

信用等级公告

联合[2014]128 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拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2014 年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：张连娜 王丽娜 张琳

二零一四年六月三日

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.lianhecreditrating.com.cn>

贵人鸟股份有限公司

2014年8亿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：不超过8亿元

债券期限：不超过5年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2014年6月3日

财务数据

项 目	2011年	2012年	2013年	14年3月
资产总额(亿元)	19.22	25.41	27.55	38.20
所有者权益(亿元)	9.18	12.88	13.18	22.76
长期债务(亿元)	--	--	--	--
全部债务(亿元)	4.56	6.38	7.82	9.59
营业收入(亿元)	26.49	28.55	24.06	5.53
净利润(亿元)	4.08	5.28	4.23	0.76
EBITDA(亿元)	5.41	7.03	6.58	--
经营性净现金流(亿元)	2.75	4.68	2.02	-1.22
营业利润率(%)	37.91	39.95	39.75	37.90
净资产收益率(%)	54.73	47.87	32.50	4.24
资产负债率(%)	52.24	49.31	52.16	40.42
全部债务资本化比率(%)	33.18	33.14	37.24	29.65
流动比率	1.29	1.51	1.46	1.98
EBITDA 全部债务比	1.19	1.10	0.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.51	17.48	14.05	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.68	0.88	0.82	--

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.公司2014年1季报未经审计，相关财务指标未年化。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

张玮

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）的评级反映了公司作为国内较为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，主业突出，具有一定的市场认可度，在生产规模、营销网络覆盖面、区位等方面具备一定优势。同时，联合评级也关注到运动鞋服行业竞争激烈、库存高企、人力成本上升、对营销网络控制力较弱等因素对公司经营状况产生的不利影响。

2014年1月公司成功上市。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较强，盈利水平较高，整体偿债能力较强。受行业前期扩张较快、市场需求不振等因素影响，近年来公司盈利规模有所下降。未来随着IPO募投项目的建成投入运营，公司整体竞争力和抗风险能力将进一步增强，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为国内较大型的运动鞋服生产企业之一，具有一定的规模优势，在国内三、四线市场具有较高的知名度和客户认可度。

2. 公司主业突出，多年来坚持深耕“贵人鸟”品牌，盈利能力在同行业中处于较好水平。

3. 公司位于我国最大的运动鞋服产业集群所在地，所处区域具有较强产业集群优势，有利于公司对产业链进行有效整合。

4. 公司采用以销定产的生产模式，存货滞压风险较小；较低的存货规模减少了公司资金占用，有利于提高经营效率。

关注

1. 运动鞋服行业进入门槛较低，市场竞争激烈；相对于同行业竞争对手，目前公司整体销售网络覆盖率仍有待提高。

2. 公司销售采取经销商买断销售模式，对经销商依赖度较高，使得公司对营销网络的控制力较弱，经销商到期不续约将对公司营销网络布局带来很大影响。

3. 公司对经销商的扶持导致了应收账款的持续、迅速增长，应收账款规模较大使公司面临一定的资金占用压力。

4. 公司债务构成较为单一，全部由短期债务构成，债务结构有待改善。

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。

贵人鸟股份有限公司 2014 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

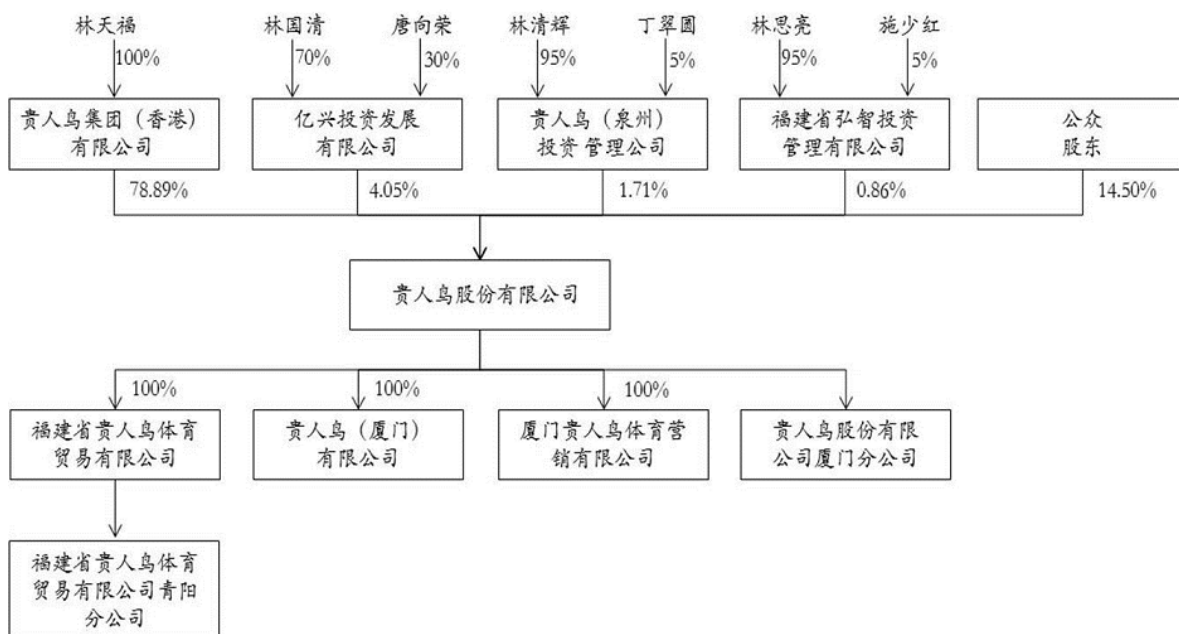
贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）的前身是贵人鸟（中国）有限公司，于2004年7月在泉州工商行政管理局登记注册，初始注册资本为10,000万港元，全部由贵人鸟（国际）有限公司（以下简称“贵人鸟国际”）出资，公司性质为外商独资企业。

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3月底，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3月底公司股权结构图



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，拥有 3 家全资子公司，1 家分公司。截至 2013 年底，公司本部及主要子公司在职员工人数为 4,486 名。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 27.55 亿元，负债合计 14.37 亿元，所有者权益合计 13.18 亿元。2013 年，公司实现营业收入 24.06 亿元，净利润 4.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 2.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.89 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 38.20 亿元，负债合计 15.44 亿元，所有者权益合计 22.76 亿元。2014 年 1~3 月公司实现营业收入 5.53 亿元，净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-1.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.67 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

1. 本期债券概况

本期债券名称为“贵人鸟股份有限公司 2014 年公司债券”，预计发行规模不超过人民币 8 亿元，票面金额为 100 元，按票面金额平价发行。本次债券期限不超过 5 年，可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，具体期限构成和各期限品种的发行规模由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况和公司资金需求情况确定。

本期债券票面利率在债券存续期限内固定不变，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面利率由公司和保荐机构（主承销商）根据市场情况协商确定。

2. 本期债券募集资金投资项目

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充公司营运资金。

三、行业分析

公司主要从事“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，属运动鞋服行业。

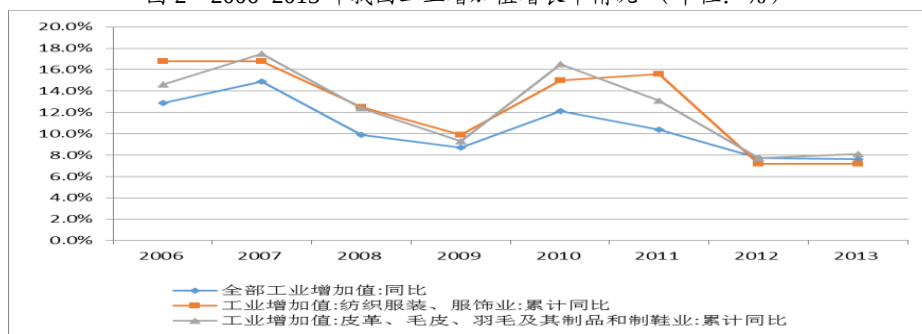
1. 行业现状

运动鞋服行业位于纺织工业及制鞋产业链中后端，其产品直接面对终端消费者。

运动鞋服行业发展主要依赖于国民经济与国民收入的增长。随着我国居民收入稳步提升、健康意识逐渐增强，全民健身计划全面铺开，体育运动成为人民群众日常休闲活动的重要组成部分，与之相关的运动鞋服消费市场不断扩大。

从行业发展趋势上看，2008 年以前，运动鞋服行业因居民收入水平的提升快速发展，处于爆发增长期，市场增速高达 30% 以上。根据 Euromonitor 的研究数据，2006~2010 年间，我国运动鞋销售额由 304.85 亿元增长至 541.53 亿元，年均复合增长 15.45%，预计 2015 年我国运动鞋销售额将达到 929.93 亿元。

图 2 2006~2013 年我国工业增加值增长率情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

我国人口众多、地域广阔，东西南北各地存在较大差异。国内运动鞋服企业主要通过经销商销售模式实现快速扩张，企业对终端渠道的管理投入较少。这种经营方式在运动鞋服行业快速发展时期贡献突出。随着2008年奥运会的举办，国内运动氛围高涨，全民运动计划大力推广，运动鞋服行业抓住机遇，大力拓展经销网络和生产规模。但自2011年以来，经济发展速度有所下滑，社会消费增长趋缓，纺织服装行业大环境景气度下降，运动鞋服企业前端渠道库存面临大量积压。2012年，多家运动鞋服企业经历“关店潮”，行业处于深度调整期。

进入2013年，尽管各家运动品牌关店数量较2012年有所减少，关店趋势较平稳，但受制于经济持续放缓、消费者信心下滑、新兴零售渠道分流消费群体等诸多因素影响，运动鞋服行业依然持续低迷，“去库存”依然是主旋律。根据行业相关订单数据，2014年运动鞋服行业整体订单量逐步回升，市场有所回暖。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。

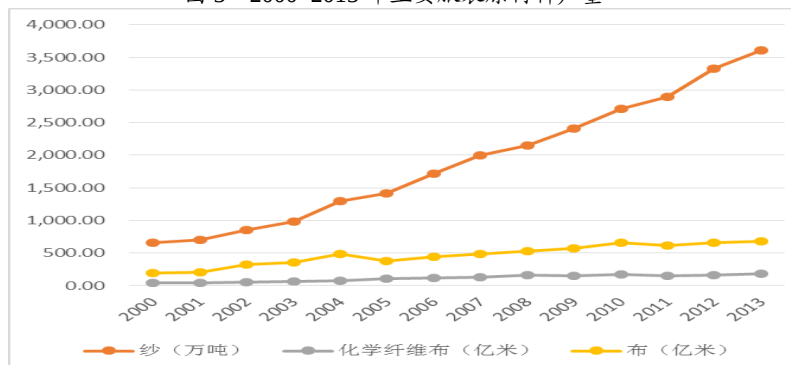
2. 上游原材料情况

运动鞋服的原料主要是纺织材料和鞋材。

纺织材料

服装产品的原材料主要包括：化学纤维、纱、布（棉布、麻布）三大类。国家统计局资料显示，近年来我国的纺织行业发展较快，主要纺织工业产品中化学纤维、纱和布的产量都有了不同程度增长，可充分满足服装行业需求。如图 3 所示，截至 2013 年底，我国纱产量达到 3,610.96 万吨，布产量达到 683.45 亿米，化学纤维布产量达到 178.05 亿米。

