门店数合计占比 71.91%，公司营销网络布局仍集中在三、四线城市。

从产品销售管理看，公司2015年继续坚持“以零售为导向”的业务发展模式，从消费者需求出发分产品专业定位，并持续投入提升品牌自主研发能力，加强零售终端运营，打造全新的运动空间概念、店铺规划及视觉陈列方案，提升消费者的购物体验。从客户集中度来看，公司2015年前5大客户占营业收入的比例由上年的24.01%上升至26.50%，公司对下游主要销售客户的依赖度有所增强，但仍属较低。

总体看，公司“以零售为导向的业务转型”战略初显成效，鞋服销量有所提高。随着公司采取不同程度的销售终端整顿策略、加强零售终端运营及提升品牌自主研发能力等措施，公司未来销售规模有望继续扩大。

(3)经营效率

从经营效率看，公司2014年成功IPO和发行公司债，2015年成功发行短期融资债券，资产规模增长较快，总资产周转率由上年0.55次下降至0.44次；公司应收账款周转率由1.42次上升至1.54次，主要系公司严格执行应收账款管理制度，及时收回货款所致；公司存货周转率由6.92次下降至5.32次，主要系公司营业成本下降所致。与同行业相比，公司总资产周转率与应收账款周转率偏低，存货规模则控制在较好水平。

表 7　2015 年运动鞋服行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

上市公司	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
361 度	4.70	2.28	0.52
匹克体育	5.80	3.35	0.50
李宁	3.47	5.25	1.10
安踏体育	6.31	10.90	0.93
特步国际	6.32	3.13	0.66
贵人鸟	**5.65**	**1.39**	**0.43**

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。

2015 年，公司全面布局体育产业。公司与虎扑体育构建了战略合作关系，并成立了体育产业基金上海慧动域投资中心（有限合伙）（以下简称动域资本），已投资包括“懂球帝”、“智慧运动场”及“咸鱼游戏”等 14 个项目，涵盖跑步、健身及教育培训等多个体育服务行业；公司对西班牙足球经济公司 BOY 进行了第一期投资 500.00 万欧元并向其提供了 500.00 万欧元的分利资本化贷款，投资完成后持有 BOY30.77%的股权；公司与大体协、虎扑等合资成立的康湃思已经设立完成，康湃思举办的中国大学生马拉松联赛等项目已在全国多个高校开展，赛事推广、招商工作正在稳步推进。

总体看，2015 年公司继续坚持“以零售为导向”的业务发展模式，产品销量稳步增加，去库存效果明显。随着公司全面布局体育产业，加强品牌建设，公司经营规模有望进一步扩大。

3．经营关注

⑴劳动力成本上升，公司成本控制压力加大

劳动力成本在鞋服产品成本中占有较高的比重。近年来，我国劳动力成本持续上升，对公司成本控制带来一定的压力。

⑵运动鞋服行业市场竞争激烈，公司核心竞争力仍需提高

我国运动鞋服行业竞争激烈，在品牌、销售渠道、研发及价格等方面均有所体现。公司竞争对手既有耐克和阿迪达斯等国际品牌，也有安踏、特步及 361 度等国内运动品牌，同时还面临优衣库、HM 等快时尚品牌的竞争。公司目前在品牌形象、产品设计及渠道建设方面都受到同行业的激烈竞争，公司核心竞争力仍需进一步提高。

⑶公司体育产业运营经验和人才储备不足，战略转型存在一定不确定性

公司正在推动由“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”的战略转型，体育产业发展前景广阔，但目前我国体育产业尚不成熟，缺少盈利模式相对清晰的项目，并且公司体育产业运营经验和人才储备上尚不充足，体育产业投入巨大，需要大量资金支持，公司战略转型存在一定的不确定性。

