跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1128 号

九牧王股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16 九牧 01”进行跟踪评级，确定：

九牧王股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
九牧王股份有限公司公开发行的“16 九牧 01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年二月十七日

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

九牧王股份有限公司
公司债券 2019 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
16 九牧 01	2 亿元	3 年	AA	AA	2018 年 6 月 19 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	64.13	60.88	62.24
所有者权益（亿元）	53.30	44.36	47.10
长期债务（亿元）	1.99	--	--
全部债务（亿元）	4.24	7.56	7.49
营业收入（亿元）	25.65	27.33	8.01
净利润（亿元）	4.92	5.27	2.71
EBITDA（亿元）	7.11	7.81	--
经营性净现金流（亿元）	4.96	4.46	1.02
营业利润率（%）	56.11	55.23	55.45
净资产收益率（%）	10.06	10.79	5.93
资产负债率（%）	16.88	27.13	24.32
全部债务资本化比率（%）	7.37	14.57	13.72
流动比率（倍）	3.27	1.76	2.12
EBITDA 全部债务比（倍）	1.68	1.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	91.63	300.69	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.55	3.91	--

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；除特别说明外，均指人民币。2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3.2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2018 年，九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“九牧王”）作为国内领先的男装生产和销售企业，在品牌知名度、生产规模、销售渠道覆盖等方面仍保持较为明显的优势。受益于男装行业景气度回升，公司收入规模有所扩大、盈利能力有所提高、财务表现稳健。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处服装行业竞争激烈、对单一品牌依赖重、电子商务渠道竞争压力大等影响因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司深入调整渠道结构，新品牌业务持续拓展，公司收入及利润水平有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“16 九牧 01”的债项信用等级为 AA。

优势

1．2018 年，公司男装生产规模仍较大，受益于男装行业景气度缓慢回升，公司收入规模有所扩大，盈利能力有所提高。

2．2018 年，公司财务结构稳健，负债水平低，债务负担轻；公司业务毛利率水平较高，现金流状况良好。

关注

1．目前九牧王品牌的营业收入占到公司年度经营收入的约 90%，公司营业收入及其增长过于依赖九牧王品牌，若九牧王品牌的销售出现下滑，将对公司的经营状况产生重大影响。

2．目前公司销售网络仍以线下店面为主，近年来随着电子商务的快速发展，部分专业服装电子商务企业快速成长，可能对公司市场份额产生不利影响。

3．公司期间费用对利润侵蚀较重。

分析师

唐玉丽
电 话：010-85172818
邮 箱：tangyl@unitedratings.com.cn

戴非易
电 话：010-85172818
邮 箱：daify@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他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：

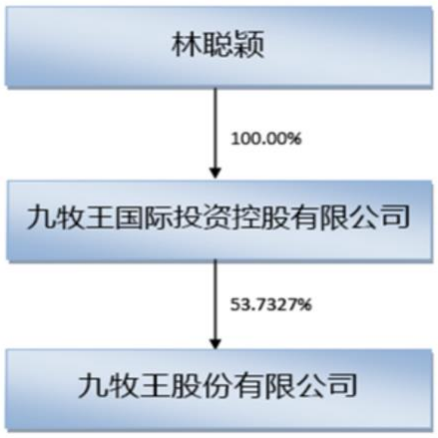
联合信用评级有限公司

一、主体概况

九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“九牧王”）的前身为九牧王（中国）有限公司（以下简称“九牧王中国”），成立于 2004 年 3 月，为外商独资企业，注册资本 6,000 万港币。后经股权转让及增资，截至 2009 年底，九牧王中国注册资本变更为 8,000 万港币，公司类型变更为有限责任公司（台港澳与境内合资）。2010 年 2 月，九牧王中国董事会决议将九牧王中国整体变更为外商投资股份有限公司，九牧王中国经审计截至 2009 年 12 月底的净资产 51,897.47 万元，按照 1:0.867094244 的比例折为股份有限公司股本 45,000 万股，每股面值 1 元，净资产超过股本总额的部分 6,897.47 万元计入资本公积，发起人按照各自在九牧王中国的出资比例持有相应数额的股份。2010 年 3 月，公司类型变更为股份有限公司，并更为现名。公司发行的人民币普通股（A 股）股票于 2011 年 5 月 30 日在上海证券交易所上市，股票简称：“九牧王”，证券代码：“601566.SH”。截至 2018 年底，公司注册资本 5.75 亿元，控股股东为九牧王国际投资控股有限公司（以下简称“九牧王投资”），持股比例为 53.73%；公司实际控制人为林聪颖，间接持有公司 53.73%的股权，公司股权结构相对集中。

