信用等级公告

联合〔2020〕2240 号

联合资信评估有限公司通过对搜于特集团股份有限公司主体信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持搜于特集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“18 搜于特 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

搜于特集团股份有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
搜于特集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18搜于特MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18搜于特MTN001	1亿元	1亿元	2023/03/26

评级时间：2020年7月17日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

评级观点

搜于特集团股份有限公司（以下简称“公司”）是以品牌服饰运营和纺织原料供应链管理为核心业务的上市企业。跟踪期内，公司供应链管理业务有所收缩，业务体系处于调整阶段，品牌服装销量下滑，综合导致公司营业总收入及利润规模同比大幅下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司品牌服装业绩增长乏力，联营模式下服装类存货规模快速增长且存在减值风险、供应链管理业务信用风险管控难度及流动性管理压力加大、两大主业均占用大量营运资金、债务规模增长快且存在短期资金周转压力等因素对公司经营发展带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

2019年5月，公司引入广州高新区投资集团有限公司（以下简称“广州高新区”）作为战略投资者持股并签署《战略合作框架协议》，未来拟在多方面开展合作。此外，公司在新冠肺炎疫情期间，通过设立全资子公司东莞市搜于特医疗用品有限公司（以下简称“医疗用品公司”）拓展医用口罩和熔喷布等产能，考虑到短期内受疫情影响需求旺盛，投产后有望对公司利润有所补充。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18搜于特MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司引入国有背景战略投资者。**2019年5月，广州高新区作为战略投资者取得公司10%股权，截至目前持有公司8.06%股权，为公司第二大股东；广东高新区与公司签署《战略合作框架协议》，双方拟发挥各自优势，在多方面开展战略合作。广州高新区作为广州经济开发区的开发建设主体，在开发区内拥有较强的资源优势。双方未来合作的开展，有望为公司在其他业务领域获得更多发展机会。

分析师：孔祥一　陈　婷
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

2. **公司品牌服装门店数量保持在较大规模，销售网络较完善。**公司“潮流前线”品牌已在全国建立较为完善的销售网络，截至2020年3月底，公司拥有1733家连锁品牌服装门店。

关注

1．**公司服装及供应链管理业务均增长乏力，销量及收入持续下滑的同时大量占用营运资金，经营风险增加。**跟踪期内，服装行业景气度低，公司服装业务拓展乏力，销量及收入均持续下滑，为维系客户而执行的联营模式和宽信用政策导致公司应收账款及存货快速增长；同时，供应链管理业务预付供应商货款保持在较大规模，均对公司营运资金占用明显，公司资产流动性弱且经营效率持续下滑，面临较大存货跌价风险。

2．**跟踪期内，公司供应链管理业务信用风险管控难度加大，资产周转效率下降明显。**公司供应链业务下游客户以中小服装生产企业为主，其经营及财务状况易受外部经济波动影响，供应链管理业务信用风险管理难度大；跟踪期内，该业务资本投入增加但资产周转效率明显下滑，供应链管理业务面临的信用风险和流动性管理压力进一步加大。

3. **公司债务规模增长快，经营活动获现能力弱，对外部融资存在较大依赖。**跟踪期内，公司债务规模快速增长且以短期债务为主，经营性净现金流欠佳；考虑到经营铺货、在建项目未来投资规模大，公司存在较大融资需求。

4. **公司实际控制人持有的公司股份质押比例较高。**截至2020年6月1日，股东方马鸿及广东兴原投资有限公司累计质押股数分别为50130.10万股和7545.00万股，分别占其所持股份比例为66.39%和34.99%，质押比例较高。

5. **新冠疫情的不利影响。**受国内外新冠疫情的影响，全球商贸零售业受到较大冲击，导致公司供应链业务下游订单有所下滑。2020年1－3月，公司实现营业总收入13.49亿元，较上年同期下降57.83%，利润同比出现亏损。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.50	9.76	13.49	20.01
资产总额(亿元)	103.31	101.66	113.16	125.56
所有者权益(亿元)	59.71	55.95	57.66	58.27
短期债务(亿元)	22.29	36.80	35.17	38.29
长期债务(亿元)	3.42	2.54	10.17	16.55
全部债务(亿元)	25.71	39.34	45.34	54.84
营业总收入(亿元)	183.49	185.19	129.48	13.49
利润总额(亿元)	10.49	6.37	2.90	-0.90
EBITDA(亿元)	12.08	8.68	5.65	--
经营性净现金流(亿元)	-8.82	-5.91	1.00	-3.11
营业利润率(%)	9.34	7.79	7.99	4.07
净资产收益率(%)	12.91	8.38	3.79	--
资产负债率(%)	42.21	44.97	49.05	53.59
全部债务资本化比率(%)	30.10	41.29	44.02	48.48
流动比率(%)	215.80	183.17	192.23	194.72
经营现金流动负债比(%)	-21.95	-13.70	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.13	4.46	8.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.66	5.81	3.56	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	72.46	72.53	83.24	97.37
所有者权益(亿元)	50.57	44.06	44.90	46.09
全部债务(亿元)	14.56	21.19	27.88	40.21
营业收入(亿元)	19.65	22.84	37.73	5.65
利润总额(亿元)	1.14	0.40	1.58	-0.19
资产负债率(%)	30.21	39.25	46.06	52.66
全部债务资本化比率(%)	22.35	32.47	38.30	46.59
流动比率(%)	237.15	136.52	152.73	163.86
经营现金流动负债比(%)	-3.77	6.48	-22.14	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；合并口径长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 搜于特 MTN001	AA	AA	稳定	2019/7/8	孔祥一　陈　婷	贸易行业企业评级方法总论（2018） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
18 搜于特 MTN001	AA	AA	稳定	2018/6/22	方　晓　陈　婷	贸易行业企业主体信用评级方法（2017） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
18 搜于特 MTN001	AA	AA	稳定	2017/6/21	方　晓　陈　婷 虢　丰	主体评级方法总论（2013） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声明

一、本报告引用的资料主要由搜于特集团股份有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

搜于特集团股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于搜于特集团股份有限公司（以下简称“搜于特”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

搜于特前身为成立于2005年12月的东莞市搜于特服饰有限公司，注册资本为200万元。2006年11月，公司变更为股份有限公司，注册资本为550万元；经过数次增资后，截至2009年底，公司注册资本增至6000万元；2010年10月公司经中国证券监督管理委员会证监许可〔2010〕1436号文核准，向社会公众首次公开发行人民币普通股2000万股，股票于同年11月在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码：002503.SZ，股票简称：搜于特。后经多次增资扩股及股权变更，截至2020年5月底，公司注册资本为309250.54万元，控股股东为马鸿先生，直接持有公司24.42%的股权，通过广东兴原投资有限公司（以下简称“广东兴原”）持有公司6.97%的股份（马鸿先生与妻子黄晓旋分别持有广东兴原90.00%和10.00%的股权）。马鸿先生直接和间接持有公司合计31.39%股权，为公司实际控制人。截至2020年6月1日，马鸿先生及其一致行动人广东兴原所持公司股份累计质押5.77亿股，占其合计持股比例的59.41%，质押比例较高。