⑷公司批发销售的模式可能使销售业绩受到不利影响

公司每年与经销商签订区域经销合同，设定销售目标，经销商可通过自由零售终端或向其下属零售运营商销售公司产品。该模式有利于快速拓展营销网络及提高市场占有，但如果经销合同到期后经销商不续约，或者经销商无法按计划完成销售目标，公司的销售业绩将受到不利影响。

4．重大事项

公司拟非公开发行股票相关事项已经 2016 年第一次临时股东会决议通过，本次非公开发行的发行对象不超过 10 名特定投资者，发行股票数量不超过 6,600 万股，发行募集资金总额不超过 154,138.86 万元（含 154,138.86 万元），本次募集资金将用于供应链建设项目、体育云平台建设项目和偿还银行贷款。目前，公司已向中国证券监督管理委员会申报反馈意见，并对反馈意见的回复作出补充说明。

通过本次非公开发行股票有利于推动公司战略升级，从业务转型和产业布局两方面增强公司的核心竞争力，也有利于优化公司资本结构，增强抗风险能力，促进公司的持续发展。

5．未来发展

公司将继续推动由“传统运动鞋服行业经营”向“以体育服装用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团”的战略升级，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。

在运动鞋服行业方面，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。

在体育产业方面，以参与人数巨大、消费潜力巨大、发展空间巨大的运动项目为核心，以运动项目爱好者的消费热点为投资布局，以专业赛事为引导，以群体赛事、活动为推动，以体育用品消费为基础，做大做强体育产业。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

六、财务分析

公司 2015 年合并财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年纳入合并范围的子公司共 7 家，其中新设立 4 家子公司。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 2015 年底，公司合并资产总额 48.27 亿元，负债合计 24.43 亿元，所有者权益合计 23.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 23.84 亿元。2015 年，公司实现营业收入 19.69 亿元，净利润 3.32 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 5.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.59 年亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 52.34 亿元，负债合计 27.68 亿元，所有者权益合计 24.66 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 24.66 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.25 亿元，实现净利润 0.82 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.82 亿元；2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-2.78 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.95 亿元。

1. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 48.27 亿元，较年初增长 14.78%，主要系货币资金大幅增长所致。资产总额中，流动资产占 68.16%，非流动资产占 31.84%，非流动资产占比较年初上升了 13.72 个百分点。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 32.90 亿元，较年初下降 4.46%，主要系其他流动资产大幅减少所致；主要由货币资金（占 51.00%）、应收账款（占 37.16%）及存货（占 5.19%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 16.78 亿元，较年初增长 40.61%，主要系公司发行短期融资券募集资金到账及理财产品到账所致所致；其中使用受限资金 1.05 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。公司应收账款为 12.22 亿元，较年初下降 4.95%，主要系公司严格执行应收账款管理，及时收回货款所致；截至 2015 年底，公司按照账龄分析法计提应收账款坏账准备 7,305.05 万元，计提比例 5.64%，计提比例较上年上升 2.13 个百分点，主要系公司与太原市乐意商贸有限公司存在诉讼事项，款项可回收风险较大所致。从应收账款的账龄来看，一年以内应收账款为 10.90 亿元，占 84.10%；1~2 年的应收账款为 1.83 亿元，占 14.12%。

表 8　应收账款前五名情况（单位:万元、%）

单位名称	账面余额	占比	坏账准备
沈阳天运成体育用品有限公司	9,363.67	7.19	611.76
四川省凯运体育用品有限公司	8,480.85	6.51	1,698.37
南京海旺圣体育用品有限公司	6,452.91	4.95	242.57
北京极速飞翔体育用品有限公司	6,228.28	4.78	249.47
合肥宝威龙体育用品有限公司	5,938.56	4.56	319.69
合计	**36,464.26**	**27.99**	**3121.86**

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司存货为 1.71 亿元，较年初下降 19.07%，主要是由于 2015 年春节较晚，