截至 2019 年 5 月 13 日，公司控股股东九牧王投资持有的公司股份已质押股份数量为 50,000,000 股，占其持有公司股份总数的 16.19%，占公司股份总数的 8.70%。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司合并范围包括母公司及 9 家子公司，与上年相比增加 2 家子公司；公司拥有在职员工合计 7,930 人；2018 年，公司经营范围及组织结构较上年无变化。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 60.88 亿元，负债总额 16.52 亿元，所有者权益合计 44.36 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 44.32 亿元；2018 年，公司实现营业收入 27.33 亿元，净利润（含少数股东损益）5.27 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.07 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 62.24 亿元，负债总额 15.13 亿元，所有者权益合计 47.10 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 47.06 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.01 亿元，净利润（含少数股东损益）2.71 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.74 亿元。

公司注册地址：泉州市经济技术开发区清蒙园区；法定代表人：林聪颖。

二、债券发行及募集资金使用情况

2016 年 1 月 4 日，经中国证监会证监许可[2015]3072 号文核准，公司公开发行面值总额不超过 16 亿元的公司债券。债券名称为“九牧王股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券于 2016 年 9 月 27 日完成发行，债券规模 2.00 亿元，发行票面利率为 3.70%，期限 3 年，每年付息，到期还本。本期债券已于 2016 年 10 月 21 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称：“16 九牧 01”，债券代码：“136729.SH”。

2018 年 9 月 26 日，公司完成支付“16 九牧 01”2017 年 9 月 26 日至 2018 年 9 月 25 日期间的利息。

截至 2018 年底，扣除发行费用后，本期债券募集资金已全部用于补充公司流动资金，符合募集说明书中的资金使用用途。

三、行业分析

1、行业概况

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本等生产要素成本上升，加上中国纺织服装业之前高增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2018 年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速仍延续平缓增长状态。具体来看，2018 年我国社会消费品零售总额达 38.10 万亿元，同比增长 8.98%；服装类零售额 9,870.41 亿元，同比增长 8.55%。

原材料方面，2018 年，国内棉花价格整体呈震荡走势，5 月由于新疆棉区受灾引发供应恐慌，在市场炒作之下，国内 328 棉花价格由 5 月初的 15,451 元/吨上涨至 6 月初的 16,900 元/吨，直到 6 月份相关保供应政策出台才得以控制，随之棉花价格逐渐下调；7 月以来，中美贸易摩擦逐渐升温，市场对未来棉花走势忧虑氛围渐浓，棉花价格持续下跌，截至 2018 年底已跌至 15,375 元/吨。国际棉价方面，2018 年，外棉价格震荡下降，由年初的 89.35 美分/磅将至年底的 80.80 美分/磅。

图2　近年来国内外棉花价格走势（单位：元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind

从进出口方面来看，2018年，我国服装出口止跌回升，服装及衣着附件出口额1,576.33亿美元，同比增长0.30%，其中纺织服装出口表现优于梭织服装，我国针织服装及衣着附件出口733.35亿美元，同比增长2.1%，梭织服装及衣着附件出口713.02亿美元，同比下降2.9%；纺织纱线、织物及制品出口金额1,190.98亿美元，同比增长8.10%，纺织品外需市场回暖显著。

从盈利状况上看，2018年，我国服装行业规模以上企业14,827家，累计实现主营业务收入17,106.57亿元，同比增长4.07%；利润总额1,006.75亿元，同比增长10.84%，行业盈利能力和资金周转效率比上年有所提升。

总体看，2018年，国内纺织服装市场需求较上年小幅增长，国内棉花价格波动较大，服装出口止跌回升，行业盈利能力有所提升。

2、行业关注

在节能环保方面，国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。2018 年 1 月 1 日起，《环境保护税法》开始施行，行业环保压力更加突出，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，发展形势更为严峻。

出口方面，我国是世界上最大的纺织品服装出口国，同时，纺织品服装出口也是我国贸易出口的重要组成。纺织品服装出口在我国对外贸易总额中的占比维持在 13%左右的水平。在中国纺织品服装出口前 10 大市场中，美国占第一位，中国和美国在纺织品服装贸易上有巨大贸易顺差。目前受中美贸易摩擦影响，美国对我国部分纺织品征收 25%的关税，这些产品的关税若提升至 45%将对出口带来较大影响。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。

总体看，预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型等多方压力，纺织品服装出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

3、行业发展

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

随着中国居民收入的增长促使消费能力不断提高，按照发达国家经验，人均收入超过 3,000 美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

总体看，未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、管理分析

2018年，公司原财务总监陈振文因个人原因离任，公司聘任陈惠鹏担任财务总监。

总体看，公司主要核心团队人员稳定，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务为服装服饰的生产和销售。2018 年，受益于 FUN 品牌业务增长及合并 ZIOZIA 品牌收入等因素，公司实现营业收入 27.33 亿元，较上年增长 6.55%；实现净利润 5.27 亿元，较上年增长 6.97%。