2019年，公司经营范围新增纸浆、化工原料及化工制品（不含危险化学品）、物业管理和企业管理咨询业务；组织结构较上年无变化；截至2019年底，公司合并范围内子公司34家；拥有在职员工1754人。

截至2019年底，公司资产总额113.16亿元，所有者权益合计57.66亿元（含少数股东权益3.22亿元）。2019年，公司营业总收入129.48亿元，利润总额2.90亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额125.56亿元，所有者权益合计58.27亿元（含少数股东权益3.22亿元）。2020年1－3月，公司营业总收入13.49亿元，利润总额-0.90亿元。

公司注册地址：广东省东莞市道滘镇新鸿昌路 1 号；法定代表人：马鸿。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2018年3月发行“18搜于特MTN001”，发行金额为1亿元，期限为3+2年（附第3年底票面利率调整及回售选择权）。截至本报告出具日，“18搜于特MTN001”募集资金已按计划使用完毕并在跟踪期内按时足额付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比

下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面

影响创造了较好的货币金融环境。上年底至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

2019年，国内服装纺织销售额增速放缓，

网络销售增速较快；受国际市场需求低迷、中美贸易摩擦等因素影响，服装出口量价齐跌；“一带一路”沿线国家服装出口拉动中国整体服装出口量；行业盈利能力有所下降。

由于中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，2019年，中国纺织服装行业在生产经营压力加大的情况下总体保持了基本平稳的发展态势，进入新一轮的战略重构与积累发展期。具体来看，2019年，中国社会消费品零售总额达411649.00亿元，同比增长8.00%；服装类零售额9778.1亿元，同比增长2.6%，较上年放缓5.9个百分点，占限额以上单位商品零售总额的比重从2018年的7.25%下降至7.06%。同时，部分与消费升级相关的商品零售额快速增长，限额以上单位家电类、通讯器材、体育娱乐用品和化妆品类商品零售同比增速均高于服装类商品。2019年，线上服装零售额保持快速增长，网络销售是2019年服装市场重要的销售渠道。据国家统计局数据，2019年，全国穿着类商品网上零售额同比增长15.4%。

从进出口方面来看，受国际市场需求低迷、中美贸易摩擦不断升级以及市场竞争日益激烈等因素影响，中国服装出口明显下降，国际市场结构和国内区域布局加快调整。根据中国海关统计，2019年，中国服装出口呈现量价齐跌态势，服装及衣着附件出口1534.53亿美元，同比下降3.74%；出口数量298.43亿件，同比下降2.98%；出口平均单价3.96美元/件，同比下降1.98%。2019年，中国对传统市场出口明显下降，国际市场布局更加多元。根据中国海关统计，2019年，中国对欧盟、美国、日本、东盟服装出口下跌明显，同比分别下降5.94%、6.89%、5.39%和4.31%，以上四大主要市场合计出口金额925.32亿美元，占服装出口总额的60.30%。中国对部分一带一路沿线国家服装出口显现亮点，对整体出口形成正向拉动。中国对菲律宾、吉尔吉斯斯坦、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦、波兰、马来西亚、印度七个国家的服装出口金额保持不同幅度增长，对沙特阿拉伯、哈萨克斯坦同比增幅高达53.29%和36.12%，以上七国的出口金额对服装行业整体出口形成1.96个百分点的正向拉动。

从盈利状况上看，2019年以来服装纺织企业经济总体偏弱，服装出口和内销市场均表现欠佳，加之制造成本高企、订单转移、出厂价格增长乏力、库存增长等因素导致服装企业利润空间严重压缩，服装行业效益指标增速呈现明显下降趋势，企业盈利压力显著增加，运行质量提升难度加大。据国家统计局数据，2019年，服装行业规模以上（年主营业务收入2000万元及以上）企业13876家，累计实现营业收入16010.33亿元，同比下降3.45%；利润总额872.83亿元，同比下降9.75%；营业收入利润率为5.45%，比2018年同期下降0.38个百分点。

六、基础素质分析

2020 年 5 月 12 日，公司实际控制人马鸿与邓建华签署《股权转让协议》，马鸿将所持公司 15462.53 万股股份（占公司总股本的 5%）以每股 2.86 元的价格转让给邓建华，交易对价总额为 4.42 亿元。该股份转让事项已于 2020 年 5 月 28 日完成过户登记手续，本次股权转让后，马鸿持有公司 7.55 亿股股份，通过广东兴原持有公司 2.16 亿股股份，合计持股比例为 31.39%，仍为公司控股股东及实际控制人。

截至 2020 年 6 月 1 日，马鸿及广东兴原累计质押股数分别为 50130.10 万股和 7545.00 万股，分别占其所持股份比例为 66.39%和 34.99%，质押比例较高。

跟踪期内，公司继续保持品牌服饰与供应链管理两大核心业务。品牌服饰业务围绕“潮流前线”品牌，深耕国内三、四线市场及16～35周岁的年轻人消费群体，通过直营与特许加盟相结合的模式在全国建立销售渠道。供应链管理方面，以全资子公司东莞市搜于特供应链管理有限公司（以下简称“供应链管理公司”）作为运作平台，在全国各纺织服装产业集群地区分别与合作伙伴投资设立项目子公司，利用公司在设计研发、集中采购、生产管理及仓储配送等方面的经验，为时尚产业品牌商、制造商等客户提供供应链服务。截至2020年3月底，公司在广东东莞、增城、佛山，湖北荆门，江苏吴江、南通，浙江绍兴，福建厦门等地共有12家供应链管理子公司开展相关业务。

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：91441900782974319E），截至2020年5月22日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管、董事及监事整体变化不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019年，公司选举古上女士和林朝强先生为公司董事；徐正振先生因工作原因辞去公司董事职务和提名委员会委员。2020年，公司选举徐文妮女士为公司董事和提名委员会委员。公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

八、重大事项

2019年5月15日，公司控股股东、实际控制人马鸿先生之一致行动人广东兴原与广州高新区投资集团有限公司（以下简称“广州高新区”）签署了《股份转让协议》，广东兴原为给公司引入战略投资者，将其持有的公司3.09亿股（占公司总股本10%）股份转让给广州高新区，并于2019年5月29日完成过户登记手续。截至2020年5月底，广州高新区持有公司8.06%的股权，为公司第二大股东。