公司产品发货相应推迟，去年年末存货余额较大；公司共计提存货跌价准备 1,710.41 万元，全部为库存商品和原材料跌价准备，计提较为充分；当年转销 232.25 万元。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 15.37 亿元，较年初增长 101.71%，主要系可供出售金融资产增加所致；主要由可供出售金融资产（占 41.58%）、固定资产（占 35.33%）和无形资产（占 8.52%）构成。

截至 2015 年底，公司按成本计量的可供出售金融资产为 6.39 亿元，主要系公司 2015 年参与设立动域资本及投资虎扑（上海）文化传播有限公司（以下简称“虎扑”）新增所致；公司固定资产账面价值 5.43 亿元，较年初下降 1.56%，主要系公司处置或报废房屋建筑物所致；固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具及电子设备等构成，累计计提折旧 1.90 亿元，固定资产成新率为 74.08%。公司无形资产账面价值 1.31 亿元，较年初增长 2.98%，主要系公司购买软件所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 52.34 亿元，较年初增长 8.43%，主要系应收账款和可供出售金融资产增加所致；从构成看，资产中流动资产占比 67.34%、非流动资产占比 32.66%，资产结构较 2015 年底变化不大。

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，非流动资产以可供出售金融资产和固定资产为主。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

2015 年 10 月，公司完成 4 亿元短期融资券的发行，负债规模继续扩大。截至 2015 年底，公司负债合计 24.43 亿元，较年初增长 24.00%，其中流动负债和非流动负债分别占比 66.41%和 33.59%，流动负债占比提高。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 16.22 亿元，较年初增长 41.01%，主要由短期借款（占 37.16%）、应付票据（占 11.86%）、应付账款（占 19.48%）和其他流动负债（占 24.58%）构成。

截至 2015 年底，短期借款期末余额为 6.03 亿元，较年初增长 21.70%，主要系业务需要，增加银行借款所致。应付票据全部为银行承兑汇票，余额为 1.92 亿元，较年初下降 14.39%，主要系公司减少使用票据结算方式所致。应付账款期末余额为 3.16 亿元，较年初下降 16.14%，主要系公司成本下降所致；其中应付货款占 90.19%，其余为广告费、长期资产采购款及其他。其他流动负债为 3.99 亿元，全部为 2015 年发行的短期融资券。应交税费较年初大幅增长 241.39%，主要系当年应交的企业所得税及增值税余额增加所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债 8.20 亿元，其中应付债券（占 96.95%）为“14 贵人鸟”，余额为 7.95 亿元；其余为公司递延收益，主要是与资产相关的政府补助。

2015 年，公司通过发行短期融资券，资产规模和债务规模增长，有息债务规模扩张，债务负担有所加重。截至 2015 年底，公司全部债务为 19.90 亿元，较年初增长 31.36%。其中短期债务为 11.94 亿元，较年初增长 65.81%；长期债务为 7.96 亿元，较年初增长 0.12%。截至 2015 年底，公司全部债务资本化比率为 45.49%，较年初增长 5.10%；长期债务资本化比率为 25.02%，较年初小幅下降；资产负债率为 50.60%，较年初上升 3.76 个百分点。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 23.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 23.84 亿元，较年初增长 6.65%，主要系公司盈余公积和未分配利润增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 25.75%，资本公积占 35.18%，盈余公积占 7.29%，未分配利润占 31.73%，所有者权益稳定性一般。

公司于 2016 年 1 月发行了 4 亿元短期融资券，负债水平有所增加。截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 27.68 亿元，其中流动负债 19.47 亿元，非流动性负债 8.21 亿元；公司资产负债率较上年底增长 2.28 个百分点，上升至 52.88%。公司所有者权益为 24.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.66 亿元。