2018 年，公司主营业务收入为 26.74 亿元，占营业收入的 97.84%，公司主营业务突出；从各板块收入来看，2018 年，公司男裤收入为 11.23 亿元，较上年减少 2.24%，占比由 45.39%下降至 42.01%，变化不大，依旧是公司收入和利润的主要来源；茄克实现收入 7.49 亿元，较上年增长 15.26%，主要系 JOEONE 品牌业务量增加以及新增 ZIOZIA 品牌所致，占比由 25.67%上升至 28.01%；衬衫实现收入 2.98 亿元，较上年减少 6.67%，占比较上年变化不大；T 恤实现收入 2.90 亿元，较上年增长 40.20%，主要系 FUN 品牌及 JOEONE 品牌业务量增加所致，占比由 8.16%上升至 10.83%；西装实现收入 1.59 亿元，较上年减少 0.80%，占比较上年变化不大。

表 1　2017~2018 年公司主营业务收入和毛利率构成（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
男裤	114,903.41	45.39	61.98	112,327.38	42.01	60.30
茄克	64,988.93	25.67	52.75	74,903.81	28.01	53.43
衬衫	31,971.08	12.63	58.68	29,839.23	11.16	60.83
T 恤	20,658.71	8.16	59.68	28,964.34	10.83	59.80
西装	16,009.47	6.32	53.15	15,881.19	5.94	52.73
其他	4,621.92	1.83	30.36	5,475.27	2.05	34.13
合计	**253,153.52**	**100.00**	**57.87**	**267,391.22**	**100.00**	**57.39**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2018 年，公司男裤的毛利率为 60.30%，较上年减少 1.68 个百分点；茄克的毛利率为 53.43%，较上年增加 0.68 个百分点；衬衫的毛利率为 60.83%，较上年增加 2.15 个百分点；T 恤的毛利率为 59.80%，较上年增加 0.12 个百分点；西装毛利率为 52.73%，较上年减少 0.42 个百分点；公司主营业务毛利率为 57.39%，较上年变化不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.01 亿元，较上年同期增长 7.20%，主要系各品牌业务收入平稳增长及合并 ZIOZIA 品牌收入所致；公司实现净利润 2.71 亿元，较上年同期大幅增长 40.50%，主要系处置持有的财通证券股份有限公司的股份所致。

总体来看，2018 年，公司主营业务突出，男裤依旧为公司的核心产品，主营业务收入有所增长，毛利率保持稳定，且仍处于较高水平。

2. 原材料采购

2018年，公司采购的原材料主要包括面料、辅料和成衣等三大类。公司采购模式较上年未发生变化。

从原材料采购量看，2018年，受公司各品牌产品产销变化及产品结构调整影响，公司面料采购量较上年减少29.07%至842.02万米；辅料采购量较2017年小幅增长2.06%至18,678.68万米/万个；裤类采购量较2017年小幅增长7.05%至165.70万条；T恤类采购量较2017年增长48.57%至143.16万件；衬衫采购量较2017年减少11.38%至107.07万件；西装采购量较2017年增长39.04%至22.26万件；茄克采购量较2017年增长26.27%至127.12万件。

表 2　2017~2018 年公司采购情况（单位：万元、万件/万条/万米/万个、元/件、元/条、元/米）

序号	原料	项目	2017 年	2018 年
1	面料	采购金额	32,466.47	26,675.41
		采购数量	1,187.12	842.02
		采购均价	27.35	31.68
2	辅料	采购金额	8,313.96	8,176.24
		采购数量	18,301.38	18,678.67
		采购均价	0.45	0.44
3	成衣—裤类	采购金额	15,576.21	16,577.23
		采购数量	154.79	165.70
		采购均价	100.63	100.04
4	成衣—T 恤类	采购金额	8,263.62	14,357.67
		采购数量	96.36	143.16
		采购均价	85.76	100.29
5	成衣—衬衫类	采购金额	10,094.14	9,588.02
		采购数量	120.82	107.07
		采购均价	83.55	89.55
6	成衣—西装类	采购金额	4,138.57	5,654.68
		采购数量	16.01	22.26
		采购均价	258.50	254.03
7	成衣—茄克类	采购金额	29,184.89	36,596.82
		采购数量	100.67	127.12
		采购均价	289.91	287.89
8	其他（包装物和其他成衣等）	采购金额	3,614.60	5,918.97
		采购数量	--	--
		采购均价	--	--
采购金额合计			**111,652.46**	**123,545.04**