公司与广州高新区签署《战略合作框架协议》，合作内容包括：①广州高新区积极支持公司对接广州市黄埔区、开发区内企业资源，促进公司品牌与供应链管理等各项目业务进一步发展壮大。②公司积极推动产业上下游关联企业在广州市黄埔区、开发区落户，开展各类投资活动；同时，拟研究在广州市黄埔区、开发区设立搜于特集团广州总部。③广州高新区充分利用自身资金和投资管理优势，探索成立产业投资基金，围绕公司上下游关联企业进行股权投资及开展各种投资活动。④公司充分利用自身在品牌与供应链管理方面的优势，积极参与广州高新区产业园区建设与运营，促进双方合作共赢。

广州高新区成立于1984年，是广州经济技术开发区管理委员会的全资子公司，主要负责广州开发区的园区开发，洽谈、引进工业与技术项目，投资合作兴办工业企业及提供各项配套服务。近年来，广州高新区多次获得股东方的资金支持及股权划入，资产及权益规模不断增长。其在广州高新区拥有经营性物业面积60多万平方米，承接了广州开发区多个重点项目的建设运营。截至2019年底，广州高新区资产总额为257.43亿元，净资产68.40亿元，2019年实现营业收入7.38亿元，利润总额2.55亿元。

公司本次引入国有企业战略投资者，一方面将降低近年来因股价波动造成的实际控制人（及其关联企业）高质押风险；另一方面广州高新区在广州经济开发区拥有较强的资源优势，双方未来合作的开展，有望巩固公司现有业务，并在其他业务领域方面获得新的发展机会，以提升公司整体竞争力。2019

年 9 月，公司与广东高新区共同投资 8000 万元设立广州高特供应链管理有限公司，其中公司持股 40%，广州高新区持股 60%，目前尚未开展实质性业务。联合资信将密切关注未来公司与广州高新区后续合作开展情况。

九、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受宏观经济形势复杂、经济下行压力加大以及公司合并范围缩小影响，公司供应链管理（材料）业务规模收缩，营业总收入和利润规模同比均大幅下降；综合毛利率较上年变化不大。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入及利润规模较上年同期大幅下降。

2019 年，公司实现营业总收入 129.48 亿元，同比下降 30.08%，主要系供应链管理（材料）业务收入减少所致。公司实现营业利润 2.87 亿元，同比下降 55.00%，主要系一方面供应链管理（材料）业务受宏观经济下行压力加大和大宗纺织品原材料价格下降的影响导致利润规模下降，另一方面受市场需求疲软的影响，公司其他时尚电子产品业务收入和利润均有所减少所致。公司实现净利润 2.19 亿元，同比下降 53.33%。2019 年，公司主营业务收入占营业总收入的比重为 99.33%，同比变化不大。

从收入构成情况来看，2019 年，公司供应链管理（材料）业务收入 105.98 亿元，较上年大幅下降 33.10%，主要系一方面宏观经济环境复杂，经济下行压力加大的情况下，公司放缓供应链管理（材料）业务发展速度，另一方面，2018 年 10 月原公司合并范围内绍兴市兴联供应链管理有限公司由控股子公司变更为联营企业不再纳入公司合并范围所致；占主营业务收入的比重为 82.56%，较上年下降 3.33 个百分点。2019 年，公司服装业务收入 14.40 亿元，较上年变化不大，占主营业务收入的比重为 11.22%，较上年上升 3.22 个百分点；其他产品收入 7.99 亿元，较上年下降 29.09%，主要系下游需求减少所致，占主营业务收入的比重为 6.23%，较上年变化不大。

表 2　2017－2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链管理（材料）	155.58	84.99	6.93	158.40	85.89	5.27	105.98	82.56	4.00
服装	15.30	8.36	35.90	14.75	8.00	34.84	14.40	11.22	35.49
其他产品	12.17	6.65	7.03	11.27	6.11	5.40	7.99	6.23	2.86
合计	**183.06**	**100.00**	**9.36**	**184.42**	**100.00**	**7.64**	**128.37**	**100.00**	**7.46**

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2019 年，供应链管理（材料）业务毛利率 4.00%，较上年下降 1.27 个百分点，主要系棉花、棉纱等大宗纺织品原材料价格的下降所致；服装业务毛利率 35.49%，较上年变化不大；其他产品毛利率 2.86%，较上年下降 2.55 个百分点，主要系市场需求下降所致。受上述因素影响，2019 年，公司主营业务毛利率 7.46%，较上年变化不大。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 13.49 亿元，较上年同期下降 57.83%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司供应链管理及品牌服饰业务上下游复工复产延缓、物流受阻、客流减少所致；公司实现净利润-0.74 亿元，较上年同期下降 165.06%。

2. 业务运营

（1）供应链管理业务

2019 年，受外部环境复杂，服装纺织行

业景气度较低的影响，公司供应链管理业务采销量较上年均有所下降，收入规模随之下滑；供应链业务中为获得价格优势，公司须向上游供应商预付货款，同时为维持下游客户资源，公司给予下游信用账期，加之自主备货量的增长，该业务对营运资金的占用持续增加。

公司供应链管理业务以供应链管理公司作为运营平台，针对纺织服装产业链产品开展。2019 年，供应链管理公司实现营业收入 108.82 亿元，归属于母公司的净利润 0.83 亿元。

目前，由供应链管理公司在全国各个地区投资设立多家项目子公司，并以股权联合的形式（通常供应链管理公司占比 51%，合作伙伴占比 49%），吸引具有行业经验与资源的合作伙伴共同参与，汇聚当地区域的供应链资源和市场资源，构建一个覆盖范围广、供应能力强的供应链服务体系。该体系能够在全国范围内汇集供应链资源，为商家客户提供高效、低成本的采购、仓储配送等一系列供应链管理服务，以及设计方面的支持，从而获得服务收益。

采购方面，公司在集合多个客户订单的基础上，制定集中采购计划，发挥规模优势，同时根据供应商给予的价格优惠情况，向供应商支付一定比例（30%～50%）的预付款方式进行采购，从而获得更低的采购价格。

2019 年，供应链管理业务的主要产品为棉纱、布料和其他辅料。2019 年，公司在宏观经济环境复杂，服装行业景气度低迷的情况下，放缓供应链管理业务发展速度，受此影响，公司采购量和销售量较上年均有所下降，分别为 10.45 亿米（或亿公斤）和 10.59 亿米（或亿公斤），较上年分别下降 15.55%和 10.46%；截至 2019 年底，公司库存量为 0.90 亿米（或亿公斤），较上年下降 13.45%。