总体看，公司有息债务规模有所扩张，债务负担所有加重，但整体负债水平适中；所有者权益中未分配利润占比较高，稳定性一般。

2．盈利能力

2015 年，由于公司加大对零售终端的调整、继续协助经销商提升零售管理能力以及“以零售为导向”的业务转型发展模式取得成效，公司实现营业收入 19.69 亿元，较上年增长 2.57%；营业成本 10.79 亿元，实现营业利润和净利润分别为 3.77 亿元和 3.32 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 3.32 亿元。

从期间费用来看，2015 年，公司费用总额为 4.49 亿元，较上年增长 15.39%。其中，销售费用为 2.03 亿元，同比增长 5.01%，主要系公司广告费及订货会务费有所提升所致；管理费用 1.50 亿元，同比增长 3.59%，主要系公司研发费用和员工薪酬福利增加所致；财务费用 0.96 亿元，同比增长 88.03%，主要系公司发行债券导致利息费用增加所致。2015 年公司费用收入比上升了 2.53 个百分点至 22.82%。

从各项盈利指标来看，公司 2015 年营业利润率从 40.23%提升至 44.32%；净资产收益率由年初的 17.57%下降至 14.36%。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 9　2015 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
行业中位值	5.82	6.19	22.14
361 度	10.56	10.10	40.89
匹克	10.15	8.59	38.67
李宁	2.14	0.56	45.03
安踏体育	24.08	24.92	46.61
特步国际	12.25	13.04	42.24
贵人鸟	**11.94**	**14.36**	**44.71**

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；中位值采用 wind 所统计的沪深所有上市公司中的数据。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.25 亿元，实现营业利润和净利润分别为 1.10 亿元和 0.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.82 亿元。

总体看，公司通过调整业务发展模式，盈利规模有所扩大，整体盈利能力较强。

3．现金流

从经营活动情况来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.99 亿元，较上年增长 517.98%，主要系经营活动现金流出减少所致。公司经营活动现金流入量为 21.63 亿元，较上年增长 1.20%，主要系收入增加带来的回款增加所致；经营活动现金流出为 15.64 亿元，较上年下降

23.36%，主要系支付的供应商货款保证金及支付的各项税费减少所致。2015 年公司现金收入比为 105.73%，较上年上升 1.91 个百分点，收入实现质量处于较高水平。

从投资活动情况来看，2015 年，公司投资活动现金流量净额为-5.56 亿元，其中投资活动现金流入上年 95,000.00 元增加至 12.38 亿元，主要系收回理财本金、定期存款到期收回以及与资产相关政府补助所致；投资活动现金流出规模较上年增加 8.33 亿元，主要系公司增加体育产业投资及定期存款所致。

从筹资活动情况看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.15 亿元，较上年减少 8.49 亿元，主要系公司上期 IPO、发行公司债券及本期筹资减少所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流呈净流出 2.78 亿元，投资活动现金流呈净流出 1.93 亿元，筹资活动现金流呈净流入 2.76 亿元；公司现金及现金等价物净增加额-1.95 亿元。

总体看，公司 2015 年经营活动现金流量规模较大，收入实现质量有所提升；投资规模大幅减小；由于上期公司 IPO 及发行公司债券，未来筹资压力不大。

4．偿债能力

2015 年，由于公司发行短期融资券，整体资金流动性得到补充，但整体负债率有所上升，短期偿债压力有所加大。其中，流动比率从 2014 年的 2.99 倍降至 2.03 倍；速动比率从 2.81 倍降至 1.92 倍；现金短期债务比从 1.95 倍降至 1.48 倍，现金对短期债务的保护程度下降，但仍处于较高水平。总体看，公司短期偿债能力较强。