资料来源：公司提供

从原材料采购均价来看，2018年，面料采购均价较上年增长15.83%，主要系原材料价格上涨以及流行趋势变化导致公司使用高价位的材料较多影响；辅料、裤类采购价格基本保持稳定；T恤类采购均价增长16.94%，主是系新增NASTYPALM品牌的采购单价高于其他品牌以及FUN品牌采用高品质高价位面料所致；衬衫类、西装类和茄克类采购均价较上年变化不大。

从采购集中度看，2018年，前五名供应商采购额18,036.19万元，占年度采购总额17.33%；前

五名供应商采购额中无关联方采购。

总体看，2018年，受各品牌产品产销变化及产品结构调整影响，公司各主要原材料采购量和价格有所波动，原材料采购价格的波动可能会增加公司的成本控制压力。

3. 产销情况

2018 年，公司仍然采用“自制生产为主、委托加工为辅”的生产模式。

从产能来看，截至2018年底，公司茄克类产品（茄克、衬衫和T恤）的标准产能为52.00万件/年，公司西裤类（西装和男裤）的标准产能为500.00万件/年，较上年底均无变化。

从产量[1]来看，由于JOEONE品牌业务量减少，2018年，裤类产量较2017年下降7.71%至461.62万条，衬衫产量较2017年下降14.53%至140.50万件；由于新增ZIOZIA品牌，西装产量较2017年增长15.41%至42.87万件；茄克产量较2017年增长12.27%至148.40万件，主要系JOEONE品牌业务量增加以及新增ZIOZIA品牌所致；T恤产量较2017年增长40.69%至158.51万件，主要是FUN品牌及JOEONE品牌销量增加所致；其他产量较2017年增长52.53%，主要是积分兑换礼品、内搭及皮鞋采购量增加所致。

表 3　2018 年公司主要产品产量情况（单位：万件、%）

主要产品	生产量	较上年变化
男裤	461.62	-7.71
衬衫	140.50	-14.53
茄克	148.40	12.27
T 恤	158.51	40.69
西装	42.87	15.41
其他	81.95	52.52
合计	**1,033.85**	**3.36**

资料来源：公司年报

从销量来看，2018 年，公司男裤销量较 2017 年下降 5.41%，变化不大；衬衫销量下降 20.52%至 139.25 万件，主要系 JOEONE 品牌业务量减少所致；茄克销量较 2017 年增长 10.61%至 139.64 万件，主要系 JOEONE 品牌业务量增加以及新增 ZIOZIA 品牌所致；T 恤销量较 2017 年增长 32.70%至 133.40 万件，主要系 FUN 品牌及 JOEONE 品牌业务量增加所致；西装销量下降 8.41%至 35.96 万件。

表 4　2018 年公司分产品销量情况（单位：万元、万条、万件、%）

主要产品	销售量	较上年变化
男裤	493.17	-5.41
衬衫	139.25	-20.52
茄克	139.64	10.61
T 恤	133.40	32.70
西装	35.96	-8.41
其他	66.53	18.20
合计	**1,007.95**	**-1.07**

资料来源：公司提供

[1] 包含自产与外购。

2018 年，公司仍采用直营和加盟相结合的销售模式，网上销售作为补充。2018 年，线上销售收入占比 11.61%，较上年上升 1.23 个百分点，毛利率较上年变化不大；线下收入占比 88.39%，毛利率较上年变化不大。2018 年，公司加盟和直营两者收入合计占比为 86.35%，较上年变化不大。2018 年，公司加盟渠道销售收入占比为 51.49%，占比小幅下降。截至 2018 年底，公司直营与加盟终端数量为 2,774 家，较上年增加 141 家，其中直营终端 901 家，加盟终端 1,873 家。

从销售分布区域来看，2018 年，公司的销售地区仍主要集中在华东地区、华中地区、西南地区和华北地区。

表 5　2018 年公司主要品牌门店终端区域分布情况（单位：家、%）

地域	JOEONE 终端数	VIGANO 终端数	Nastypalm 终端数	ZIOZIA 终端数	FUN 终端数	占比
华北	372	2	0	2	12	13.99
华东	861	5	20	59	94	37.45
华中	310	2	7	4	21	12.40
华南	233	0	0	21	12	9.59
西南	236	1	8	14	43	10.89
西北	245	2	0	1	14	9.44
东北	154	1	0	7	11	6.24
合计	**2,411**	**13**	**35**	**108**	**207**	**100.00**

资料来源：公司年报

从品牌收入贡献来看，2018 年，JOEONE 和 FUN 收入占比分别为 89.07%和 7.95%，毛利率较上年保持稳定，公司品牌收入贡献集中度高；J1 由于销售往年产品，销售折扣较大，毛利率较上年减少 11.82 个百分点；VIGANO 由于 2017 年 10 月投入市场，当年销售折扣较小，而 2018 年销售折扣较大，毛利率较上年减少 11.83 个百分点；2018 年，新增 ZIOZAI 和 NASTYPALM 品牌，目前对收入贡献很小。