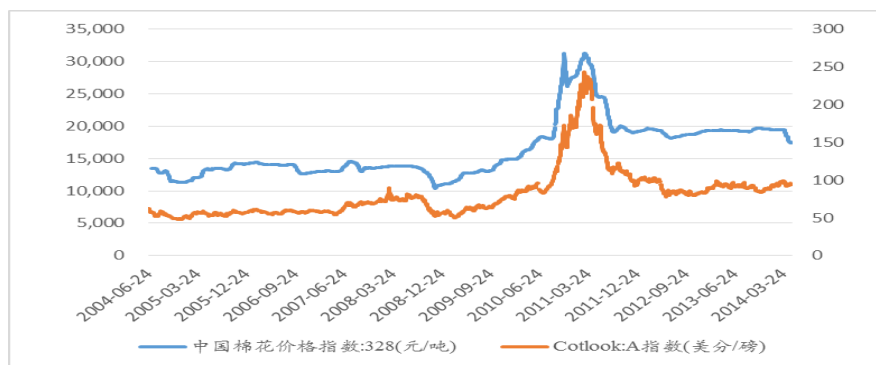
图 3 2000~2013 年主要服装原材料产量



资料来源：国家统计局

原材料价格方面，主要原料棉花的采购价格波动增长。2010 年棉花价格波动巨大；为应对棉花价格大幅波动和供需矛盾，稳定国内市场预期，2011 年我国启动棉花临时收储政策，对稳定市场及一定程度上维护农民利益起到了重要作用，同时也不断拉大国内外棉花价差。2013 年以来，我国政府棉价在临时收储政策的支撑下，始终保持在 19,000 元/吨以上，与国际市场的价差维持在 4,000 元/吨左右。截至 2013 年 12 月底，中国 328 级棉价格指数为 19,201 元/吨，而进口棉价格指数 FC Index M 级（相当于中国 328 级棉花）为 94.19 美分/磅，1%关税下折到岸税后价为 14,729 元/吨，比国内价格低 4,472 元/吨，滑准税下折到岸税后价为 15,549 元/吨，比国内棉价低 3,652 元/吨。国内外棉花价差拉大造成了我国部分企业效益恶化，棉纺产业链竞争力严重下降，削弱了我国纺织行业的国际竞争力。随着棉花临时收储政策改革的呼声越来越高，2014 年棉花收储政策有望调整，届时国内外棉花价格差将逐渐缩小，有利于稳定国内服装纺织企业成本。

图 4 2004 年~2014 年年初国内外棉花价格对比



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

鞋材制造业

鞋材制造行业涉及的原料种类多，主要材料包括 PU 人造革、皮革、边肚塑料片、鞋底、鞋扣及相关化工材料等。多种原材料价格波动，一定程度上会影响鞋材产品价格，但由于分摊到每双鞋上的成本较低，对鞋品价格的影响较小。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。

以重要原料合成革为例，目前国内合成革产量增长迅速。人造革合成革行业是塑料加工业的重要组成部分，由于下游需求增长和国际产业转移，2000~2012 年我国合成革产量从 41 万吨增长到了 314 万吨，复合增速达 18.5%，增速较快；2012 年人造革、合成革产业规模以上企业 540 家，约占塑料加工业的 2%，实现产值 1,041 亿元，产量为 314 万吨。该行业为完全竞争行业，产能主要集中在浙江、福建等地。目前，我国合成革行业产能过剩严重，产品竞争十分激烈，尤其是普通的 PVC 革、PU 革产品。2013 年，伴随国家去产能、地方政府产能收缩政策的实施，行业景气度有所下降，但预计经历产业整合后国内合成革供需格局将获得改善。

表 1 2006~2013 年我国 PU 合成革市场规模

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
规模（亿米）	6.71	7.93	8.88	9.82	11.04	12.51	14.36	16.37
增长率	16.97%	18.18%	11.98%	10.59%	12.42%	13.32%	14.79%	14.00%

数据来源：中国塑协

根据国家统计局公布数据，2013 年，全国轻革累计完成产量 55,056.83 万平方米，同比减少 23.68%。尽管受制于国家产业政策调整，2013 年轻革产量有所下降，但长期供大于求的局面并非短期内可改变，其产量仍能满足制鞋行业需求，制鞋行业原材料供给充足。

图 5 2011~2013 年全国轻革行业月度产量对比



数据来源：中经网

总体来看，运动鞋服行业的上游产业链发展完善。在棉花收储政策调整预期下，未来棉花国内外价差将缩小，这有利于国内纺织服装企业提升竞争力；鞋材行业涉及原料众多，供应充足，鞋材供应环境较稳定。

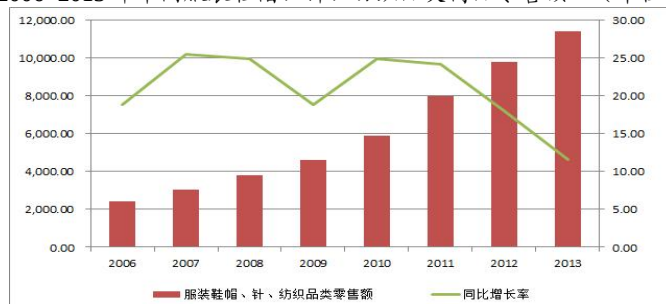
3. 下游需求

运动鞋服行业的下游为终端消费者。我国拥有超过 13 亿人口，是全球最大的消费市场之一。13 亿人口的巨大运动鞋服消费需求，是该行业长期发展的有力保障。

近年来我国经济总量不断提升，城乡居民收入持续快速增长，消费品市场发展迅速。根据国家统计局的统计数据，2013 年全国城镇居民家庭人均可支配收入由 2006 年的 11,759 元增长到 26,955 元，年均复合增长 12.58%；人均全年消费性支出由 2006 年的 8,697 元增长到 18,023 元，年均复合增长 10.97%；2013 年全国农村居民家庭人均纯收入由 2006 年的 3,587 元增长到 8,896 元，年均复合增长 13.85%；人均生活消费支出由 2006 年的 2,829 元增长到 6,626 元，年均复合增长 12.93%。随着人均收入水平及消费支出逐步增加，城乡居民衣着类消费水平稳步提高。2012 年城镇居民家庭人均衣着支出由 2006 年的 902 元增长到 1,823 元，年均复合增长 12.44%；农村居民家庭人均衣着支出由 2006 年的 168 元增长到 396.4 元，年均复合增长 15.38%。

2013 年，社会消费品零售总额 234,380 亿元，同比名义增长 13.1%。其中，限额以上企业(单位)消费品零售额累计 118,885 亿元，同比增长 11.6%。2013 年，服装类商品零售额累计 11,414 亿元，同比增长 11.6%，占限额以上企业(单位)消费品零售总额 9.60%。

图 6 2006~2013 年中国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额 (单位: 亿元, %)



资料来源：国家统计局

随着扩大内需和提高居民收入具体政策的落实、人民健康消费观念逐渐提升，未来运动鞋服消费仍具较大增长空间。

4. 竞争态势

随着人民生活水平快速提高，文化娱乐生活更趋多样化，特别是 2008 年北京奥运会的成功举办和全民健身计划的实施后，运动健身已成为人们健康娱乐生活的主流方式，人们对运动休闲服饰用品需求也随之爆发性增长。世界金融危机、欧债危机发生后，一直在中国处于领先地位，主打高端路线的耐克、阿迪达斯等国外品牌的产品销量出现了停滞甚至下滑。与此同时，以李宁、安踏、匹克、特步等为代表的国产运动鞋品牌通过创建自主品牌，向运动鞋服品牌运营商转型，加大生产、研发、营销力度，企业整体实力强势上升，占据了一大部分国内市场。同时，国内运动鞋服企业如安踏、特步、361 度、李宁和匹克等已在香港上市融资，实现了跨越式发展，在国内市场对耐克、阿迪达斯等国际知名品牌形成挑战。

运动鞋服行业发展至今，行业的集中度较高。根据 Euromonitor 的运动鞋服行业调研结果，2010 年度中国运动鞋服行业前十大品牌合计占国内运动鞋零售市场份额的 73.52%、占国内运动服装零售市场份额的 62.40%，2013 年上述占比趋势变化不大。主要国际及国内品牌包括耐克、阿迪达斯、李宁、安踏、361 度、特步、匹克、乔丹、贵人鸟和彪马等，其运动鞋服品牌总营业收入如表 2 所示。

表 2 2010~2013 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
2010 年	94.55	74.08	44.58	48.49	42.50	15.35
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

资料来源：联合评级根据上市公司公开年报整理

以耐克和阿迪达斯为代表的国际知名运动品牌凭借其雄厚的资金实力、前沿的设计理念和强大的品牌推广与市场营销能力，在国内一线城市运动鞋服市场占据了主导地位。但随着近年来李宁、安踏等国内领先运动品牌设计理念逐渐成熟、营销网络布局趋于完善以及我国消费者品牌观念日趋理性，国际知名品牌在一线城市市场面临国内品牌挑战。

此外，361 度、特步、乔丹和贵人鸟等近年迅速崛起的民族品牌已经逐步建立起完善的营销网络。由于二、三、四线城市居民平均收入低于一线城市，消费者价格敏感度相对较高，这些国内部分运动品牌重点布局于二、三、四线城市市场，通过集中的营销网络布局、恰当的定价策略、有针对性的市场营销推广和紧跟潮流的研发设计理念，在二、三、四线城市市场逐渐发展壮大，区域市场优势较为突出。

总体看，运动鞋服行业市场集中度较高，行业竞争比较激烈，各企业市场定位基本成型。

5. 行业政策

国家“十二五”规划将提高居民收入作为主要目标，明确扩大内需和消费，加快城镇化建设的经济政策。2011 年 3 月 16 日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》指出：2011 年到 2015 年，国内生产总值年均增长 7%，城镇新增就业 4,500 万人，城镇登记失业率控制在 5%以内，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长 7%以上。同时，纲要指出，“十二五”期间，国家进一步进行结构调整，提升居民消费率，城镇化率提高 4

个百分点，进一步增强城乡区域发展的协调性。

《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》提出全面发展体育事业和体育产业，大力发展公共体育事业，加强公共体育设施建设，广泛开展全民健身运动，提升广大群众特别是青少年的体育健身意识和健康水平。继续实施农民体育健身工程。优化竞技体育项目结构，提高竞技体育综合实力。发展健身休闲体育，开发体育竞赛和表演市场，发展体育用品、体育中介和场馆运营等服务，促进体育事业和体育产业协调发展。

为贯彻落实《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》和《工业转型升级规划（2011—2015年）》，工业和信息化部于2012年初制定了《纺织工业“十二五”发展规划》，以推进纺织工业由大变强，显示出政府鼓励纺织服装工业发展的政策导向。规划明确提出了“十二五”期间，纺织工业要发展成为结构优化、技术先进、绿色环保、附加值高、吸纳就业能力强的现代工业体系，为实现纺织工业强国奠定更加坚实的基础。根据规划，规模以上纺织企业工业增加值年均增长8%，工业增加值率提高2个百分点；至“十二五”末全行业出口总额达到3,000亿美元，年均增长7.5%；全行业就业人数保持在2,000万人左右；至“十二五”末，服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量的比例达到48:27:25；新产品开发能力进一步增强，产品品种更加丰富，内销比重逐步提高，满足高中低不同消费层次需求；中西部地区纺织工业总产值占全国的比重达到28%；化纤产业集中度进一步提高，年产值超过100亿元的企业（集团）超过20家。