表 3　2017－2019 年供应链管理公司采购、销售及库存情况（单位：千米或吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
采购量	1229325.71	1237400.18	1044975.59
销售量	1190743.49	1182765.72	1059026.36
库存量	4982.19	10445.64	9040.55

资料来源：公司年报

采购集中度方面，2019 年，供应链管理业务板块公司向前五大供应商采购额共计 24.78 亿元，占该板块总采购额的 28.18%，采购集中度一般。

表 4　2019 年供应链管理公司主要供应商情况（单位：万元、%）

供应商	采购总金额	占总采购额比重
供应商 A	82878.83	9.42
供应商 B	51429.69	5.85
供应商 C	45565.93	5.18
供应商 D	36721.87	4.18
供应商 E	31218.91	3.55
合计	**247815.24**	**28.18**

资料来源：公司提供

销售方面，供应链管理公司客户资源仍主要为项目子公司所在地的纺织、服装经营企业。近年来，受宏观经济及外贸环境景气度下降等因素影响，中小服装企业面临较大的经营压力。截至 2019 年底，供应链管理公司应收账款余额为 13.13 亿元，较上年底增长 68.58%；公司在供应链管理业务中投入的运营资金规模较大，但资产周转效率明显下滑，公司所面临的信用风险管控难度和流动性管理压力进一步加大。

供应链管理业务的销售结算主要采取款到发货的形式，但对于供应紧缺、市场紧俏的产品，公司会向客户收取 50%左右的预收款，公司根据历史回款周期判断客户信用风险水平，并给予优质客户 1～3 个月的信用期。

销售集中度方面，2019 年，供应链管理业务板块公司向前五大客户销售金额共计 22.73 亿元，占该板块总销售收入的 20.43%，

集中度一般。

表 5　2019 年供应链管理公司主要客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	销售总金额	占总销售额比重
客户 A	65341.73	5.97
客户 B	46715.49	4.11
客户 C	46275.06	4.08
客户 D	41202.72	3.76
客户 E	27715.88	2.51
合计	**227250.90**	**20.43**

资料来源：公司提供

仓储物流方面，公司在供应链子公司所在地设有仓库，目前仍全部为租赁；物流仍全部外包给第三方负责。跟踪期内，公司取得时尚产业供应链总部项目建设用地并进行了规划设计；仓储物流基地建设项目作了规划调整；新总部三期项目的集体建设用地形成了供地方案。未来，随着公司仓储物流项目的逐步落地，公司对供应链全过程的管控力度有望得到进一步提升；全国子公司与仓储物流基地的联动效应也将增强公司在纺织服装原材料供应链领域的竞争实力。

（2）品牌服饰业务

跟踪期内，受服装行业景气度持续低迷影响，公司直营和加盟店数量较上年均有所减少，联营店数量较上年有所增加；公司服装销量较上年有所减少，为应对 2020 年春节较早来临，公司提前备货使得库存量较上年有所增加。联营店数量的增加和提前备货加大了公司存货减值风险。

公司服装板块从事“潮流前线”服饰品牌的设计和销售业务，通过直营与特许加盟相结合、生产及物流外包的运营模式建立了全国销售渠道。

设计方面，截至 2020 年 3 月底，公司自主设计团队拥有专职设计人员 308 人，占员工总数的 17.56%。2019 年，公司设计团队推出的新产品设计方案共 16801 个，当年上市新款产品共计 11258 个，转化率约为 67.01%。2019 年，公司研发投入金额 3945.14 万元，同比增长 16.66%。

采购方面，服装业务主要原材料包括针织布料、梭织布料和辅料等[1]。2019 年，公司梭织布料采购量为 1829.42 万米，同比下降 64.28%，主要系公司品牌服装委外加工比例减少，直接购进成品比例上升所致；公司针织布料采购量为 3864.73 吨，较上年增长 18.65%，主要系公司本部供应链业务中针织布需求量增加所致。采购均价方面，2019 年，梭织布和针织布采购均价分别为 9.41 元/米和 34.06 元/公斤，较上年分别下降 5.52%和 2.60%，主要系 2019 年棉花、棉纱等大宗纺织品原材料价格的下降所致。

表 6　2017－2019 年公司主要原材料采购情况

主要原材料	采购量			采购均价（元/米、元/公斤）		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
梭织布料（万米）	3519	5122	1829	9.82	9.96	9.41
针织布料（吨）	4724	3257	3865	37.61	34.97	34.06

资料来源：公司提供

生产方面，公司将服装生产及物流全部外包，由生产部负责货品生产进度的跟踪和质量的把控。公司与代工厂的合作模式分为两种：①包工包料模式（约占 60%），此模式下，代工厂自行采购原材料并进行加工及运输，公司直接采购服装成品并对产成品进行质量把控；②委外加工模式（约占 40%），公司负责原材料的采购、运输以及质量的把控，代工厂负责生产环节。2019 年，公司共生产服装 2923.76 万件，较上年变化不大。

采购结算方面，包工包料一般于货品交验后 60 天内以银行汇款或银行承兑汇票方式向成衣厂支付全部货款；委外加工模式下，

[1]公司本部业务也由服装业务板块扩展到供应链业务，用于服装生产的原材料及用于材料销售业务的原材料采购数据合并统计，原材料销售收入计入供应链板块。

公司与原材料供应商、成衣厂在合同签署阶段锁定加工费和采购价格，原材料质检合格入库后 60 天内向供应商支付货款，并通过向成衣厂提前付款或缩短付款时间等手段进一步降低产品成本。

销售方面，公司仍以加盟为主，直营为辅，同时开设联营店铺的经营模式。销售结算方面，加盟模式下，对加盟商的销售结算主要采用现款现货的结算方式，公司在货品出库并交付给第一承运人后即确认销售收入，对于合作期较长的优质加盟商给予不超过 6 个月的信用期；联营模式下，加盟商以终端零售价对外零售，公司与加盟商按实际终端零售价的 6～7.5 折结算，账期不超过 6 个月。截至 2020 年 3 月底，公司直营店、加盟店和联营店分别为 148 个、895 个、690 个，分别较上年下降 21.28%、下降 15.49%和增长 15.00%。

表 7 加盟店与联营店差异对比

项目	加盟店	联营店
销售模式	买断模式	代销模式
收入确认时点	商品从公司出库	商品销售至终端
结算及定价模式	加盟商与公司按照终端销售价的 4-6 折进行结算	最终实现销售后，公司与联营店按照实际售价的 6-7.5 折进行结算
店铺存货物权	各经销商	公司

