

跟踪评级公告

联合[2016]309号

希努尔男装股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对希努尔男装股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 希努 01”进行了跟踪评级，确定：

希努尔男装股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

希努尔男装股份有限公司发行的“12 希努 01”信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：

二零一六年四月二十六日

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>

希努尔男装股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级分析报告



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

债项简称: 12 希努 01

债券规模: 4 亿元

债券期限: 5 年 (3+2)

债项信用等级

跟踪评级结果: AA-

上次评级结果: AA-

上次评级时间: 2015 年 6 月 19 日

跟踪评级时间: 2016 年 4 月 26 日

主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	27.17	27.51
所有者权益(亿元)	19.46	19.69
长期债务(亿元)	3.99	0.05
全部债务(亿元)	4.92	4.46
营业收入(亿元)	10.29	10.13
净利润(亿元)	-0.47	0.23
EBITDA(亿元)	0.38	1.37
经营性净现金流(亿元)	0.30	1.53
营业利润率(%)	27.78	26.58
净资产收益率(%)	-2.36	1.15
资产负债率(%)	28.38	28.45
全部债务资本化比率(%)	20.19	18.48
流动比率(倍)	3.26	1.64
EBITDA 全部债务比(倍)	0.08	0.31
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	4.04
担保方		
资产总额(亿元)	61.65	61.67
所有者权益(亿元)	29.49	29.97
营业收入(亿元)	11.52	11.86
净利润(亿元)	0.62	0.51
资产负债率(%)	52.16	51.41

注: ①本报告中, 部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; ②关于币种除特别说明外, 均指人民币;

评级观点

希努尔男装股份有限公司(以下简称“公司”或“希努尔男装”)作为国内主要的服装生产企业之一, 多年来坚持以男士正装品牌为主打的经营策略, 逐步形成了在生产规模、技术及工艺、品牌知名度、区域网络建设等方面的优势。2015 年, 公司继续加大促销力度, 加强对销售终端的整合, 且通过出售商铺实现盈利, 债务规模仍处于较低水平, 公司偿债能力尚属较强。同时, 联合评级也关注到, 受制于整体服装市场环境未有好转, 下游需求仍显不足, 公司收入未有明显改善, 毛利率略有下滑, 主营业务仍处于亏损状态, 应收账款规模仍较大等因素可能给公司信用水平带来不利影响。

2015 年, 投资者对“12 希努 01”进行了大规模的回售, 回售后“12 希努 01”债券余额为 483.73 万元。本期债券回售金额较大, 目前存量金额较小, 公司对“12 希努 01”的偿还能力强。

本期债券由新郎希努尔集团股份有限公司(以下简称“新郎希努尔集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内, 新郎希努尔集团主业经营呈亏损状态, 盈利能力较弱。其对于本期债券的担保能力较弱。

综上, 联合信用评级有限公司维持公司的主体长期信用等级为“AA-”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“12 希努 01”的债项信用评级为“AA-”。

优势

1. 2015 年, 公司加速去库存, 截至 2015 年底, 公司库存规模有所下降。

2. 截至 2015 年底, 公司负债水平不高, 且整体有息债务负担较轻。

关注

1. 受宏观经济持续低迷、终端需求疲软影响，服装行业仍呈现减速态势。

2. 受整体市场环境不佳等因素影响，公司主业仍处于亏损状态，短期来看公司未来主营业务转盈压力较大。2015年，公司虽通过出售商铺等方式实现盈利，但此盈利方式不具有可持续性。

3. 公司应收账款规模仍较大，对公司资金形成占用。

4. 担保方主营业务盈利能力较弱，其对于本期债券的担保能力较弱。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