地方性政策方面，《福建省“十一五”加快产业集聚培育产业集群专项规划》将晋江鞋业产业集群作为传统优势产业集群纳入重点建设规划。规划指出：晋江、石狮、惠安鞋业产业集群的主导产品为运动鞋，已形成了从皮革、鞋材、化工原料、鞋机到数字制模等专业化分工协作体系，拥有一批知名品牌，较为完善的专业市场和规模大、国际化强的专业展会；要加大自主品牌培育力度，进一步强化“中国鞋都”的地位，推动鞋产业集群向周边地区扩张，形成专业园区，同时吸引台湾鞋业龙头企业和国际知名品牌建立加工基地，租金结构优化和产业升级；不断完善产业配套能力，逐步建成集开发、制造、展览、贸易、信息等功能于一体的国际性鞋业中心。

总体看，出台的国家及地方政策均为运动鞋服行业提供了良好的发展环境。

6. 行业关注

劳动力供求关系改变

“用工荒”已经成为现今轻工制造行业普遍状况，农民工从2009年起逐渐成为全国快速发展地区抢夺的重要资源。随着我国劳动力人口增幅下降，在中西部地区接受劳动密集型产业转移后，“人口红利”对经济的贡献消耗殆尽，劳动力的供求关系已发生变化。新生代的农民工对于物质和精神的追求不同于上一代，传统制造产业提供的就业岗位和待遇，已经不足以让他们背井离乡。在劳动力增量受限的情况下，各产业必然要在既定劳动力市场中展开竞争，劳动力价格升高已成为必然趋势。这对劳动力密集型的鞋服制造企业而言，必然带来成本上涨压力，从而影响盈利状况。

原材料成本上涨

原材料成本的波动在一定程度上提高了鞋材和纺织企业的经营风险。受能源及棉花等价格波动影响，化工材料、合成皮革与纺织材料等价格有进一步上涨的风险，这将对以代工为主的运动鞋服生产企业造成不利影响。但由于成熟运动鞋服品牌运营商可通过规模效应降低单位成本，并通过提高产品售价对冲成本上涨风险，原材料成本上涨风险对其影响相对较小。

国内外品牌市场竞争激烈

一方面，耐克、阿迪达斯等国际知名运动鞋服品牌具有雄厚的资金实力、前沿的设计理念和

强大的品牌推广与市场营销能力，仍是一线市场的领导者。在专业和高端运动鞋服产品上，短时间内本土运动品牌难以超越这些国际知名品牌。另一方面，本土运动鞋服企业品牌数量较多，市场竞争激烈，零售端库存积压严重，面临去库存的压力，行业业绩下滑已是不争的事实。因此，对于本土运动鞋服企业而言，应对目前行业市场竞争状况，迅速从去库存环境中崛起，才能进一步稳固市场地位，促进企业长期发展。

7. 未来发展

国民经济持续稳定健康发展为运动鞋服行业提供良好的宏观经济环境

一方面，国民收入的提高使国内消费能力大幅提高。2010~2013年，中国城镇居民人均可支配收入水平整体提升，根据国家统计局的统计数据，2013年我国城镇居民人均可支配收入26,955元，比上年增长7.0%。按照发达国家经验，当人均收入超过3,000美元时国民消费市场将进入新的发展阶段，生存型消费开始向发展型和享受型消费过渡，休闲产业及其相关运动鞋服产品消费进入增长期。另外，中国的城镇化进程有望催生大量的服装消费需求。

另一方面，随着我国人民生活水平的不断改善，大众的健康意识和健身活动参与度逐渐提高。体育运动逐渐向休闲、娱乐与健身相结合的多元化方向发展，健身运动已成为城镇居民生活的重要组成部分，由此产生的广泛消费需求有望继续带动相关运动鞋服产业的发展。

体育强国政策、全民健身趋势支撑运动鞋服行业稳定发展

“十二五”时期是国家实现从体育大国向体育强国战略转变的重要阶段，我国政府近年来出台了一系列产业政策，以推广全民健身计划、动员广大人民群众积极开展各种健身活动。相关条例及政策包括《全民健身条例》（国务院制定，于2009年10月1日起施行）、《关于加快发展体育产业的指导意见》（国务院2010年3月24日发布）、《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》、《全民健身计划（2011-2015年）》等。体育强国战略的贯彻实施，将进一步增强社会大众参与体育运动的积极性，进而拉动体育运动相关产品消费，这为运动鞋服行业的持续稳定发展创造了良好的政策环境。

传统产业向现代化产业转变

在运动鞋服的销售与生产技术方面，运动鞋服的线上销量增加，已出现运动鞋服定制模式，并且有望成为后期主导模式。运动鞋服企业在不断提高生产技术水平的同时，更加关注新兴的体育文化，在造型上更加注重美观化、个性化和风格化。通过现代科技成果改造运动鞋服行业，提升运动鞋服本身品质与根据客户要求定制，已成为运动鞋服企业的发展方向。另外，在企业生产及管理理念上，第三方物流的发展将带动运动鞋服企业提高运营效率。目前我国拥有大量优秀的第三方物流企业，可以满足运动鞋服企业在采购、仓储、销售各环节上的物流需求。随着物联网技术、智能化技术在物流行业的深入应用，第三方物流企业将为运动鞋服行业带来更高效的供应链管理体验和更低的物流及运营成本。这些都将促使运动鞋服这一传统产业逐步向现代化产业方向转变。

总体来看，我国国民经济呈现持续稳定健康发展的良好态势，人均收入持续稳定提高，运动鞋服行业拥有持续增长的市场需求；城镇化进程不断加快，城镇居民购买力提高，国家已出台大力扶持政策，这些均为未来运动鞋服行业提供了更广阔的发展空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内知名的运动鞋服生产企业之一，主要运营“贵人鸟”品牌运动鞋服及配饰业务。公

公司产品定位于大众化运动休闲市场，在国内尤其是华东、西南区域的三、四线城市具有较强的市场竞争力。公司目前拥有 15 条鞋生产线，年生产能力 1,275 万双，形成了一定的规模优势；公司与 28 家外协服装加工厂建立了稳定的合作关系，服装外协生产产能有良好保障。

近年来，公司抓住我国政府大力推广全面健身计划、体育运动回归大众生活的历史机遇，将“运动休闲”作为产品开发的中心，打造“运动快乐”的品牌内涵，以运动的休闲化、生活化和时尚化为产品研发切入点，提高公司产品的市场接受度。同时，公司通过向 CCTV5、湖南卫视等主流媒体投放广告等方式进行高频率、全方位覆盖的整合营销活动，公司品牌知名度不断提升。

公司重视营销网络建设。截至 2013 年底，公司建立了覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市的全方位营销网络，拥有 5,560 家贵人鸟品牌零售终端，主要分布在三、四线城市，公司运动鞋服市场具有明显的区域营销网络布局优势。

近年来，公司入选由中国民营企业联合会、中国统计协会、中国管理科学研究院企业研究中心联合组织评选的 2012 年中国民营企业 500 强；由中国纺织工业联合会发布的 2012~2013 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强第 92 名，公司整体竞争能力获市场认可。

总体来看，公司作为运动服装行业的知名企业之一，具有一定的品牌知名度，在国内市场特别是三、四线城市营销网络布局较好，整体竞争力较强。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员均在行业内工作多年，对行业的整体运营情况较为了解，且管理经验丰富。

公司实际控制人、董事长兼总经理林天福先生，53 岁，中国籍香港居民，EMBA 在读。林天福先生自 1986 年开始从事小批量的运动鞋生产、贴牌加工及出口贸易，2002 年开始使用“贵人鸟”商标生产鞋类产品，具有 25 年以上的运动鞋行业的生产和销售经验。林天福先生现兼任贵人鸟集团（香港）有限公司、博智（香港）投资有限公司、泉州市海浩文化用品有限公司、泉州市博智文化用品有限公司、泉州市友华管理咨询有限公司、弘展（香港）投资有限公司、弘展（厦门）地产有限公司董事及贵人鸟（厦门）有限公司董事兼总经理，行业经验丰富。

公司财务负责人程立军先生，43 岁，大专学历，曾任东莞达利威时装有限公司会计部经理、万维丝服饰（中国）有限公司副总经理、九牧王（中国）有限公司财务总监助理。程立军先生于 2009 年加入公司，现任公司董事兼财务负责人，兼任运通四方汽配供应链股份有限公司独立董事。

截至 2013 年底，公司本部及主要子公司共有员工 4,486 人，其中生产人员占 83.48%，销售人员占 6.06%，技术人员占 5.71%，财务人员占 1.54%，行政人员占 3.21%；从文化程度看，公司本科及以上学历占 4.57%，大专学历占 5.67%，中专及以下占 89.76%。从专业构成上看，以生产人员为主的员工结构符合运动鞋服行业劳动密集型的产业特点。

2014 年公司 IPO 发行成功后，为了更好地促进公司业务发展，公司采用引入外部人才方式吸收业内生产、渠道、品牌管理等多方面的管理和业务人才，并对公司组织机构设置进行相应变更以满足公司业务发展的需要。

总体看，公司管理层从业经验丰富，整体素质较高。公司员工中生产人员占比较大，符合劳动密集型生产企业特点。公司根据业务发展需要引进人才、革新组织机构设置，人才储备基本能满足公司业务发展的需要。

3. 区位优势

公司位于福建省晋江市。晋江市是我国最大的运动鞋服产业集群所在地，拥有贵人鸟、安踏、

特步、匹克等运动品牌，年产 10 亿双运动鞋，占世界总产量的 20%。晋江运动鞋服品牌销量占国内市场的 65%~70%，素有“中国品牌之都”、“中国鞋都”、“中国运动服装名镇”、“中国体育产业基地”等称号。

随着晋江市运动鞋服产业的发展，该地区逐渐形成了涵盖面辅料生产、鞋底生产及加工、配饰生产、成衣加工、整鞋制造、仓储物流配送、鞋服集散市场在内的完整产业链，产业集聚效应较强。晋江市强大的运动鞋服生产能力、专业化的成衣及鞋底制造厂商、成熟的第三方仓储物流配送体系所组成的完整产业链，能有力促进公司原材料采购、服装生产外包、产品运输等各环节协调发展。

总体看，显著的区位优势有利于公司对产业链进行有效整合。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》以及中国证监会有关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会、经理层等法人治理机构。股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司董事会由 10 名董事组成，其中有独立董事 5 人，董事会设董事长 1 人，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬和考核委员会，为董事会提供决策支持。公司监事会现由 3 名监事组成，其中职工监事 1 名，监事会主要对企业的经营管理、财务状况和董事会日常运作及合法合规性进行监督。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由公司董事会任命，主持公司的生产经营管理工作。公司设总经理 1 名，由董事长兼任；设副总经理两名，分别由两名董事兼任。公司总经理和副总经理均由林氏家族成员担任。

2014 年，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，结合公司的实际情况，继续完善公司的法人治理结构和内部管理制度，通过制度修订和分类评价标准的编制，有效提高了内控管理的深度化、精细化和实效性。

总体看，公司股东大会、董事会、监事会能够独立运作，整体运行情况良好，治理结构相对较为完善。

2. 管理体制

公司实际控制人林天福先生通过贵人鸟香港持有公司 78.89% 的股权，且担任公司董事长兼总经理，对公司的经营管理以及人事安排具有主导作用。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，拥有 3 家全资子公司，1 家分公司，公司的组织结构体系比较健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，并建立相应的监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

公司目前建立了包括供应商管理制度、质量管理制度、财务管理制度及内部审计管理制度、关联交易决策制度、营销网络管理制度等一系列规章制度，制度建设基本保障了公司各项经营管理活动的有序、合规开展。