表 6　2018 年公司各品牌盈利情况（单位：万元、%）

品牌类型	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入同比变化	毛利率比上年增减
JOEONE	238,173.42	89.07	57.06	0.21	减少 0.88 个百分点
FUN	21,267.70	7.95	62.15	61.45	增加 0.11 个百分点
ZIOZIA	4,862.60	1.82	64.79	--	--
J1	1,304.26	0.49	25.55	-38.24	减少 11.82 个百分点
NASTYPALM	1,152.90	0.43	39.98	--	--
VIGANO	630.34	0.24	65.30	972.74	减少 11.83 个百分点
合计	**267,391.22**	**100.00**	**57.39**	**5.62**	**减少 0.48 个百分点**

资料来源：公司年报

2018 年，公司向前五名客户销售额 33,587.76 万元，占年度销售总额 12.56%，占比较上年变化不大，集中度一般；其中前五名客户销售额中关联方销售额 11,315.81 万元，占年度销售总额 4.23%，占比不大。

总体看，2018 年，公司各细分产品产销有所波动，各销售渠道贡献较稳定，品牌收入贡献集中度高。

4. 在建工程

截至 2018 年底，公司重大在建工程累计投入资金 0.13 亿元，预计未来仍需投入 0.94 亿元。

公司在建项目将主要于2020年完工。

表7 截至2018年底公司重大在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	累计投入金额	待投资规模	工程进度	资金来源
清濛西片区工程项目	0.98	0.05	0.93	5.35	自筹
办公楼改造工程	0.09	0.08	0.01	85.07	自筹
合计	**1.07**	**0.13**	**0.94**	--	--

资料来源：公司提供。

整体看，公司在建工程待投资规模不大，公司筹资压力不大。

5. 经营关注

（1）消费需求变化，行业竞争加剧

近年来，消费者更趋个性化和理性化，对产品的要求更高，市场进一步细分。而因长期推行“订货制”，国内服装企业对市场的反应相对滞后，未能完全做到以终端消费者的需求为导向；此外，服装行业创新能力和机制不足，导致产品同质化程度较高，国内服装企业之间竞争加剧，并同时面临来自国际品牌和新兴品牌的竞争。

（2）销售过于倚重九牧王单一品牌的风险

目前九牧王品牌的营业收入占到公司年度经营收入约90%左右，公司营业收入及其增长过于依赖九牧王品牌，若九牧王品牌的销售出现下滑，将对公司的经营状况产生较大影响。

（3）下游销售渠道变化的风险

近年来，购物中心和电商渠道在国内发展迅猛，集成店等各类渠道也正逐步兴起，给百货商场、街铺等传统渠道造成了较大的冲击，未来公司如果没能及时有效的利用购物中心及电商等新兴渠道，将有可能给公司经营业绩带来不利影响。同时，近年来，电商在我国发展迅猛，传统销售渠道受到极大冲击。目前，公司来自电子商务渠道的销售收入在公司销售收入中占比较小，如果公司不能提高电子商务销售渠道收入，未来将可能处在不利的竞争位置。

6. 未来发展

2019年，公司将保持“产融结合”总体战略框架不变，继续围绕服装主业进行三大服装运营平台的建设和发展，同时面向新兴行业投资。

在服装主业方面，公司仍将延续既定的五年（2017-2021年）发展战略，通过自主经营、直接投资培育和收购兼并等多种方式打造“精工质量平台”、“时尚品质平台”和“潮流时尚平台”三大服装平台，为不同的目标消费者提供差异化的产品与服务。具体来看，（1）精工质量平台以满足消费者对“经典的款式设计、精细的质量管理、良好的品牌形象、良好的终端服务”为价值需求。目前“精工质量平台”包括“九牧王”主品牌和“VIGANO”品牌。（2）“时尚品质平台”的目标是要充分满足消费者对于“风格化及时尚的款式设计、精细的质量管理、良好的品牌形象、良好的终端服务”的价值需求。“时尚品质平台”主要包括“NASTY PALM”和“ZIOZIA”品牌。（3）“潮流时尚平台”要充分满足消费者对于“潮流的款式、稳定的质量、广泛的渠道、良好的终端服务”的价格需求。公司“潮流时尚平台”以“fun”、“Garfield by fun” 及“BeenTrill” 为核心品牌，并将持续以联名品牌形式推动潮流时尚平台的发展。

投资业务方面，面对行业增速的逐渐放缓，在服装主业方面：公司将重点关注服装品牌及服装产业链上下游并购机会，持续丰富公司品牌矩阵，推动三大服装运营平台的发展，提升公司核