2015 年，公司 EBITDA 为 6.04 亿元，较上年增长 16.48%，主要系计入财务费用的利息支出和利润总额增加所致。2015 年 EBITDA 构成中利润总额占 73.83%、计入财务费用的利息支出占 18.37%、折旧摊销占 7.80%。2015 年 EBITDA 全部债务比为 0.30 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较好；EBITDA 利息倍数为 5.44 倍，均较上年有所下降，但仍处于较好水平，公司 EBITDA 对利息的保障能力较好；经营现金债务保护倍数由年初的 0.06 倍上升至 0.30 倍，主要系公司经营性现金流量净额大幅增加所致。总体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2015 年底，公司获得中国银行、建设银行、兴业银行等综合授信额度 23.50 亿元，已使用授信 6.02 亿元，可用余额 17.48 亿元；公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1041018100017960U），截至 2016 年 4 月 15 日，公司无未结清或已结清关注类和不良类贷款信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金类资产较为充裕，资产负债率有所上升，短期偿债压力有所加大。随着公司业务发展模式转型显现成效及经销商盈利能力的改善，公司整体偿债能力有望得到增强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 17.68 亿元，为“14 贵人鸟”本金 8 亿元的 2.21 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；截至 2015 年底，公司净资产达 23.84 亿元，约为本次债券本金的 2.98 倍，公司现金类资产和净资产对“14 贵人鸟”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 6.04 亿元，约为本次债券本金的 0.76 倍，公司 EBITDA 对“14 贵人鸟”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 5.99 亿元，约为本次债券本金的