投融资管理方面，公司统一对外进行投资、融资安排，严禁各子公司自行对外开展投融资活动，公司本部根据本部及子公司资金使用情况与资金需求统一安排、调度资金，确定融资或投资计划，实现资金使用效益最大化。

财务管理方面，为规范公司财务行为，公司实行“大一统”的财务管理模式，由公司本部对各级财务人员、财务核算与监督进行统一管理。

下属企业管理方面，公司对分公司实行统一管理，财务、业务、经营等各方面都有公司本部直接管理；子公司在生产经营、财务管理等方面具有较高的独立性，公司本部主要通过制度建设、战略目标制定、经营绩效考核等方式实现对子公司的管理。

人力资源管理方面，为了配合公司战略逐步推进，公司加强引进外部优秀人才，并结合公司实际环境，不断改革和优化薪酬体系，有针对性地建立和完善有效激励机制，提高员工的积极性和主动性，为公司的可持续发展提供人力资源支持。

综合来看，公司内部机制设置较为合理，各项管理制度较为健全，管理运营状况较好。

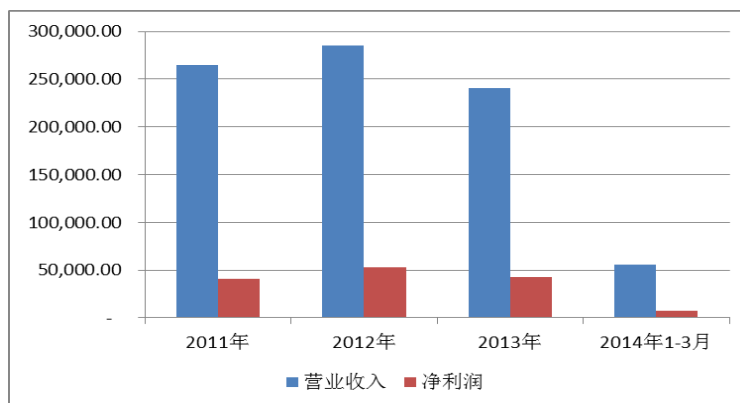
六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事单一“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协加工生产方式，运动鞋采用以自制为主、外协加工为辅的生产方式。公司目标客户主要为中低端客户群，营销网络布局集中在三、四线城市，市场销售主要采用经销商模式。截至 2013 年底，公司拥有自营零售终端 4 家，在全国 31 个省、自治区及直辖市拥有经销商零售终端 5,556 家。

2011~2013 年，公司营业收入呈波动下降趋势，三年分别实现营业收入 26.49 亿元、28.55 亿元和 24.06 亿元，年均复合下降 4.70%；公司净利润呈波动上升趋势，三年分别实现净利润 4.08 亿元、5.28 亿元和 4.23 亿元。2013 年，由于前期行业高速扩张、国内市场消费需求不振，运动鞋服行业库存高企，整个行业处于调整期，公司营业收入较 2012 年下降 15.74%；因公司当期外商投资企业所得税优惠政策已过期，所得税税率由 2012 年的 12.5% 上升至 25%，致使当期所得税费用大幅增长，净利润较 2012 年下降 19.79%。近三年，公司主营业务收入占营业收入比重均在 99% 以上，主营业务占比十分突出。

图 7 2011~2014 年 3 月公司营业收入与净利润情况（单位：万元）



资料来源：公司审计报告

从主营业务收入构成来看，2011~2013 年，公司服装与鞋类产品收入合计分别占主营业务收入的 98.07%、99.04% 和 99.17%，收入占比逐年有所提高，是公司主要收入来源。从各项产品销

售收入的具体增长情况看，公司鞋类产品和配饰呈逐年下降趋势，服装产品收入呈波动下降趋势，鞋类和配饰收入对市场变动更为敏感。2012 年，经销商对服装市场判断较为乐观，公司服装产品销售数量较 2011 年大幅增长，服装类产品销售收入大幅增长；2013 年，经销商根据市场情况及库存状况减少订购数量，公司服装类产品销售收入大幅下降。

表 3 2011~2013 年公司主营业务收入和毛利率情况 (单位: 万元)

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
服装	131,267.45	33.31%	166,202.74	39.83%	131,907.58	41.46%
鞋类	128,469.85	44.06%	116,575.91	42.00%	106,645.39	39.73%
配饰	5,113.40	40.05%	2,734.25	38.62%	1,992.68	34.44%
合计	264,850.70	38.66%	285,512.89	40.70%	240,545.65	40.63%

资料来源：公司审计报告

从各项产品盈利情况来看，2011~2013 年，服装类产品毛利率水平呈持续上升趋势，鞋类产品毛利率水平呈持续下降趋势，公司综合毛利率水平呈波动上升趋势。公司鞋类产品成本中，人力成本占比约 19%左右，近年来人力成本的持续上升导致鞋类产品毛利率持续下降，整体变化趋势与行业趋势一致。公司服装类产品全部采用外协加工模式，人力成本的上升压力可部分转嫁给上游外协加工厂，公司服装类产品毛利率水平受人力成本上升压力相对较小。同时，公司近年来参照主要竞争对手产品售价适当提高服装产品销售价格，运动服装类产品毛利率持续上升。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.53 亿元，较上年同期下降 15.23%；实现净利润 0.76 亿元，较上年同期下降 12.00%，受市场行情低迷及经销商库存高企等因素影响，公司经营规模有所下降。公司于 2014 年 1 月向社会公开发行股票，募集资金净额 8.82 亿元，主要用于全国战略店、鞋生产基地、设计研发中心等项目建设。未来随着公司 IPO 募投项目建成投入运营，公司经营规模有望得到提升。

总体看，近年来公司主营业务规模受市场行情低迷、经销商库存高企等因素影响有所下滑，但产品毛利率保持在较高水平。未来随着 IPO 募投项目建成投入运营及前期库存逐步消化，公司盈利规模有望得到提升。

2. 原材料采购

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。

公司原材料供应商管理由研发中心和生产中心下辖的供应商管理部共同负责。公司确定原材料供应商的基本流程为“公司确定当季企划方案和主打元素—各原材料供应商针对当季主打元素进行研发并提供相关样品材料—公司采用合格样品材料制作样品参加选样会—经销商在选样会上自主判断下订单—整理订单—根据订单初步确定当季原材料供应商—经销商在订货会正式提交订单”。公司原材料供应商的选择在较大程度上取决于经销商的判断，这有助于增强公司对市场趋势变动的把握，提高市场对公司产品的接受度。

从原材料采购来看，公司鞋类产品原材料由公司自行采购，服装类产品原材料由外协加工厂从公司指定供应商处采购。公司结合原材料供应商报价、历史供货质量、订单交货期、公司成本利润核算等相关因素确定最终供应商，然后按当季订单数量向相关原材料供应商提交集中采购需求，原材料按生产计划分批入库。集中采购模式有助于提高公司对上游行业的议价能力，合理控

制生产成本。为了保证公司原材料得到及时、稳定供应，公司与原材料供应商建立了比较稳定的合作关系。2011~2013 年，公司鞋材从前 5 大供应商采购额分别占采购总额的 36.91%、35.44% 和 31.68%，鞋材采购集中度一般。

公司注重原材料质量控制。对于鞋材采购，由公司质量管理部门质量检测合格后方可入库管理；对于外协加工厂服装面料采购，公司将企业质量标准通知指定的第三方专业检测机构，服装面料厂在交货时需提提供第三方检测机构提供的检测合格证明，并由公司及外协加工厂分别抽检合格后方可验收入库。

从原材料采购价格来看，公司采购新材料的价格在材料商提供样品报价时基本确定，常规采购材料与供应商根据市场行情协商定价。由于采购量较大，公司具有较强的议价能力；从公司近年来采购价格看，鞋面材料价格整体呈波动上升趋势，鞋底材料价格呈持续下降趋势。公司作为运动鞋服生产企业，公司产品主要使用成本加成的定价方式，定价机制较为灵活，可通过适当调整产品销售价格转移原材料价格波动风险，但持续上升的原材料价格势必会挤占公司的利润空间。

公司鞋类原材料采购一般采取月结方式，账期三个月左右，受行业年终账款结清规则影响，农历年终时公司结算周期相应缩短。

表 4 2011~2014 年 3 月公司主要原材料采购情况

原料	项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
鞋面材料	采购量（万米）	190.67	111.25	83.23	20.28
	采购均价（元/米）	43.55	53.15	51.21	51.20
鞋底材料	采购量（万双）	1,460.99	1,287.17	1,130.56	200.25
	采购均价（元/双）	14.14	13.08	11.54	10.89
外协服装	采购量（万件）	1,736.74	2,082.39	1,560.39	541.14
	采购成本（元/件）	52.55	46.20	48.77	32.31

资料来源：公司提供

对于外协加工服装的采购，公司一般在外协加工厂按要求完成产品生产后，经公司检验合格，按公司与外协加工厂约定价格完成采购。公司制定了《供应商管理程序》，根据产品质量、交货期等对外协加工厂进行评价。公司外协服装的采购价格一般根据面辅料成本、加工费、运费等测算成本协商确定。公司外协服装采购在正式提交订单时预付 30% 货款，剩余货款在交货后 6 个月内付清，年终时付款周期有所缩短，主要采用现款结算。

2013 年，受市场行情影响，公司外协服装采购 1,560.39 万件，较上年有所下降，采购平均价格受人力成本增长影响由 46.20 元/件上升至 48.77 元/件。2011~2013 年，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 30.69%、34.19% 和 42.17%，采购集中度逐年提高。

总体看，公司与原材料供应商、外协加工厂保持了长期稳定的合作关系，公司对上游企业议价能力较强；公司原材料价格波动影响可通过销售价格调整适当转移，但原材料价格的持续上升仍会挤占公司利润空间；公司外协加工服装采购集中度逐步提高。

3. 生产经营

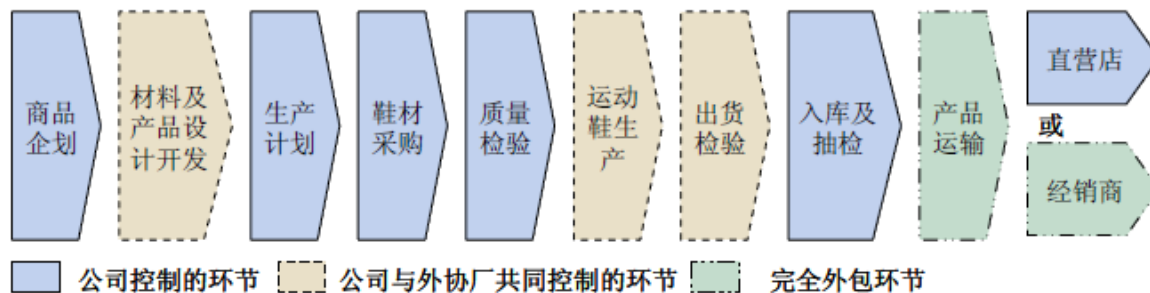
公司鞋类产品目前采用以自主生产为主、外协加工为辅的生产方式；公司服装类产品全部采用外协加工生产方式。目前，公司鞋类产品拥有 15 条生产线，具有年产 1,275 万双的生产能力。

公司对外协加工厂实行准入管理，由供应商管理部具体负责。公司根据生产所需生产工艺确定拟合作外协加工厂，通过对其生产产能、具体工艺流程、报价、样品质量等多方面综合考察，