资料来源：公司提供

从销量来看，2019 年公司服装销量为 2427.35 万件，较上年下降 8.67%，主要系国内消费市场疲软所致；库存量为 3686.88 万件，较上年增长 15.56%，主要系一方面联营店数量较上年有所增加，另一方面 2020 年春节时间较早，公司提前备货所致。

表 8　2017－2019 年公司服装业务销售和库存情况

（单位：万件）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销售量	3078.43	2657.81	2427.35
库存量	2883.25	3190.48	3686.88

资料来源：公司年报

（3）其他业务

2019 年，其他业务仍主要围绕服装业务开展；时尚电子产品销售受市场需求疲软的影响，其收入及盈利水平大幅下滑。此外，公司通过设立医疗用品公司拓展医用口罩和熔喷布等产能，目前在新冠肺炎疫情下需求旺盛，有望为公司业绩形成一定补充。

时尚电子产品销售业务方面，仍主要由江西聚构商贸有限公司负责运营，通过缩短时尚电子产品等消费品市场流通环节，降低流通成本，提升时尚电子产品等在终端消费市场的性价比，增强经销商在竞争激烈的消费品市场的竞争优势。运营模式为利用资金优势向上游供应商进行预付款形式的集中采购，以获取价格优势并完成对下游客户的让利销售，赚取差价收益。2019 年，时尚电子产品销售业务实现营业收入 7.99 亿元，较上年大幅下降 32.89%；毛利率为 2.86%，较上年大幅下降 2.54 个百分点，主要系国内服装行业景气度低迷，市场需求疲软所致。

商业保理业务方面，运营主体仍主要为子公司深圳市前海搜银商业保理有限公司（以下简称“搜银保理”）。搜银保理为产业上下游企业提供贸易融资、应收账款管理及催收、信用风险控制等金融服务。2019 年，保理业务实现利息收入 2408.58 万元，净利润 1570.27 万元。截至 2020 年 3 月底，公司保理业务未出现逾期、不良等情况，目前在保规模 2.33 亿元，主要服务对象是与公司有合作的供应商。

2020 年 2 月 11 日，公司第五届董事会第十六次会议审议通过了《关于投资设立全资子公司的议案》，同意公司以自有资金 20000 万元人民币投资设立东莞市搜于特医疗用品有限公司（以下简称“医疗用品公司”），主要产品为“一次性使用医用口罩”和“医用一次性防护服”。医疗用品公司注册资本为 2 亿元人民币，将分期投入。医疗用品公

司第一阶段以生产销售医用口罩及医用防护服等防护用品为主，预计年产医用口罩 6 亿个，年产医用防护服 30 万件；第二阶段根据市场需求，开展防护用品相关原材料的生产销售。

医疗用品公司已于 2020 年 2 月 13 日取得营业执照；4 月 27 日经广东省药品监督管理局（以下简称“省药监局”）审核通过；4 月 30 日完成第二类医疗器械注册证核发受理；5 月 15 日，医疗用品公司已经完成了广东省第二类医疗器械注册质量管理体系现场核查并提交整改报告，目前正在等待省药监局完成行政审批并核发医疗器械注册证。此外，医疗用品公司一次性使用医用口罩已于 2020 年 4 月 29 日按照欧盟医疗器械指令 93/42/EEC 出具了符合性声明（DOC），同时其指定的欧盟授权代表（SUNGO Europe B.V.）已依法在欧盟成员国荷兰主管当局完成登记注册（NL-CA002-2020-50894）。医疗用品公司目前已向中国医药保健品进出口商会提交申请进入《取得国外标准认证或注册的医疗物资生产企业清单》（即医用口罩出口白名单）。

截至 2020 年 5 月 21 日，医疗用品公司共实际订购 108 台口罩机，口罩日产量为 250~300 万片，市场销售以政府部门收储和国内市场为主，尚未出口。目前，公司已订购了 4 条熔喷布生产线，于 2020 年 5 月下旬陆续到货。设备交付后，公司将以实物资产的形式向医疗用品公司注资，安装调试好后逐步投入熔喷布的生产。截至本报告出具日，口罩产品已产生少量收入。

3. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数由上年的 10.15 次降至 5.71 次，存货周转次数由上年的 6.94 次降至 3.77 次；总资产周转次数由上年的 1.81 次降至 1.21 次，整体经营效率弱化。

4. 未来发展

（1）发展规划

2020 年，公司在面对新冠肺炎对经济带来冲击的情况下，将以稳健经营、控制风险、开源节流为总方针；同时，在危机中寻找发展机遇，积极探索公司新突围、新发展的路径和策略，推动公司不断发展进步。

在公司内部管理方面，公司将进一步落实员工责任，裁减富余人员，形成更加高效的内部管理体系，努力开源节流，积极应对业绩下滑的压力。

品牌服饰运营方面，公司将以新零售营销和快时尚模式为主要发展方向，推动“潮流前线”品牌服饰不断取得新发展。供应链管理方面，公司将继续完善供应链管理业务模式，加强管理，控制风险，拓宽业务范围，推进供应链管理业务的平稳发展。医疗用品行业方面，公司投资 2 亿元成立研发、生产、销售医疗用品的全资子公司，从生产医用口罩、防护服起步，直至防护用品的原材料生产，逐步建立符合医疗用品行业特点的科学高效的经营管理体系，积极开拓国内外医疗用品市场；同时，积极开展医疗用品行业优质标的的投资并购，逐步形成公司医疗用品行业业务板块，与公司纺织服装行业业务板块共同驱动公司的发展。

（2）在建工程

截至 2019 年底，公司主要在建项目为仓储物流基地建设项目和时尚产业供应链总部（一期）。公司在建项目计划投资金额合计 11.96 亿元，尚需投资金额为 11.92 亿元。其中，仓储物流基地建设项目资金来源为非公开发行股票募集资金及自有资金；时尚产业供应链总部（一期）资金来源为可转债募集资金及自有资金。

表 9 截至 2019 年底公司主要在建及拟建项目情况

（单位：万元）

项目名称	计划投资金额	已投金额	未来计划投资金额
仓储物流基地建设项目	32083.54	300.22	31783.32
时尚产业供应链总部（一期）	87467.48	50.00	87417.48
合计	**119551.02**	**350.22**	**119200.80**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，经亚太（集团）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 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围新增子公司 1 家，减少子公司 3 家；2020 年 1－3 月，公司合并范围新增子公司 1 家，主要子公司未发生变化，合并范围变动对公司财务数据可比性的影响较小。