心竞争力；在新兴产业方面：公司将关注时尚产业新业务、新技术、新模式，进行时尚生态链投资，构建智慧时尚投资组合，助力服装主业发展；在财务投资方面：公司将在风险可控的前提下，投资于文化教育、金融、环保、医疗等符合消费升级需求且具有盈利能力的一、二级市场项目，提高闲置资金使用效率，增加公司财务收益。

总体看，公司未来发展战略清晰，经营务实稳健；未来公司的整体竞争力有望进一步提高。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司 2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2018 年，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司对相关报表科目做出相应调整。

2018 年底，公司合并范围包括母公司、8 家直接控股子公司和 1 家间接控股子公司，较上年增加 2 家，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 60.88 亿元，负债总额 16.52 亿元，所有者权益合计 44.36 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 44.32 亿元；2018 年，公司实现营业收入 27.33 亿元，净利润（含少数股东损益）5.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.07 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 62.24 亿元，负债总额 15.13 亿元，所有者权益合计 47.10 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 47.06 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.01 亿元，净利润（含少数股东损益）2.71 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.74 亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至 2018 年底，公司合并资产总额 60.88 亿元，较年初下降 5.07%，主要系非流动资产的减少所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为 46.42%和 53.58%，非流动资产占比较上年下降 2.25 个百分点，资产构成以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 28.26 亿元，较年初减少 0.22%，主要系一年内到期的非流动资产及其他流动资产减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 17.66%）、应收票据及应收账款（占比 11.82%）、存货（占比 28.54%）和其他流动资产（占比 28.78%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 4.99 亿元，较年初增长 32.41%，主要系短期借款增加所致，其中库存现金占比 0.04%，银行存款占比 84.52%，其他货币资金占比 15.45%，公司货币资金受限金额为 0.60 亿元，占比 11.95%，主要为各类保证金；公司应收票据为 1.55 亿元，较年初减少 6.96%，其中银行承兑汇票占比 1.13%，商业承兑汇票占比 98.87%；应收账款为 1.78 亿元，较年初增长 19.19%，主要系随着加盟商销售额增长，应收加盟商的账款增加所致；公司应收账款计提坏账准备 0.15 亿元，计提比例 7.79%，从账龄看，一年以内的应收账款占比 97.23%，前五名应收账款年末账面价值为 0.19 亿元，占比 9.70%；公司存货净额为 8.06 亿元，较年初增长 9.14%，主要由库

存商品（占 87.40%）和原材料（占 8.18%）构成，公司累计计提存货跌价准备 1.33 亿元，主要为库存商品和原材料的跌价准备，考虑到服装行业更新换代快，公司存货存在一定跌价风险；公司其他流动资产为 8.13 亿元，较年初下降 36.79%，主要是报告期内理财产品到期赎回所致，其他流动资产主要由理财产品（占 96.83%）构成，主要包括“新时代新价值 679 号定向资产管理计划”2 亿元、“中信信托·彩云 1 号昆明体育小镇特定资产收益权投资集合资金信托计划”2 亿元以及“100 天结构性存款理财产品”1 亿元等。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 32.61 亿元，较年初减少 8.91%，主要系可供出售金融资产减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 50.54%）、长期股权投资（占 10.96%）、投资性房地产（占 11.13%）和固定资产（占 16.68%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值合计为 16.48 亿元，较年初减少 25.83%，主要系处置持有的部分财通证券股份及公允价值下跌所致；公司长期股权投资为 3.58 亿元，较年初增长 21.64%，主要系对上海景林九盛欣联股权投资中心（有限合伙）追加 0.70 亿元投资所致，公司长期股权投资采用权益法计量；公司投资性房地产采用成本法计量，账面价值合计 3.63 亿元，主要由房屋及建筑物（占 91.10%）和土地使用权（占 8.90%）构成，较年初减少 8.53%，主要系累计折旧增加所致；公司固定资产账面价值合计 5.44 亿元，较年初增长 25.39%，主要系增加合并企业持有的房屋及建筑物所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 78.69%）、办公设备及其他（占 12.24%）和机器设备（占比 8.24%）构成，累计计提折旧 3.82 亿元，固定资产成新率 58.71%，成新率一般，公司固定资产无受限情况。

截至 2018 年底，公司受限资产全部为货币资金 0.60 亿元，全部为保证金，占期末总资产的比例为 0.99%，受限比例很低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 62.24 亿元，其中流动资产占比 50.50%，非流动资产占比 49.50%。

总体看，2018 年，公司资产规模有所下降，以非流动资产为主；非流动资产中可供出售金融资产占比较大，持有可供出售金融资产质量较佳，变现能力强，能够形成对公司现金流的一定补充，整体资产质量较好；2019 年 1 季度，公司处置完毕所持财通证券的全部股份，资产结构变为以流动总产为主。