最终确定合作厂家。供应商管理部每年定期对外协加工厂进行评级，暂未针对外协加工厂制定严格的考核制度。

从生产模式来看，公司严格采取订单生产的方式，即根据订货会上所接经销商订单量安排生产或向外协加工厂确定订单，公司不备库存，存货滞压风险较小。

图 8 公司鞋类产品业务经营流程图



资料来源：公司提供

注：自 2011 年 4 月起，受公司生产产能限制，公司鞋类产品部分采用外协加工生产模式

从生产产能来看，公司近三年鞋类产品生产产能基本保持稳定，2013 年因年初对两条鞋生产线进行技术改造，整体产能略有下降。由于公司鞋类产品按经销商订单要求的数量和交货期存在一定的生产周期，当处于生产旺季时公司自有产能无法满足订单需求，公司自 2011 年起针对部分运动鞋订单采取外协加工方式生产，主要原材料由公司提供。2011~2013 年，公司外协加工运动鞋分别为 181.77 万双、170.19 万双和 254.35 万双¹，分别占当年总产量的 11.90%、13.36%和 20.65%，外协加工占比有所提高。从服装产能控制来看，公司外协加工合作厂家较为固定，其中晋江 16 家，广东 12 家，能够有效满足公司目前销售需求。公司每年根据选样会结果预估订单数量，根据外协加工厂产能及生产工艺情况进行订单模拟分配，保证外协加工厂为公司预留足够产能。订货会结束后，公司根据实际订单情况、选样会模拟订单分配情况、外协加工厂反馈信息正式提交外协加工订单。

表 5 2011~2013 年公司产品产销情况

项目		2011 年	2012 年	2013 年
鞋类产品	产能（万双）	1,190.00	1,190.00	1,020.00
	自行生产产量（万双）	1,346.08	1,103.65	977.25
	外协加工产量（万双）	181.77	170.19	254.35
	销量（万双）	1,487.07	1,315.26	1,253.50
	销售均价（元/双）	86.39	88.63	85.08
	产能利用率（%）	113.12	92.74	95.81
	产销率（%）	97.33	103.25	101.78
服装类产品	外协加工产量（万件）	1,736.74	2,082.39	1,560.39
	销量（万件）	1,646.92	2,174.57	1,572.25
	销售均价（元/件）	79.70	76.43	83.90
	产销率（%）	94.83	104.43	100.76

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；

¹ 2013 年，受生产订单周期性影响，公司提供主要原材料委托加工运动鞋 165.28 万双，同时外购按公司提供样鞋和图纸生产的运动鞋 89.07 万双，主要原材料由加工厂按公司要求采购。

从公司产量情况来看，受市场需求不振，经销商库存高企等因素影响，公司近三年鞋类产量整体呈下降趋势。剔除外协加工影响，公司自身产能利用率逐年下降，2011~2013 年，公司鞋类产品产能利用率分别为 113.12%、92.74%和 95.81%，产能利用率尚可。

从产品质量标准来看，公司按照 ISO9001: 2008 质量管理体系标准及国家、行业标准要求，结合自身生产经营特点，由质量管理中心负责制定企业产品质量标准；从公司质量控制措施来看，公司质量控制分为事前、事中、事后三个阶段。事前控制主要体现在公司严格按照质量标准甄选供应商，所有原材料及零部件随机抽样检验合格后方可入库；公司对新产品样品进行检验，以规避设计缺陷、功能不足和材料缺陷等问题；事中控制主要体现在公司品质控制人员及派驻外协加工厂的跟单员对各品质控制点的零部件和半成品进行检验，合格后方可进入下一环节生产流程；事后控制主要体现在公司对产成品包括外协加工产品每款每配色进行随机抽样，对产品耐弯曲、耐磨损、粘合强度、外观质量等多项指标进行检验，入库前对外观质量及包装进行逐一检验，检验合格产品方可入库销售。公司近几年未因产品质量问题受到政府质量主管部门处罚。

外协加工产品质量控制方面，公司除采取要求外协加工厂提供第三方检测机构出具的原材料检测报告、派驻跟单员实地全程跟单、对入库产品随机抽检主要指标等各项保证措施外，公司与各外协加工厂签订协议，明确约定若公司未抽检产品出现质量问题，由外协加工厂全权负责。该协议有助于提高外协加工厂责任感，一定程度上转移外协加工产品质量风险。近年来，公司外协加工服装总体退货率控制在 0.15%以下，略低于行业平均水平（0.20%）。

公司产品成本主要由面辅料、人工成本、燃料及动力、制造费用等构成。在鞋类产品中，面辅料等主要原材料占产成品成本的 58.07%左右，人力成本占产成品成本的 19%左右。近年来公司鞋类产品成本中，面辅料占比持续下降，人力成本占比持续上升。公司属于劳动密集型企业，近年来“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。

总体来看，近年来公司产能基本保持稳定，为满足周期性的生产需求，公司部分鞋类产品生产采取外协加工生产模式，自身产能利用率尚可；公司外协合作厂商较多，公司通过模拟订单分配保证外协厂商预留足够产能；公司注重产品质量，严格的质量控制为公司生产经营良性发展提供了保障；人力成本的上升对公司盈利能力有一定不利影响。

4. 市场销售

对运动鞋服行业而言，良好布局的营销网络建设是其生存基础，是其赢得消费者和市场的立足点。

公司除 4 家自营店销售外，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控制力、对市场变动的感知度较弱。截至 2013 年底，公司共有零售终端 5,560 家，整体网络覆盖率较高，但相比安踏、361 度等业内企业，公司网络覆盖率仍有拓展空间。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 2013 年底，公司位于华东和西南区域终端数量合计占比 51.80%，区域集中度较高。

表 6 截至 2013 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	7,757	5,915	7,299	6,012	1,183	5,560

资料来源：中国服装协会网

从城市分布看，截至 2013 年底，公司门店分布在一线、二线、三线和四线城市占比分别为 7.54%、16.44%、37.63%和 38.40%，公司营销网络布局集中在三、四线城市。

产品销售管理方面，公司注重与经销商保持稳定的合作关系，公司销售主要借助于经销商的营销网络优势。同时，公司通过全程参与经销商渠道、零售、商品管理工作，扎实做好终端服务，并通过放宽信用政策、承担一定的渠道建设费等手段对经销商提供支持，提高经销商的忠诚度，保持公司营销网络的稳定性。

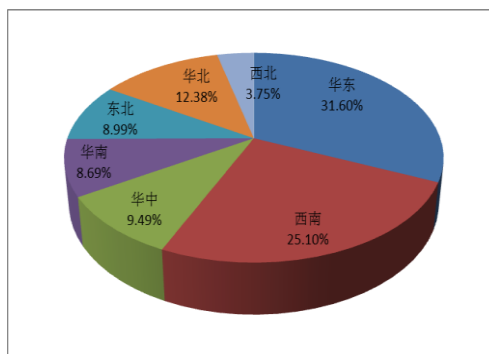
从信用政策来看，受运动服装行业市场行情低迷、竞争加剧等因素影响，近年来公司经销商库存高企。公司经销商均与公司合作多年，为了缓解经销商资金压力，实现市场共赢，公司放宽了信用政策，采取提高经销商信用额度、延长经销商信用期等政策对经销商予以支持。近年来公司应收账款规模大幅增长，2011~2013 年分别为 5.92 亿元、8.62 亿元和 13.70 亿元，公司资金占用压力较大。

从产品定价政策来看，公司通过对样品成本核算，采用成本加成的定价模式确定产品成品吊牌价。经销商订货时按照吊牌价的一定折扣率成交，各经销商折扣率主要依据区域市场销售情况和公司在该区域市场竞争力水平确定，公司产品定价模式能实现对产品利润率较为精确的把控，保证公司利润空间。公司成本利润率主要参照当期市场状况及竞争对手同类产品定价状况确定。

从销售结算来看，公司目前主要销售流程为：经销商下订单-预收订单总额 5%的货款-公司按订单组织采购及产品生产-产成品验收入库-验证公司信用额度，在信用额度范围内直接发货，超过信用额度范围则让经销商付款或请领导审批提高额度-发货。近年来，为了缓解经销商资金压力，公司销售结算周期有所延长，平均结算周期约为 6 个月左右，各经销商具体结算周期根据其历史合作情况有所不同。

从产品销售区域来看，公司产品销售面向国内市场，主要集中在三、四线城市。从区域分布来看，公司销售区域主要集中在华东和西南市场，2013 年华东和西南市场销售收入在主营业务收入中的占比达 56.70%。

图 9 2013 年公司主营业务收入区域分布情况



数据来源：公司审计报告

从客户集中度来看，公司主要合作经销商十分固定，2011~2013 年，公司对前五大经销商销售收入占比全年营业收入分别为 51.47%、52.66%和 54.47%，客户集中度较高，公司对前五大经销商依赖度较强。

总体看，公司销售渠道主要集中在华东区域和西南区域，市场集中在三、四线城市，门店较多，整体网络覆盖率较高；公司主要采用销售商买断销售模式，公司对渠道终端控制制度较弱；公

司营销网络对经销商依赖度高，客户集中度较高。

5. 经营效率

2011~2013 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 19.73%和 19.84%，资产规模增长较快；营业收入复合增长率为-4.70%，净利润年均复合增长 1.90%，增幅高于营业收入增幅。

2011~2013 年，公司应收账款周转率逐年下降，主要是由于公司为支持经销商资金周转放宽了信用额度控制，公司应收账款逐年快速增加所致，2013 年公司应收账款周转次数下降至 2.16 次；随着公司不断提高供应链管理水平和有效缩短生产准备期和产品交货期，2013 年公司在途物资和库存商品规模有所下降，公司存货周转率上升为 10.74 次；随着营业收入规模波动下降及公司总资产规模持续上升，公司总资产周转率有所下降，2013 年资产周转率为 0.91 次。从同行业比较来看，公司采取的经销商买断销售模式、以销定产的生产模式及对经销商的信用支持政策使公司应收账款规模较大，存货规模控制在较好水平。整体来看，公司流动资产周转率和总资产周转率处于行业较好水平。

表 7 2013 年运动鞋服行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	流动资产 周转率	总资产 周转率
361 度	0.61	0.50
匹克	0.59	0.50
李宁	1.48	0.97
安踏体育	0.90	0.72
特步国际	0.71	0.63
贵人鸟	1.20	0.91

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；因其他鞋服行业上市公司全部为香港上市公司，为保持口径可比性，该处选用流动资产周转率和总资产周转率

总体看，公司整体运营效率较高。

6. 重大事项

2014 年 1 月，公司公开发行股票募集资金净额 88,189.86 万元，该募集资金将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。

全国战略店建设项目计划在未来两年内建设 60 家贵人鸟品牌战略店，含购置店铺 29 家，租赁店铺 31 家。该项目计划总投资金额 55,222.62 万元，其中建设投资 52,489.08 万元，流动资金 2,733.54 万元。该项目建成后不改变公司经销商买断销售的销售模式，公司将全国战略店的经营权交给当地经销商，购买或租赁店铺的成本通过提高经销商产品订单的折扣率予以补偿。该项目的实施可使公司进入对公司具有重要战略意义但经销商因财力和物力限制难以进入的城市和商圈，有利于实施公司营销网络的战略布局，提高公司对营销网络的控制力。

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，新增运动鞋年产能 850 万双。该项目计划投资 18,689.43 万元，其中建设投资 12,668.49 万元，流动资金 6,020.94 万元。运动鞋市场消费增长潜力较大，公司拟通过增加运动鞋生产量，通过产品“舒适性、时尚性”优势的建立，扩大公司市场占有率，促进公司业务发展。