截至2019年底，公司资产总额113.16亿元，所有者权益合计57.66亿元（含少数股东权益3.22亿元）。2019年，公司营业总收入129.48亿元，利润总额2.90亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额125.56亿元，所有者权益合计58.27亿元（含少数股东权益3.22亿元）。2020年1－3月，公司营业总收入13.49亿元，利润总额-0.90亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司供应链管理业务规模进一步收缩，预付款项有所下降；品牌服饰联营店规模扩张导致存货规模进一步提升，加之信用政策宽松导致应收账款大幅增长，均形成对营运资金的大量占用；同时考虑到货币资金受限比例高，公司资产流动性弱。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 113.16 亿元，较上年底增长 11.31%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 76.95%，非流动资产占 23.05%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 87.08 亿元，较上年底增长 10.20%，主要系应收账款和货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 15.00%）、应收账款（占 29.57%）、预付款项（占 13.76%）和存货（占 36.64%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 13.06 亿元，较上年底增长 47.95%，主要系理财产品到期赎回以及长期借款增加所致；货币资金主要由银行存款（占 44.91%）和其他货币资金（占 55.07%）构成。货币资金中使用受限部分为 7.16 亿元，受限比例为 54.84%，主要为银行承兑汇票保证金，受限比例高。

截至 2019 年底，公司应收账款 25.75 亿元，较上年底增长 31.64%，主要系 2019 年公司对客户在一定程度内的信用政策较为宽松，账期及额度较上年均有增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（占 77.20%）；累计计提坏账 2.13 亿元，计提比例为 7.65%；应收账款前五大欠款方合计金额为 7.95 亿元，占比为 28.52%，集中度一般。

截至 2019 年底，公司预付款项 11.99 亿元，较上年底下降 26.09%，主要系供应链管理业务规模收缩所致。公司预付款项以 1 年以内为主（占 99.59%）。

截至 2019 年底，公司存货 31.91 亿元，较上年底增长 16.25%，主要系服装联营店增加，以及 2020 年春节春夏装提前采购入库所致。存货主要由原材料（占 35.25%）、库存商品（占 56.34%）和发出商品（占 6.67%）构成，累计计提跌价准备 1.95 亿元，计提比例为 5.75%。考虑到公司服装产品时效性较强，公司存货存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 26.08 亿元，较上年底增长 15.15%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 42.50%）、固定

资产（占 33.37%）和无形资产（占 9.16%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 11.08 亿元，较上年底增长 31.86%，主要系公司以联营的方式成立的供应链管理公司数量增加，以及原合并范围内的中群供应链管理（福建）有限公司和厦门瑞悦隆纺织有限公司失去控制权所致。

截至 2019 年底，公司固定资产 8.70 亿元，较上年底下降 5.68%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 78.41%）和房屋建筑物装修（占 13.88%）构成，累计计提折旧 2.32 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产 2.39 亿元，较上年底增长 89.02%，主要系公司购买土地使用权增加所致（2019 年 1 月，子公司广东美易达供应链管理有限公司以 1.14 亿元竞拍获得 2019WT008 号国有建设用地使用权，用于建设时尚产业供应链总部项目）。公司无形资产主要由土地使用权（占 99.65%）构成，累计摊销 0.17 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 7.38 亿元，占资产比例为 6.52%；此外，根据公司 2020 年 6 月 8 日发布的公告，公司以部分自有房屋及建筑物、商铺、土地等作为抵押向中国农业发展银行东莞是分行申请综合授信，本次用于抵押资产的账面原值为 8.45 亿元，主要为公司总部办公大楼。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 125.56 亿元，较上年底增长 10.96%。其中，货币资金为 19.58 亿元，主要由于短期借款增加所致；预付款项较上年底增长 32.37%至 15.87 亿元，预付采购款仍在增长；其他科目无较大变化。

表 10　截至 2019 年底公司受限资产情况

（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	占资产总额比重	受限原因
货币资金	71644.98	6.33	银行承兑、保证金
固定资产	2159.92	0.19	售后回租形式抵押借款
合计	**73804.90**	**6.52**	--

资料来源：公司年报

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司服装及供应链管理业务对营运资金需求持续增长，使得公司债务规模快速增长，债务结构以短期为主，债务负担不断加重；公司所有者权益变动不大，权益稳定性较好。

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债总额 55.50 亿元，较上年底增长 21.41%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 81.62%，非流动负债占 18.38%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 45.30 亿元，较上年底增长 5.01%，主要系应付票据和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 28.53%）、应付票据（占 43.61%）和应付账款（占 9.55%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 12.92 亿元，较上年底下降 18.06%；其中保证借款占 69.05%，信用借款占 30.95%。

截至 2019 年底，公司应付票据为 19.75 亿元，较上年底增长 12.12%，主要系 2019 年下半年采购增加所致。其中，商业承兑汇票占 5.14%，银行承兑汇票占 76.25%，信用证占 18.62%。

截至 2019 年底，公司应付账款 4.33 亿元，较上年底增长 228.83%，主要系 2019 年下半年采购备货增加所致。应付账款全部为应付材料采购款及加工费。

截至 2019 年底，公司非流动负债 10.20 亿元，较上年底增长 296.24%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 86.26%）和应付债券（占 9.76%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 8.80 亿元，较上年底增加 7.90 亿元，主要系公司调整债

务结构，以及公司偿还“15 搜特债”进行债务置换所致。其中质押借款[2]占 9.09%，保证借款占 90.91%，保证借款由股东对公司提供担保。

截至 2019 年底，公司应付债券 1.00 亿元，较上年底变化不大，为“18 搜于特 MTN001”，2021 年公司将面临投资者回售选择权。

截至 2019 年底，公司全部债务 45.34 亿元，较上年底增长 15.24%，主要系长期借款增加所致。其中，短期债务占 77.58%，长期债务占 22.42%，仍以短期债务为主。短期债务 35.17 亿元，较上年底下降 4.44%；长期债务 10.17 亿元，较上年底大幅增长。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.05%、44.02%和 14.99%，较上年底分别增加 4.08 个百分点、2.73 个百分点和 10.65 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 67.28 亿元，较上年底增长 21.23%，主要系短期借款增加以及“搜特转债”发行所致。其中，流动负债占 75.34%，非流动负债占 24.66%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 54.84 亿元，较上年底增长 20.96%。其中，短期债务 38.29 亿元（占 69.82%），长期债务 16.55 亿元（占 30.18%），仍以短期债务为主。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.59%、48.48%和 22.12%，较上年底分别上升 4.54 个百分点、4.46 个百分点和 7.13 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 57.66 亿元，较上年底增长 3.05%，主要来自未分配利润的累积。其中，归属于母公司所有者权益占 94.41%，少数股东权益占 5.59%。归属于母公司所有者权益 54.43 亿元，股本、资本公积和未分配利润分别占 56.81%、15.09%和 28.05%。公司所有者权益结构较稳定。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 58.27 亿元，规模及结构均较上年底变动不大。其中，其他权益工具新增 1.35 亿元，系可转换债券权益部分。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业总收入及利润总额在供应链管理业务收缩及品牌服装业务增长乏力的综合影响下呈现大幅下滑态势，各项盈利指标均走弱，资产减值情况未见改善；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入同比大幅下滑，利润出现亏损。