（2）负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计为 16.52 亿元，较年初增长 52.56%，其中流动负债和非流动负债分别占 97.35%和 2.65%，流动负债占比较年初增长 17.34 个百分点，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 16.08 亿元，较年初增长 85.61%，流动负债主要以短期借款（占 18.66%）、应付票据及应付账款（占 45.33%）和一年内到期的非流动负债（占比 12.42%）构成。2018 年，公司新增短期借款合计 3.00 亿元，全部为信用借款；截至 2018 年底，公司应付票据合计 2.57 亿元，全部为银行承兑汇票，较年初增长 14.12%，主要系本期应付银行承兑汇票结算方式增多所致；公司应付账款合计 4.72 亿元，较年初增长 51.57%，主要系公司应付货款增加所致，且无账龄超过 1 年的重要应付账款；2018 年，公司新增一年内到期的非流动负债 2.00 亿元，为“16 九牧 01”将于 2019 年到期转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 0.44 亿元，较年初减少 79.77%，主要是系 16 九牧 01 公司债余额转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 7.56 亿元，较年初增长 78.31%，全部为短期债务，主要

系短期借款增长所致。截至 2018 年底，公司资产负债率为 27.13%，较年初增加 10.25 个百分点；公司全部债务资本化比率为 14.57%，较年初增加 7.20 个百分点。公司整体债务负担较年初有所加重，但仍属较轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 15.13 亿元，较年初下降 8.37%，主要系流动负债下降所致，其中流动负债占比 98.01%，非流动负债占比 1.99%，负债结构较年初变化不大，仍然以流动负债为主。公司全部债务合计 7.49 亿元，较年初减少 0.98%，全部为短期债务，整体债务负担较年初有所下降。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 44.36 亿元，较年初减少 16.78%，主要系可供出售金融资产公允价值变动使得其他综合收益减少所致。其中归属于母公司所有者权益为 44.32 亿元；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 12.96%，资本公积占 58.11%，其他综合收益占比 3.46%，盈余公积占 6.48%，未分配利润占 18.98%；公司资本公积占比较高，且全部为资本溢价，整体看，公司所有者权益结构稳定性较强。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 47.10 亿元，较年初增长 6.18%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司负债规模较上年有所上升，依然以流动负债为主，但公司债务负担仍属较轻；公司所有者权益有所减少，所有者权益结构稳定性较强。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 27.33 亿元，较上年增长 6.55%，主要系 FUN 品牌业务增长及合并 ZIOZIA 品牌收入所致；公司营业成本 11.86 亿元，较上年增长 8.56%；公司实现净利润 5.26 亿元，较上年增长 6.97%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计为 9.83 亿元，较上年增长 11.03%；其中销售费用为 7.59 亿元，较上年增长 9.29%，主要系公司职工薪酬支出、广告及业务宣传费等支出增加所致；管理费用为 1.90 亿元，较上年增长 19.85%，主要系职工薪酬、其他费用、中介服务费等增加所致；研发费用为 0.35 亿元，较上年增长 47.94%，主要系人工费和材料费等费用增加所致；财务费用为-0.01 亿元，较上年减少 973.06 万元，主要系利息费用减少所致。2018 年，公司费用收入比为 35.95%，较上年增加 1.45 个百分点，公司期间费用对利润存在较大侵蚀。

2018 年，公司获得投资收益 2.47 亿元，较上年增长 120.67%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致，占营业利润的比例为 37.11%，对公司营业利润影响较大；公司获得其他收益为 0.18 亿元，主要系公司收到的政府补助，占营业利润的比例为 2.74%，对公司营业利润的影响很小。

2018 年，公司总资本收益率为 9.67%，较上年增加 0.25 个百分点；总资产报酬率为 10.74%，较上年增加 0.48 个百分点；净资产收益率为 10.79%，较上年增加 0.73 个百分点。公司盈利能力小幅提升且仍属较强。

2019 年 1~3 月，公司各品牌业务平稳增长，公司实现营业收入 8.01 亿元，较上年同期增长 7.20%，公司实现净利润 2.71 亿元，较上年同期增长 40.50%，公司营业收入和净利润均有所提高。