设计研发中心建设项目预计总投资 4,529.59 万元，全部为建设投资。运动鞋服产品在设计、材料选择方面技术含量较高，业内企业可以通过提高产品的科技含量有效地建立技术壁垒和竞争优势，提升品牌形象。该项目的建设预计可以增强公司运动鞋服的技术优势，提升客户体验，增强公司综合竞争实力。

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。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，树立公司快速反应能力和渠道控制力。

总体来看，公司 IPO 募投项目的建成运营有望增强公司对终端和营销网络的控制力，树立公司快速反应能力，提高公司市场份额，增强公司综合实力。运动鞋服行业整体尚处于调整阶段，募投项目如全国战略店建设的切入时机选择将对项目效益造成较大影响。

7. 经营风险与关注

运动鞋服行业竞争激烈，行业处于调整期

耐克、阿迪达斯等国际知名运动鞋服品牌凭借其雄厚的资金实力、前沿的设计理念和强大的品牌推广与市场营销能力，在一线市场具有领导地位。同时，本土运动鞋服企业品牌数量较多，主要集中在二、三、四线市场，行业竞争激烈。由于行业前期过度扩张、近年来市场需求不振等因素影响，行业零售端库存积压严重，去库存压力较大，行业处于深度调整期。

终端门店以经销商门店为主，销售网络高度依赖经销商

对运动鞋服行业而言，良好布局的营销网络建设是其生存基础，是其赢得消费者和市场的立足点。公司采取经销商买断销售模式，自营门店数较少，销售网络布局高度依赖经销商。虽然公司与多数经销商长期保持良好合作关系，但若经销商选择不续约或缩减合作规模，公司整体营销网络布局及销售业绩将受到很大影响。

应收账款规模较大，经营业绩实现有一定不确定性

受运动服装行业市场行情低迷、市场需求不振等因素影响，近年来公司经销商库存高企。公司与主要经销商均合作多年，为了缓解经销商资金压力，实现市场共赢，公司放宽了信用政策，致使公司应收账款规模较大，公司资金占用较多，经营业绩实现有一定不确定性。

“用工荒”蔓延，人力成本持续攀升挤占公司盈利空间

运动鞋服行业是劳动密集型行业，人力成本占生产成本比重较高。在公司鞋类产品生产成本中，人力成本占比 19% 左右；尽管服装类产品的人力成本上升压力可适度转嫁给上游外协加工厂，但人力成本持续上升仍将对服装类产品成本带来较大影响，挤占公司盈利空间。持续蔓延的“用工荒”导致产品生产成本持续上升、盈利空间收窄，同时劳动力缺乏可能会阻碍公司进一步扩大经营规模。

总体来看，公司主业突出，在生产规模、营销网络覆盖面、品牌知名度、区位等方面具有一定的竞争优势。但鞋服行业竞争激烈、对经销商高度依赖、应收账款规模较大、人力成本持续攀升等因素扩大了公司经营风险，增加了公司经营业绩的不确定性。

8. 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。未来公司计划进一步从产品、品牌、市场和精细化管理等多方面提升公司核心竞争力，加大对“贵人鸟”品牌的投入，巩固公司在运动鞋服行业的品牌地位，提升品牌价值。随着公司 IPO 发行上市，公司拟充分整合内外

部资源，通过投资、收购等多种方式，实施多品类、多品牌组合战略，最终发展为一家国际知名的品牌管理公司。

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。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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011 年~2013 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见的审计报告；公司提供的 2014 年第一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。2011 年 4 月公司增设子公司贵人鸟（厦门）有限公司，此后公司合并范围未发生变化，公司财务报表可比性强。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 27.55 亿元，负债合计 14.37 亿元，所有者权益 13.18 亿元。2013 年公司实现营业收入 24.06 亿元，净利润 4.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.89 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 38.20 亿元，负债合计 15.44 亿元，所有者权益 22.76 亿元。2014 年一季度公司实现营业收入 5.53 亿元，净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.67 亿元。

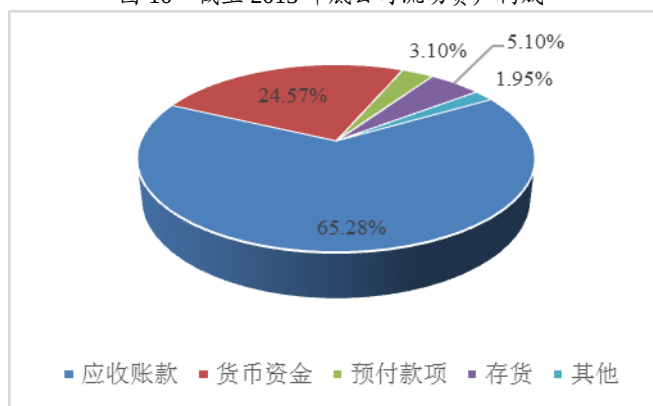
2. 资产质量

2011~2013 年公司资产规模持续增长，年均复合增长率为 19.73%，资产构成以流动资产为主，且占比呈逐年上升态势。截至 2013 年底，公司资产总额为 27.55 亿元，较上年增长 8.40%，其中流动资产占比 76.13%，非流动资产占比 23.87%。公司服装、配饰全部采用外协加工生产，销售依赖于经销商的营销网络，生产经营投入固定资产规模不高。公司以流动资产为主的资产构成符合公司生产经营特征。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产合计 20.97 亿元，较上年增长 10.56%，主要来自于应收账款的增长。公司流动资产构成以应收账款、货币资金和存货为主（见下图 9）。

图 10 截至 2013 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2011~2013 年，公司货币资金总额波动上升，年均复合增长率为 39.47%。截至 2013 年底，公司货币资金为 5.15 亿元。2013 年公司的货币资金中主要为银行存款，无使用受限款项。

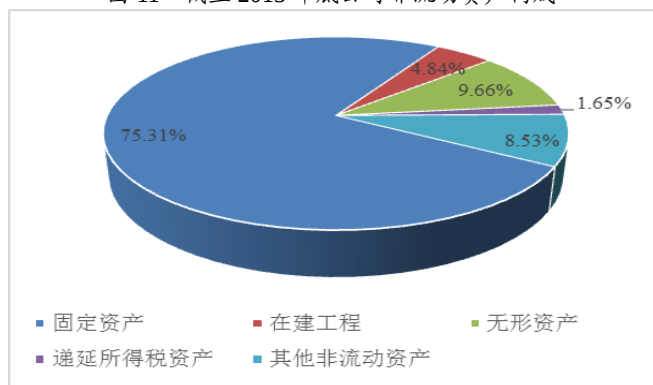
近年来，针对市场需求不振、经销商库存高企等情况，公司通过提高信用额度、延长信用期等信用政策调整缓解经销商资金压力，使得公司应收账款规模增速较快，2011~2013 年，公司应收账款规模年均复合增长高达 52.12%。截至 2013 年底，公司应收账款余额为 13.69 亿元，占资产总额的比例达到 49.69%；从账龄组合看，公司 6 个月以内的应收账款占比为 73.31%，6~12 个月的占 22.77%，1~2 年的占 3.92%，账龄分布以半年以内为主。公司与主要经销商存在多年的合作关系，大部分经销商具有良好信誉，发生坏账的可能性较低。截至 2013 年底，公司对 6 个月以内、6~12 个月及 1~2 年账龄的应收账款分别按照 1%、5%和 20%的比例计提坏账准备，累计计提坏账准备 0.37 亿元。

公司生产按照订单数量以销定产，加之近年来不断提高供应链管理水平和，有效缩短了生产准备期和产品交货期，2011~2013 年，公司存货规模年均下降 26.38%。截至 2013 年底，存货账面净额 1.07 亿元，较年初下降 32.79%。公司存货构成以库存商品和在产品为主，2013 年库存商品占比 68.26%，在产品占比 15.57%，其他存货主要为委托加工物资和原材料。截至 2013 年底，公司累计计提了 0.05 亿元的存货跌价准备，全部为库存商品和原材料跌价准备，计提较为充分。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产规模变化不大，近三年年均复合增长 2.78%，主要系固定资产增加所致。截至 2013 年底，公司非流动资产总额为 6.58 亿元，以固定资产、无形资产和其他非流动资产为主。

图 11 截至 2013 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

由于公司将服装、配饰生产外包，仅自主生产运动鞋，公司固定资产规模一般，主要为房屋建筑物及运动鞋生产线机器设备等。2011~2013 年，公司固定资产规模波动上升，年均复合增长 12.22%，主要系 2012 年公司惠南工业区由在建工程转入固定资产 1.36 亿元所致。截至 2013 年底，固定资产账面价值为 4.95 亿元，其中房屋及建筑物占比 88.91%，机器设备占比 6.52%。截至 2013 年底，公司固定资产累计折旧为 1.13 亿元，固定资产成新率为 84.18%，成新率较高。截至 2013 年底，公司在建工程余额为 0.32 亿元，主要为惠南工业区三期厂区后续安装工程。随着 IPO 募投项目的建成，公司固定资产规模将显著增长。

截至 2013 年底，公司无形资产账面金额为 0.64 亿元，较上年增长 9.35%，主要系公司购买用以客户管理的销售平台软件所致。公司无形资产以土地使用权（占比 83.11%）为主，其余为公司持有的软件。

截至 2013 年底，其他非流动资产为预付土地购置款 0.56 亿元，该款项为公司预付土地管理部门的土地出让金，目前，公司正在办理相关土地证件。

受 2014 年 1 月公司上市筹集资金影响，2014 年 3 月底，公司合并资产总额 38.20 亿元，较年初增长 38.66%，其中公司流动资产 30.58 亿元，较年初增长 45.83%，主要源于货币资金、应收账款和预付账款的增加；公司非流动资产 7.62 亿元，较年初增长 15.80%。公司流动资产和非流动资产占比分别为 80.06%和 19.94%，流动资产占比小幅上升。

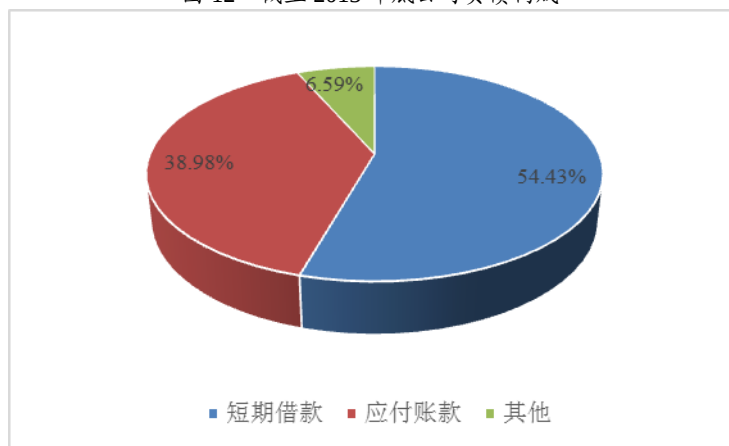
总体看，公司资产规模增长较快，以流动资产为主；流动资产中应收账款占比较大，占资产总额比重接近 50%；非流动资产以固定资产为主。公司现金类资产较充足，但受制于应收账款规模较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

受公司经营规模扩大及应收账款占用部分资金影响，2011~2013 年，公司负债规模逐年增加，年均复合增长率为 19.64%。截至 2013 年底，公司负债合计 14.37 亿元，较年初增长了 14.66%。公司融资方式单一，主要依靠自身积累和银行借款。近三年公司负债全部为流动负债，短期偿债压力较大，该特征与流动资产占比高相关。截至 2013 年底，公司流动负债以短期借款和应付账款为主，两者合计占负债总额的 93.41%。