2019 年，公司实现营业总收入 129.48 亿元，同比下降 30.08%，主要系供应链管理（材料）业务收入减少所致；营业成本 118.92 亿元，同比下降 30.22%。2019 年，公司营业利润率为 7.99%，由于低毛利的供应链管理业务收入下滑，营业利润率小幅提升。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 6.16 亿元，同比下降 15.29%，主要系销售费用减少所致。其中，销售费用为 2.52 亿元，同比下降 22.31%，主要系公司加强内部管理，控制相关费用，使得广告宣传费、职工薪酬、运输费、租赁费、会务费等均有所减少所致；管理费用为 1.60 亿元，同比下降 14.82%，主要系股份支付减少所致；研发费用为 0.39 亿元，同比增长 16.66%，主要系研发人员职工薪酬增加所致；财务费用为 1.64 亿元，同比下降 9.16%，主要系汇兑收益减少所致。2019 年，公司期间费用率为 4.76%，较上年上升 0.83 个百分点。

2019 年，公司资产减值损失 1.12 亿元，主要为针对品牌服装计提的存货跌价损失；信用减值损失 0.84 亿元，主要为应收账款坏账准备。公司品牌服装存货规模大，近三年均存在存货跌价损失侵蚀利润的情况。

[2]供应链管理公司收购其子公司少数股东股权，并以该部分股权作为质押物取得银行借款分类为质押借款。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.67%和 3.79%，较上年分别下降 2.86 个百分点和 4.59 个百分点。盈利指标持续走弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 13.49 亿元，较上年同期下降 57.83%，主要系新冠肺炎疫情影响下，公司供应链管理及品牌服装业务上下游复工复产延缓、物流受阻、客流减少所致；当期利润总额为-0.90 亿元（2019 年一季度为 1.45 亿元）。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流入量规模较大，受品牌服装库存增长及供应链业务存货备货量的增加等因素影响，经营性净现金流欠佳，营运资金周转及项目建设资本性支出使得公司对外部融资依赖较高。

经营活动方面，2019 年，受公司供应链管理（材料）业务规模缩小的影响，公司经营活动现金流入 152.91 亿元，较上年下降 18.09%；经营活动现金流出 151.92 亿元，较上年下降 21.11%。当期公司经营活动现金净流量为 1.00 亿元，现金收入比为 117.42%，收入实现质量有所提升。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 8.91 亿元，较上年下降 92.72%，主要系理财产品投资到期收回的现金较上年减少，以及处置子公司收到的现金减少所致；投资活动现金流出 9.89 亿元，较上年下降 90.88%，主要系购买理财产品投资的现金较上年减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 0.98 亿元，由上年的净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 26.07 亿元，较上年增长 25.43%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 28.41 亿元，较上年增长 4.23%，主要用于偿还债务。2019 年，公司筹资活动现金净流出 2.35 亿元，净流出规模较上年下降 63.77%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金减少所致。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.11 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.94 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 12.29 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标有所改善，长期偿债指标由于利润下滑及债务加重有所弱化；考虑到公司债务增长快且短债占比高、资产流动性弱，同时主业盈利能力持续下滑，经营获现能力欠佳，公司整体偿债能力减弱。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有所提升，分别为 192.23%和 121.79%。截至 2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 194.72%和 128.52%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 2.20%。截至 2019 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.38 倍，较上年底有所提升。短期偿债指标有所改善。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.65 亿元，较上年下降 34.88%；公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.81 倍降至 3.56 倍，全部债务/EBITDA 升至 8.02 倍，长期偿债指标有所弱化。

截至 2019 年底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司及各子公司共获得银行授信 62.85 亿元，未使用余额 16.86 亿元，间接融资渠道较为畅通；公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

公司本部从事部分纺织原料的采销及品牌服装业务，收入及利润较为稳定；本部资产以长期股权投资为主，可用货币资金有限；同时，本部债务规模增长快，短期债务占比高，存在短期资金周转压力。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 83.24

亿元，较上年底增长 14.76%。其中，流动资产 44.22 亿元（占 53.12%），非流动资产 39.03 亿元（占 46.88%）。从构成看，流动资产主要由应收票据及应收账款（占 30.40%）、预付款项（占 17.39%）和存货（占 37.71%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 71.10%）、固定资产（占 22.08%）。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 2.04 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 38.34 亿元，较上年底增长 34.66%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 40.39%）、应付票据及应付账款（占 27.24%）和其他应付款（占 13.62%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 85.21%）和应付债券（占 10.61%）构成。公司本部全部债务 27.88 亿元，其中短期债务占 67.73%，长期债务占 32.27%，以短期债务为主。公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.06%、38.30%和 16.69%。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 44.90 亿元，较上年底变化不大。2019 年，公司本部营业总收入为 37.73 亿元，净利润为 1.25 亿元。2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-6.41 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.79 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 6.23 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续债券包括“18搜于特MTN001”（1.00亿元）、“搜特转债”（8.00亿元）和“15搜特债”（3.06万元），合计余额为9.00亿元，全部将于一年内到期或行权。

截至2019年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为6.33亿元，对一年内到期/行权的债券总额保障倍数为0.70倍。2019年，公司EBITDA为5.65亿元，为存续债券的0.63倍；公司经营活动现金流入量为152.92亿元，为存续债券的17.00倍。

表 10 存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

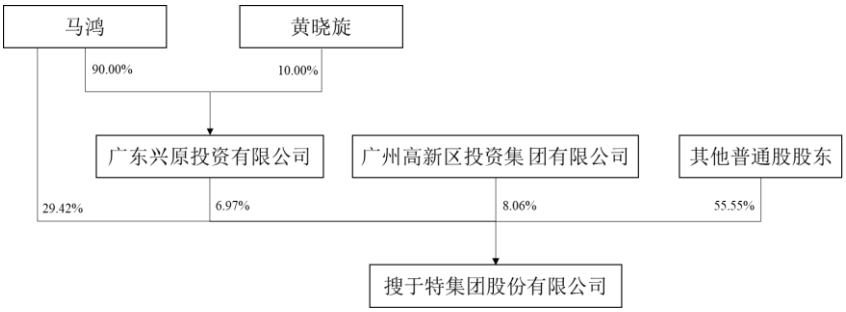
项目	2019 年
一年内到期债券余额	9.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.70
经营活动现金流入量/应付债券余额	17.00
经营活动现金净流量/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.63