总体看，2018 年，公司营业收入和净利润均有所增长，费用对公司利润侵蚀仍较大，整体盈利能力良好。

4. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 32.05 亿元，较上年增长 7.54%，主要系公司销售规模增长所致；公司经营活动产生的现金流出为 27.59 亿元，较上年增长 11.08%；受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 4.46 亿元，较上年减少 10.16%。从收入质量上看，2018 年，公司的现金收入比为 114.63%，较上年变化不大，收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 33.78 亿元，较上年增长 24.85%，主要系收回投资收到的现金增加所致；公司投资活动现金流出为 33.91 亿元，较上年增长 27.57%，主要系投资理财支付的现金增加所致；受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额为-0.13 亿元，由上年的净流入转为净流出。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 3.97 亿元，较上年大幅增长 520.52%，主要系增加短期借款所致；公司筹资活动现金流出为 7.38 亿元，较上年增长 12.46%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致；受上述因素影响，2018 年，筹资活动现金流量净额为-3.42 亿元，较上年减少流出 2.51 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流入为 1.02 亿元，较上年同期减少 52.32%，主要系支付货款及期间费用增加所致；投资活动产生的现金净流出为 0.26 亿元，较上年同期减少净流出 1.2 亿元，主要系投资收益增加所致；筹资活动产生的现金净流入为 0.02 亿元，较上年同期减少 94.13%，主要系银行承兑汇票到期解付减少所致；现金及现金等价物净增加额 0.74 亿元，较上年减少流入 0.16 亿元。

总体看，2018年，公司收入实现质量较好；经营现金流可以满足投资需求，公司对外融资压力不大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，主要受短期借款增加和“16 九牧 01”转入一年内到期的流动负债影响，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 3.27 倍下降至 1.76 倍；速动比率由年初的 2.42 倍下降至 1.26 倍。2018 年，公司经营现金流动负债比率由年初的 57.30%下降到 27.74%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护作用有所弱化。2018 年，公司现金短期债务比由年初的 2.42 倍下降至 1.27 倍，现金类资产对短期债务保护能力弱化。整体看，公司短期偿债能力有所减弱，但仍属较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.81 亿元，较年初增长 9.91%，主要系利润总额增长所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 85.60%）、折旧（占 8.93%）和摊销（占 5.14%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 91.63 倍增长至 300.69 倍，EBITDA 对利息的保障能力很强；EBITDA 全部债务比由上年的 1.68 倍下降至 1.03 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力较强。整体看，公司长期偿债能力有所下降，但仍属很强。

截至 2018 年底，公司不存在重大未决诉讼。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司获得银行综合授信 20.40 亿元，未使用额度 14.89 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据机构信用代码为 G1035050100010220F 的人民银行征信报告，截至 2019 年 5 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，2018 年，公司长短期偿债能力有所下降，但仍属较强，考虑到公司在品牌知名度、

生产规模、销售渠道覆盖等方面仍保持较为明显的优势，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（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）达21.45亿元，约为“16九牧01”债本金合计（2.00亿元）的10.73倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；净资产达47.10亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的23.55倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16九牧01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为7.81亿元，约为“16九牧01”债券本金合计（2.00亿元）的3.91倍，公司EBITDA对“16九牧01”的覆盖程度很强。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入32.05亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的16.03倍，公司经营活动现金流入量对“16九牧01”的覆盖程度较强。

综合以上分析，公司偿债能力较强，考虑到公司在融资渠道、品牌声誉等方面具有优势，联合评级认为，公司对“16九牧01”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司作为国内领先的男装生产和销售企业，在品牌知名度、生产规模、销售渠道覆盖等方面仍保持较为明显的优势。受益于男装行业景气度回升，公司收入规模有所扩大、盈利能力有所提高、财务表现稳健。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业竞争激烈、对单一品牌依赖重、电子商务渠道竞争压力大等影响因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司深入调整渠道结构，新品牌业务持续拓展，公司收入及利润水平有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“16 九牧 01”的债项信用等级为 AA。

附件 1　九牧王股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额（亿元）	64.13	60.88	62.24
所有者权益（亿元）	53.30	44.36	47.10
短期债务（亿元）	2.25	7.56	7.49
长期债务（亿元）	1.99	0.00	0.00
全部债务（亿元）	4.24	7.56	7.49
营业收入（亿元）	25.65	27.33	8.01
净利润（亿元）	4.92	5.27	2.71
EBITDA（亿元）	7.11	7.81	--
经营性净现金流（亿元）	4.96	4.46	1.02
应收账款周转次数（次）	15.86	15.41	--
存货周转次数（次）	1.33	1.34	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.44	0.13
现金收入比率（%）	114.60	114.63	112.21
总资本收益率（%）	9.42	9.67	--
总资产报酬率（%）	10.26	10.74	--
净资产收益率（%）	10.06	10.79	5.93
营业利润率（%）	56.11	55.23	55.45
费用收入比（%）	34.50	35.95	29.19
资产负债率（%）	16.88	27.13	24.32
全部债务资本化比率（%）	7.37	14.57	13.72
长期债务资本化比率（%）	3.60	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	91.63	300.69	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.68	1.03	--
流动比率（倍）	3.27	1.76	2.12
速动比率（倍）	2.42	1.26	1.61
现金短期债务比（倍）	2.42	1.27	2.86
经营现金流动负债比率（%）	57.30	27.74	6.91
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.55	3.91	--

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；除特别说明外，均指人民币。
2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。
3.2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2　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 3　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。