图 12 截至 2013 年底公司负债构成



数据来源：公司年报

截至 2013 年底，公司短期借款账面金额为 7.82 亿元，较年初增长 35.19%，主要系经销商占用公司部分运营资金，资金面有所短缺，公司增加借款规模所致。其中质押借款占比 51.24%、抵押借款占比 19.37%、保证借款占比 19.15%、信用借款占比 10.24%。

截至 2013 年底，公司应付账款账面金额为 5.60 亿元，主要为应付供应商货款（占比 94.31%），以及少量广告费、长期资产采购款等。2013 年底，公司以票据方式结算的应付货款已全部结清。

为满足业务规模扩大的资金需求，公司加大了融资力度，近三年，公司有息债务规模呈逐年增加态势，年均复合增长率 31.02%。截至 2013 年底，公司全部债务为 7.82 亿元，全部为短期债务。2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 52.16%和 37.24%，较上年略有上升。整体看，公司有息债务规模适中，负债水平正常，但债务压力集中在短期，负债结构有待改善。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 15.44 亿元，较年初增长 7.45%，主要系采购春季生产所需原材料而增加对供应商应付票据 2.26 亿元所致。公司负债仍全部由流动负债构成，公司负债结构有待改善。

截至 2014 年 3 月底，公司有息债务规模继续扩大，较年初增长 22.64%。受 2014 年 1 月公司募集资金到账影响，2014 年 3 月底公司资产负债率和全部债务资本化率较年初均有所下降，分别为 40.42%和 29.65%。

总体看，公司债务规模逐年增长，但整体仍处于适中水平，募集资金到账后债务负担有所减轻；公司负债结构仍过于单一，全部为短期负债，负债结构有待改善。

所有者权益

近三年公司所有者权益的年均复合增长率为 19.84%，主要来源于未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益 13.18 亿元，全部为归属于母公司所有者权益，无少数股东权益。所有者权益中，股本占 39.84%，资本公积占 3.48%，盈余公积占 8.62%，未分配利润占 48.06%，权益的稳定性一般。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 22.76 亿元，较年初大幅增长 72.69%，主要系 1 月初公司上市募集资金，股本增加 0.89 亿元，股本溢价计入资本公积 7.93 亿元所致。所有者权益中，股本占 26.98%，资本公积占 36.85%，盈余公积占 4.99%，未分配利润占 31.18%，未分配利润占比下降，权益的稳定性增强。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入呈波动下降的态势，近三年公司营业收入分别为 26.49 亿元、28.55 亿元和 24.06 亿元，复合下降 4.70%；营业成本分别为 16.25 亿元、16.93 亿元和 14.28 亿元，年均复合下降 6.25%；受营业成本下降较快及营业外收入持续增长影响，公司实现净利润分别为 4.08 亿元、5.28 亿元和 4.23 亿元，年均复合增长 1.90%。2013 年，公司原适用的外商投资企业所得税优惠政策到期，适用税率由 12.5%变为 25%，所得税费用较上年大幅增长，公司净利润较 2012 年下降 19.79%至 4.23 亿元。

从利润构成看，公司利润结构清晰，主要来自于运动鞋服销售主业。在营业外收入方面，近三年公司收到政府补助款项呈增长趋势。2013 年，公司共计收到重点企业纳税奖、企业即征即奖奖励金、拆迁补偿款及税收返还等政府补助 0.53 亿元，营业外收入较上年大幅增长 91.57%，但在利润总额中的占比为 9.37%，对利润总额的贡献一般。

期间费用方面，伴随业务规模扩大，管理费用和财务费用呈现增长后趋稳态势，复合增长率分别为 9.33%和 25.88%；销售费用则迅速下降，年均复合下降 22.69%。2013 年，销售费用较同

期大幅减少 1.28 亿元，主要是由于公司根据市场销售状况调整广告营销策略，缩减了部分卫视广告投入，同时渠道建设费随着新开店数量减少而有所下降所致。

近三年，公司的费用收入比分别为 19.81%、18.49%和 16.77%，呈现下降趋势，公司费用控制能力有所上升。公司所处鞋服行业，营销广告等销售费用支出占比较高；公司有息债务均为短期借款，借款成本较低，且规模不大，财务费用支出较少。2013 年公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 58.34%、30.23%和 11.43%。

从各项盈利指标来看，近三年公司营业利润率稳中有升，分别为 37.91%、39.95%和 39.75%；2013 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 23.36%、23.19%和 32.50%，较上年有所下降，主要系公司净利润下降、总资产规模迅速扩大所致。与国内其他上市运动鞋服企业相比，公司盈利能力处于业内领先水平。

表 8 2013 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	5.50	4.52	39.55
匹克	7.68	5.93	35.46
李宁	-3.09	-14.59	44.54
安踏体育	17.64	18.38	41.74
特步国际	13.57	13.45	40.24
贵人鸟	22.89	18.15	40.64

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

2014 年一季度，公司实现营业收入 5.53 亿元，较同期下降 15.23%；实现净利润 0.76 亿元，较同期下降 12.00%。2014 年一季度公司实现利润有所减少，主要系市场持续低迷及 IPO 发行费用导致费用增加所致。

总体来看，在鞋服行业整体业绩下滑的大环境下，公司收入下滑幅度较小，费用控制能力有所增强，整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量均呈净流入状态，分别为 2.75 亿元、4.68 亿元和 2.02 亿元。近三年的经营活动现金流入有所波动，但总体稳定，年均复合增长 0.62%。2012 年，公司经营规模扩大，经营活动现金流入量较 2011 年大幅增长 22.11%；2013 年公司对信用政策、信用期进行了调整，经营活动现金回收期变长，经营活动现金流入较上年下降 17.09%。从收入实现质量来看，近三年现金收入比分别为 71.83%、82.60%和 78.41%，受应收账款规模扩大影响，2013 年公司的现金收入比较上年下降 4.19 个百分点，收入实现质量不高。

从投资活动来看，公司近三年投资活动现金流均呈现出净流出的状态，2011~2013 年，投资活动现金净流出分别为 3.11 亿元、0.55 亿元和 0.54 亿元。2011 年公司大规模支出主要系公司为取得土地使用权、固定资产及机器设备而进行的大量支出，其中包括购买惠安县土地及房产、惠南工业区在建厂房等。随着在建工程的逐步建设完工，公司投资活动现金净流出规模有所下降。

从筹资活动情况来看，2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.33 亿元、-0.73 亿元和 -2.37 亿元。公司筹资活动现金流出主要系支付分红及偿还银行贷款，筹资活动现金

流入主要是取得银行借款。随着经营规模扩大，公司加大了银行借款力度，2013 年通过银行短期借款收到现金 13.58 亿元，近三年复合增长率达到 41.29%，但由于公司借款均为短期债务，故偿还债务现金流出相应增加；同时，2013 年公司因支付现金分红导致现金流出 3.94 亿元，筹资活动现金呈净流出状态。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净流出 1.22 亿元，较 2012 年同期有所减少。1~3 月，公司按行业惯例在春节前结清应付供应商货款，资金流出量大；同时该时段回收的主要为夏秋季订单的应收款项，因夏秋季单品价格较低，公司回收的应收账款较少。受公司购买翔安商务大厦一至三层办公楼影响，公司投资活动现金流量呈现净流出状态；由于 1 月份公司上市筹集资金及取得银行借款影响，公司筹资活动现金净流入 8.21 亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流比较稳定，收入实现质量有所下降；投资活动现金净流出的规模有所下降；随着经营规模的扩大，公司融资的需求不断增长，公司有一定的筹资压力。

6. 偿债能力

公司负债水平适中，但以短期债务为主的债务结构有改善空间。2013 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.16%和 37.24%。

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率波动上升，速动比率呈稳定态势，2013 年底，流动比率和速动比率分别为 1.46 和 1.39，指标表现较好；现金短期债务比为 0.70，现金对短期债务的保护程度较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，公司盈利水平较高，EBITDA 年均复合增长 10.31%，2013 年公司 EBITDA 为 6.58 亿元。EBITDA 利息倍数为 14.05 倍，EBITDA 对利息的保障程度很强；EBITDA 全部债务比为 0.84 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较高。

截至 2013 年底，公司无对全资子公司担保以外的其他对外担保事项。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2014 年 3 月底，公司及控股子公司获得的 19.60 亿元银行授信额度中尚有 11.49 亿元未使用，公司间接融资能力较强。

截至 2014 年 3 月底，由于公司上市募集资金后现金资产充足，资产负债率和全部债务资本化比率进一步下降，流动比率和速动比率分别上升为 1.98 和 1.94，现金短期债务比则上升至 1.17，短期偿债能力进一步增强。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

总体看，公司现金类资产较为充裕，直接、间接融资渠道畅通，整体偿债能力强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年 3 月底，公司债务总额为 9.59 亿元。公司本期拟发行公司债额度为 8.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债结构将有一定的影响。本次债券募集的资金将用于补充营运资金。本期债券发行将使公司整体债务规模有所上升，但债务结构将得到优化。

以 2014 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 26.01%、43.60%和 50.74%，负债水平有所上升，但整体债务规模适中，且公司债务结构单一局面将得到有效改善。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2013 年的相关财务数据为基础,公司 EBITDA 为 6.58 亿元,为本次公司债券发行额度(8.00 亿元)的 0.82 倍,EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好;2013 年经营活动产生的现金流入 19.85 亿元,为本次公司债券发行额度(8.00 亿元)的 2.48 倍,公司经营活动现金流入量规模较大,对本次债券覆盖程度较高;现金类资产 5.48 亿元,为本次债券发行额度(8.00 亿元)的 0.69 倍,现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析,并考虑到公司作为较为知名上市运动鞋服企业,直接、间接融资渠道畅通,在生产规模、营销网络布局、外部环境等方面具有一定的行业竞争优势,随着 IPO 募投项目的建成运营,公司盈利水平有望得到提升。联合评级认为,公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

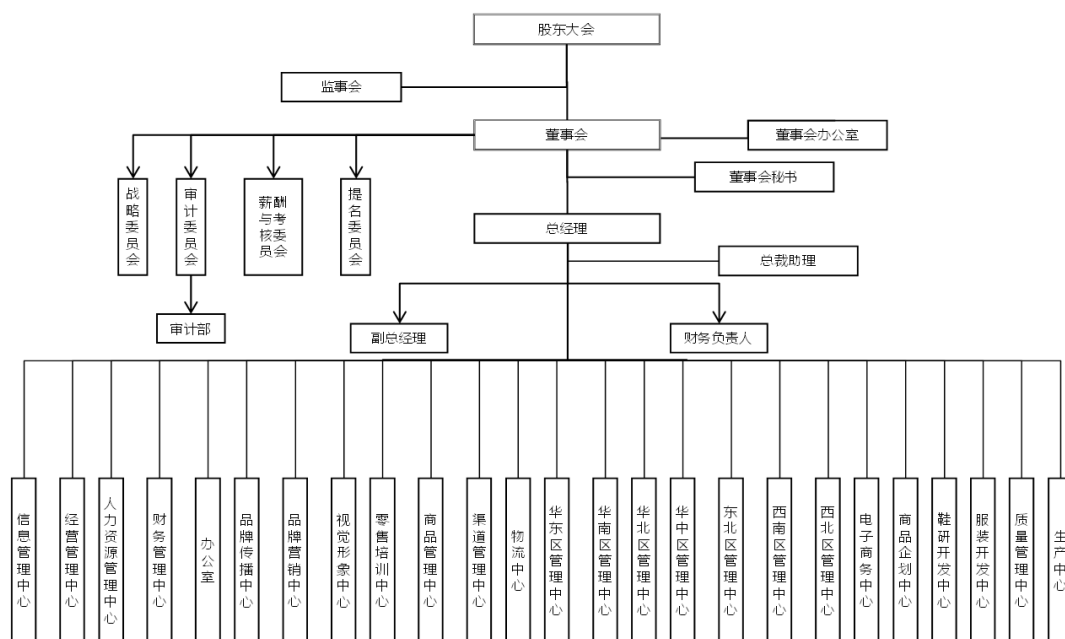
公司作为国内知名的运动鞋服生产企业之一,多年来坚持深耕“贵人鸟”品牌建设的经营策略,主业突出,在生产规模、营销网络覆盖面、品牌知名度、区位等方面具有一定的竞争优势。同时,联合评级也关注到运动鞋服行业竞争激烈、人力成本上升、对经销商依赖度较强等因素对公司产生的不利影响。