资料来源：联合资信整理

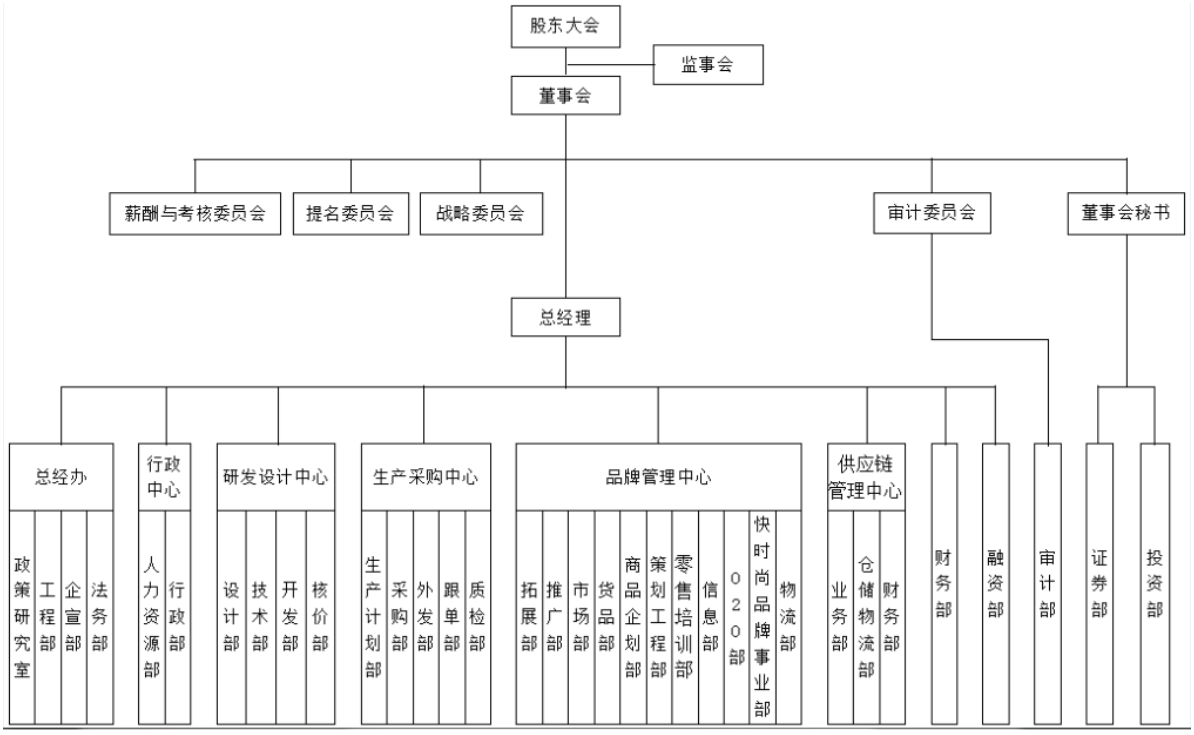
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“18搜于特MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.50	9.76	13.49	20.01
资产总额(亿元)	103.31	101.66	113.16	125.56
所有者权益(亿元)	59.71	55.95	57.66	58.27
短期债务(亿元)	22.29	36.80	35.17	38.29
长期债务(亿元)	3.42	2.54	10.17	16.55
全部债务(亿元)	25.71	39.34	45.34	54.84
营业总收入(亿元)	183.49	185.19	129.48	13.49
利润总额(亿元)	10.49	6.37	2.90	-0.90
EBITDA(亿元)	12.08	8.68	5.65	--
经营性净现金流(亿元)	-8.82	-5.91	1.00	-3.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.41	10.15	5.71	--
存货周转次数(次)	10.07	6.94	3.77	--
总资产周转次数(次)	2.09	1.81	1.21	--
现金收入比(%)	106.82	100.02	117.42	148.85
营业利润率(%)	9.34	7.79	7.99	4.07
总资本收益率(%)	9.92	6.53	3.67	--
净资产收益率(%)	12.91	8.38	3.79	--
长期债务资本化比率(%)	5.41	4.34	14.99	22.12
全部债务资本化比率(%)	30.10	41.29	44.02	48.48
资产负债率(%)	42.21	44.97	49.05	53.59
流动比率(%)	215.80	183.17	192.23	194.72
速动比率(%)	168.48	119.54	121.79	128.52
经营现金流动负债比(%)	-21.95	-13.70	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.13	4.46	8.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.66	5.81	3.56	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.30	6.86	2.47	15.10
资产总额(亿元)	72.46	72.53	83.24	97.37
所有者权益(亿元)	50.57	44.06	44.90	46.09
短期债务(亿元)	11.14	20.20	18.88	24.66
长期债务(亿元)	3.42	0.99	9.00	15.55
全部债务(亿元)	14.56	21.19	27.88	40.21
营业收入(亿元)	19.65	22.84	37.73	5.65
利润总额(亿元)	1.14	0.40	1.58	-0.19
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.70	1.74	-6.41	-0.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.04	2.34	3.14	--
存货周转次数(次)	1.24	1.29	2.03	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.32	0.48	--
现金收入比(%)	124.15	100.48	105.70	126.72
营业利润率(%)	29.08	24.57	16.75	13.12
总资本收益率(%)	1.31	0.68	1.72	--
净资产收益率(%)	1.61	0.84	2.78	--
长期债务资本化比率(%)	6.33	2.20	16.69	25.22
全部债务资本化比率(%)	22.35	32.47	38.30	46.59
资产负债率(%)	30.21	39.25	46.06	52.66
流动比率(%)	237.15	136.52	152.73	163.86
速动比率(%)	169.43	83.80	95.13	117.39
经营现金流动负债比(%)	-3.77	6.48	-22.14	--
全部债务/ EBITDA (倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	深圳市怡亚通供应链股份有限公司	浙江新大集团有限公司	搜于特集团股份有限公司
主体信用等级	AA	AA	AA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	民营企业
经营数据时点	**2019 年**		
风险敞口（倍）	0.33	0.71	0.52
资产减值损失率（倍）	0.41	0.55	0.86
净营业周期（天）	102.31	137.12	144.29
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	419.01	121.61	113.16
所有者权益（亿元）	84.25	36.30	57.66
营业总收入（亿元）	720.25	117.68	129.48
利润总额（亿元）	0.22	4.47	2.90
经营活动现金流净额（亿元）	26.14	9.52	1.00
资产负债率（%）	79.89	70.16	49.05

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营总业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变