0.75 倍，公司经营活动现金流入量对“14 贵人鸟”的覆盖程度较好。

总体看，公司现金类资产充足，对本次债券保障作用较强，公司盈利和经营活动产生的现金对本次债券覆盖程度较好，本次债券到期不能偿付的风险较小。

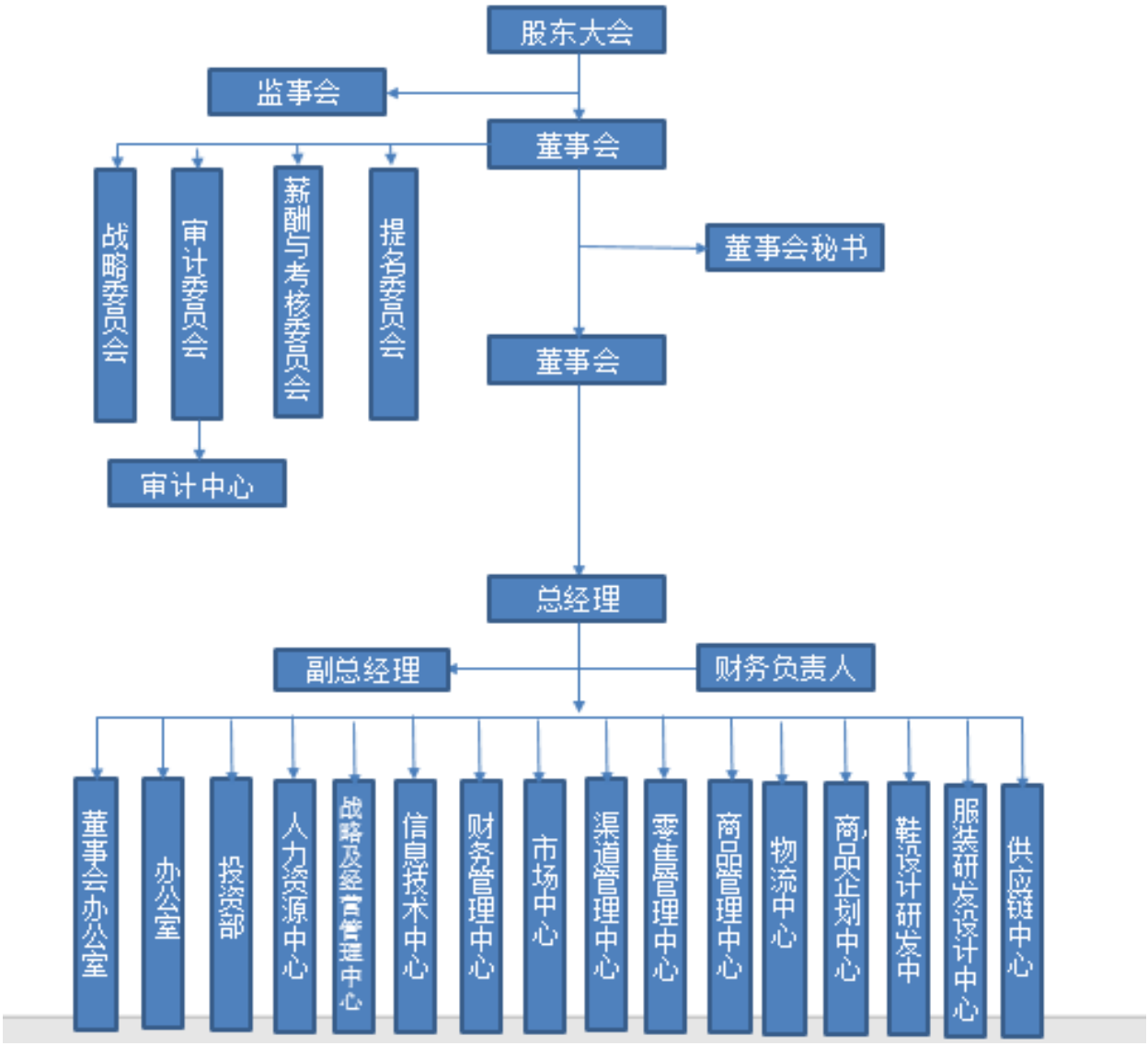
八、综合评价

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。2015，公司继续“以零售为导向”业务发展模式，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。公司通过加强零售终端运营，通过建立“伙伴顾问式”的经销商管理模式，全程参与经销商的管理，提升了终端店铺销售能力，公司去库存效果显著，2015 年营业收入有所增长；受益于原材料价格下降，公司毛利率有所上升。同时，联合评级关注到公司应收账款占比仍较高，资金占用较大，公司短期债务比例较高，面临一定的偿债压力。

未来公司将积极实现由传统运动鞋服经营向体育产业运营的战略升级，推动“贵人鸟”品牌业务由“批发模式”向“以零售为导向”的业务转型。随着鞋服行业逐渐回暖以及公司业务发展模式转型初显成效，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　贵人鸟股份有限公司
组织结构图



附件2 贵人鸟股份有限公司主要财务

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	42.06	48.27	52.34
所有者权益（亿元）	22.36	23.84	24.66
短期债务（亿元）	7.20	11.94	7.07
长期债务（亿元）	7.94	7.95	7.96
全部债务（亿元）	15.15	19.90	15.02
营业收入（亿元）	19.20	19.69	5.25
净利润（亿元）	3.12	3.32	0.82
EBITDA（亿元）	5.19	6.04	--
经营性净现金流（亿元）	0.97	5.99	-2.78
应收账款周转次数(次)	1.42	1.54	0.38
存货周转次数（次）	6.92	5.32	1.97
总资产周转次数（次）	0.55	0.44	0.10
现金收入比率（%）	103.82	105.73	15.67
总资本收益率（%）	12.48	10.90	1.97
总资产报酬率（%）	13.52	12.24	2.18
净资产收益率（%）	17.57	14.36	3.39
营业利润率（%）	40.23	44.32	41.92
费用收入比（%）	20.29	22.82	19.36
资产负债率（%）	46.84	50.60	52.88
全部债务资本化比率（%）	40.39	45.49	37.85
长期债务资本化比率（%）	26.22	25.02	24.39
EBITDA 利息倍数（倍）	9.81	5.44	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.34	0.30	--
流动比率（倍）	2.99	2.03	1.81
速动比率（倍）	2.81	1.92	1.75
现金短期债务比（倍）	1.95	1.48	2.47
经营现金流动负债比率（%）	8.43	36.95	-14.26
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.76	--

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；3、2016 年 1~3 月财务数据未经审计；4、EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金
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 4　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。