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较强,盈利水平较高,整体偿债能力较强。公司于 2014 年 1 月成功上市,随着 IPO 募投项目的建成运营,公司经营规模有望进一步扩大,公司整体竞争力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,公司本期拟发行的不超过 8 亿元公司债券到期不能偿还的风险很低。

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
2011 年~2014 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 3 月
流动资产：					
货币资金	26,488.31	61,649.47	51,528.39	39.47	108,220.20
交易性金融资产	-	-	-		-
应收票据	7,400.00	7,350.00	3,300.00	-33.22	3,790.00
应收账款	59,156.50	86,203.45	136,894.92	52.12	161,057.37
预付款项	16,284.83	18,510.55	6,499.83	-36.82	25,865.17
应收利息	-	-	-		-
应收股利	-	-	-		-
其他应收款	171.74	30.04	597.02	86.45	23.33
存货	19,728.89	15,910.43	10,693.16	-26.38	6,862.49
一年内到期的非流动资产	-	-	-		-
其他流动资产	679.24	22.61	201.57	-45.52	5.98
流动资产合计	129,909.51	189,676.55	209,714.90	27.06	305,824.54
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	39,323.64	52,114.20	49,524.80	12.22	57,942.25
生产性生物资产	-	-	-		-
油气资产	-	-	-		-
在建工程	13,117.60	1,024.86	3,185.53	-50.72	3,218.23
工程物资	-	-	-		-
固定资产清理	-	-	-		-
无形资产	5,798.03	5,811.90	6,355.29	4.70	6,313.49
开发支出	-	-	-		-
商誉	-	-	-		-
长期待摊费用	-	-	-		-
递延所得税资产	144.47	463.41	1,085.28	174.09	1,261.28
其他非流动资产	3,864.24	5,041.38	5,609.14	20.48	7,416.74
非流动资产合计	62,247.97	64,455.74	65,760.03	2.78	76,151.99
资产总计	192,157.48	254,132.29	275,474.93	19.73	381,976.53

附件2-2 贵人鸟股份有限公司

2011年~2014年3月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率(%)	2014年3月
流动负债：					
短期借款	45,560.00	57,846.99	78,205.00	31.02	73,270.00
交易性金融负债	-	-	-		-
应付票据	-	6,000.00	-		22,640.00
应付账款	45,807.78	53,949.47	56,007.33	10.57	47,628.32
预收款项	336.17	676.41	901.18	63.73	2,729.59
应付职工薪酬	1,573.56	2,851.50	1,674.94	3.17	1,396.44
应交税费	5,341.54	2,309.92	6,613.89	11.27	5,990.81
应付利息	72.02	105.33	141.60	40.22	145.41
应付股利	-	-	-		-
其他应付款	1,699.43	1,578.37	142.69	-71.02	584.80
一年内到期的非流动负债	-	-	-		-
其他流动负债	-	-	-		-
流动负债合计	100,390.51	125,317.98	143,686.63	19.64	154,385.37
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	-	-	-		-
递延所得税负债	-	-	-		-
其他非流动负债	-	-	-		-
非流动负债合计	-	-	-		-
负债合计	100,390.51	125,317.98	143,686.63	19.64	154,385.37
所有者权益：					
实收资本	52,500.00	52,500.00	52,500.00	0.00	61,400.00
资本公积	4,583.96	4,583.96	4,583.96	0.00	83,873.82
减：库存股	-	-	-		-
专项储备	-	-	-		-
盈余公积	2,922.13	6,970.39	11,364.47	97.21	11,364.47
未分配利润	31,760.88	64,759.97	63,339.88	41.22	70,952.87
外币报表折算差额	-	-	-		-
归属于母公司所有者权益合计	91,766.97	128,814.31	131,788.30	19.84	227,591.16
少数股东权益	-	-	-		-
所有者权益合计	91,766.97	128,814.31	131,788.30	19.84	227,591.16
负债和所有者权益总计	192,157.48	254,132.29	275,474.93	19.73	381,976.53

附件3 贵人鸟股份有限公司
2011 年~2014 年 3 月合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~3 月
一、营业收入	264,893.40	285,542.51	240,592.14	-4.70	55,296.96
减: 营业成本	162,504.37	169,322.57	142,824.22	-6.25	33,943.79
营业税金及附加	1,974.12	2,142.62	2,143.59	4.20	395.97
销售费用	39,377.17	36,288.22	23,534.26	-22.69	6,217.79
管理费用	10,200.53	11,979.77	12,193.06	9.33	3,763.34
财务费用	2,909.64	4,534.31	4,610.28	25.88	1,287.25
资产减值损失	241.22	1,286.96	3,040.18	255.01	797.90
加: 公允价值变动收益	-	-	-		-
投资收益	-	-	-		-
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	47,686.34	59,988.06	52,246.56	4.67	8,890.93
加: 营业外收入	1,476.67	2,775.28	5,316.56	89.75	1,013.19
减: 营业外支出	266.19	72.46	851.67	78.87	19.42
其中: 非流动资产处置损失	100.88	41.34	253.61	58.55	19.17
三、利润总额	48,896.82	62,690.88	56,711.45	7.69	9,884.70
减: 所得税费用	8,112.75	9,893.54	14,362.46	33.05	2,271.70
四、净利润	40,784.08	52,797.34	42,348.99	1.90	7,613.00
其中: 归属于母公司所有者的净利润	40,784.08	52,797.34	42,348.99	1.90	7,613.00
少数股东损益	-	-	-		-

附件4 贵人鸟股份有限公司
2011年~2014年3月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	14 年 1~3 月
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	190,281.81	235,858.97	188,643.25	-0.43	35,188.94
收到的税费返还	-	-	451.91		-
收到其他与经营活动有关的现金	5,808.84	3,580.88	9,428.99	27.41	1,546.24
经营活动现金流入小计	196,090.65	239,439.85	198,524.15	0.62	36,735.18
购买商品、接受劳务支付的现金	86,044.01	98,325.35	90,303.95	2.45	29,779.75
支付给职工以及为职工支付的现金	20,335.17	21,670.97	22,157.84	4.39	5,454.67
支付的各项税费	27,977.41	36,772.40	33,877.86	10.04	9,083.05
支付其他与经营活动有关的现金	34,233.17	35,851.12	31,978.17	-3.35	4,637.80
经营活动现金流出小计	168,589.76	192,619.84	178,317.81	2.84	48,955.27
经营活动产生的现金流量净额	27,500.89	46,820.01	20,206.34	-14.28	-12,220.09
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	394.53	0.19	31.00	-71.97	-
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	394.53	0.19	31.00	-71.97	-
购建固定资产等长期资产支付的现金	31,504.44	5,520.80	5,454.16	-58.39	13,194.29
投资支付的现金	-	-	-		-
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	-	-	-		-
投资活动现金流出小计	31,504.44	5,520.80	5,454.16	-58.39	13,194.29
投资活动产生的现金流量净额	-31,109.91	-5,520.61	-5,423.16	-58.25	-13,194.29
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	-	-	-		89,140.00
发行债券所收到的现金	-	-	-		-
取得借款收到的现金	68,050.00	96,530.00	135,848.00	41.29	44,290.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	-		-
筹资活动现金流入小计	68,050.00	96,530.00	135,848.00	41.29	133,430.00
偿还债务支付的现金	55,890.00	84,243.01	115,489.99	43.75	49,225.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,704.40	19,503.83	44,062.26	124.99	1,160.01
支付其他与筹资活动有关的现金	173.22	121.40	-	-100.00	938.81
筹资活动现金流出小计	64,767.62	103,868.24	159,552.25	56.95	51,323.81
筹资活动产生的现金流量净额	3,282.38	-7,338.24	-23,704.25		82,106.19
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	-326.64	33,961.16	-8,921.08	422.60	56,691.81
加: 期初现金及现金等价物余额	26,814.95	26,488.31	60,449.47	50.14	51,528.39
六、期末现金及现金等价物余额	26,488.31	60,449.47	51,528.39	39.47	108,220.20

附件5 贵人鸟股份有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	40,784.08	52,797.34	42,348.99	1.90
加: 资产减值准备	241.22	1,286.96	3,040.18	255.01
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,365.20	3,337.56	4,079.15	31.33
无形资产摊销	213.12	293.35	370.35	31.82
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	97.55	41.15	-13.20	
固定资产报废损失	-	-	253.61	
公允价值变动损失	-	-	-	
财务费用	2,638.30	3,787.14	4,687.26	33.29
投资损失	-	-	-	
递延所得税资产减少	-70.81	-318.94	-621.87	196.36
递延所得税负债增加	-	-	-	
存货的减少	-5,112.91	3,255.45	5,256.87	
经营性应收项目的减少	-30,845.63	-30,268.24	-36,828.96	9.27
经营性应付项目的增加	17,190.75	12,608.25	-2,366.06	
其他	-	-	-	
经营活动产生的现金流量净额	27,500.89	46,820.01	20,206.34	-14.28

附件6 贵人鸟股份有限公司 主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	5.25	3.88	2.11	--
存货周转次数 (次)	9.38	9.32	10.34	--
总资产周转次数 (次)	2.40	1.28	0.91	0.17
现金收入比率 (%)	71.83	82.60	78.41	63.64
盈利能力				
总资产收益率 (%)	37.68	34.44	23.36	--
总资产报酬率 (%)	46.70	29.90	23.19	--
净资产收益率 (%)	54.73	47.87	32.50	4.24
主营业务毛利率 (%)	38.66	40.70	40.63	--
营业利润率 (%)	37.91	39.95	39.75	37.90
费用收入比 (%)	19.81	18.49	16.77	20.38
财务构成				
资产负债率 (%)	52.24	49.31	52.16	40.42
全部债务资本化比率 (%)	33.18	33.14	37.24	29.65
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.51	17.48	14.05	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.19	1.10	0.84	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.60	0.73	0.26	-0.13
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.08	0.65	0.19	-0.26
流动比率 (倍)	1.29	1.51	1.46	1.98
速动比率 (倍)	1.10	1.39	1.39	1.94
现金短期债务比 (倍)	0.74	1.08	0.70	1.17
经营现金流动负债比率 (%)	27.39	37.36	14.06	-7.92
经营现金利息偿还能力 (倍)	10.42	11.64	4.31	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-1.37	10.26	3.15	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.68	0.88	0.82	--

注：2014 年第一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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+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 贵人鸟股份有限公司 2014 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，在每年贵人鸟股份有限公司年报公告后的两个月内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。

贵人鸟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。贵人鸟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贵人鸟股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现贵人鸟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。

如贵人鸟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，直至贵人鸟股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（www.lianhecreditrating.com.cn）、交易所网站予以公布，并同时报送贵人鸟股份有限公司、监管部门、交易机构等。