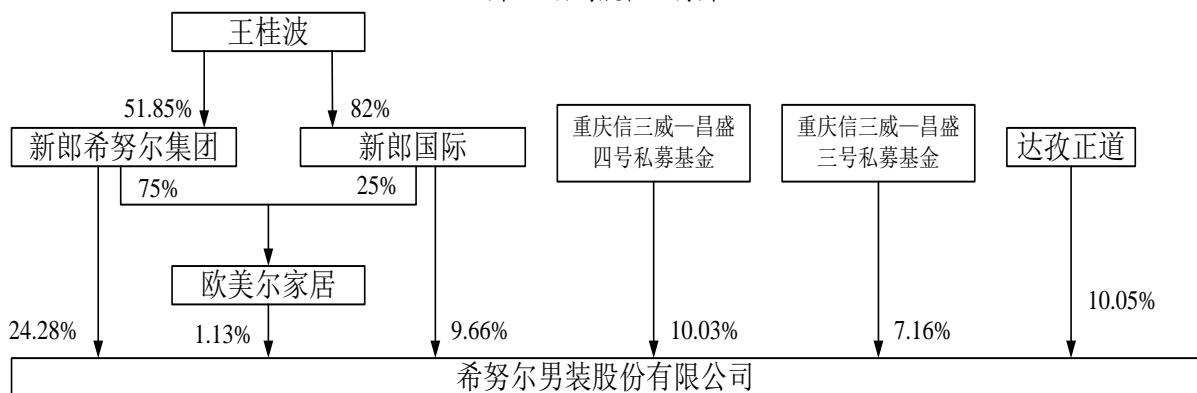
希努尔男装股份有限公司（以下简称“公司”或“希努尔男装”）前身为诸城普兰尼奥服饰有限公司（外商独资企业），由新郎·希努尔国际（集团）有限公司（以下简称“新郎国际”）于2003年12月设立，初始注册资本50万美元，后历经多次股权转让、增资、转增、资产重组等，并由外商独资企业变更为中外合资企业，2008年7月27日，新郎希努尔集团股份有限公司（以下简称“集团”或“新郎希努尔集团”）等9家发起人协定以整体变更的方式发起设立希努尔男装股份有限公司，注册资本15,000万元。

2010年10月，经中国证券监督管理委员会“证监许可[2010]1126号”文核准，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A股）5,000万股，并于2010年10月15日在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称“希努尔”，股票代码：002485）。发行后公司注册资本为20,000万元，股份总数20,000万股。2012年5月公司以资本公积金向全体股东每10股转增6股，注册资本增至32,000万元。截至2015年底，公司股本为32,000.00万元。

2015年，公司股权结构发生变化。2015年7月27日新郎希努尔集团和新郎国际分别与华夏人寿保险股份有限公司（以下简称“华夏人寿”）签署了《股份转让协议》，分别将其持有的希努尔男装无限售条件流通股1,000万股和5,000万股转让给华夏人寿；新郎希努尔集团与自然人陈涛签署了《股份转让协议》，将其持有的希努尔男装无限售条件流通股1,500万股转让给自然人陈涛。本次股份转让后，新郎希努尔集团持有公司24.28%的股份，新郎国际持有公司9.66%的股份，华夏人寿持有公司18.75%的股份，自然人陈涛持有公司4.69%的股份。

2016年3月，华夏人寿与重庆信三威投资咨询中心（有限合伙）（以下简称“重庆信三威”）签署了《股份转让协议》，分别将其持有的希努尔男装无限售条件流通股2,290万股、3,210万股转让给重庆信三威¹；2016年4月6日，华夏人寿与重庆信三威之间的股份转让已办理完成了过户登记手续。本次权益变动后，重庆信三威直接持有公司5,500万股无限售条件流通股，占公司股份总数的17.1875%。其中，重庆信三威—昌盛四号私募基金持股比例为10.03%，为公司第三大股东；重庆信三威—昌盛三号私募基金持股比例为7.16%，为公司第五大股东；华夏人寿持股比例为1.56%，为公司第八大股东。新郎希努尔集团仍为公司第一大股东，公司实际控制人仍为王桂波先生。截至2016年4月13日，公司股权结构如下图所示。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司权益变动公告，联合评级整理。

¹重庆信三威将受让的希努尔男装2,290万股无限售条件流通股和3,210万股无限售条件流通股分别转入重庆信三威投资咨询中心（有限合伙）—昌盛三号私募基金和重庆信三威投资咨询中心（有限合伙）—昌盛四号私募基金。

公司主营业务仍为西服、衬衫等男士系列服饰产品的生产和销售，产品主要定位为中档男士系列服饰。目前，公司仍以自制生产为主、委托加工生产为辅，以直营店和特许加盟店为主、团体订购、贴牌和网上直销为有效补充，设计、生产和销售希努尔品牌的西装、衬衫及其他服饰类产品。

公司现设总经理办公室、生产中心、采购中心、销售中心、研发中心、物流中心、财务管理部、品牌策划部、企业管理部、人力资源部等 10 个职能部室，拥有分公司 28 家，均为公司在各地所设的销售分支机构。截至 2015 年底，公司拥有在职员工 5,250 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 27.51 亿元，负债合计 7.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.69 亿元。2015 年，公司实现营业收入 10.13 亿元，净利润 0.23 亿元，其中，归属于母公司净利润为 0.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.34 亿元。

公司注册地址：山东省诸城市东环路 58 号；法定代表人：陈玉剑。

二、债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】1601 号文核准，公司获准向社会公开发行面值不超过人民币 7.5 亿元（含 7.5 亿元）的公司债券，本次债券采取分期发行的方式，第一期发行规模为 4 亿元，每张面值为 100 元，平价发行，期限为五年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率为 5.85%，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。经深交所“深证上【2013】57 号”文同意，本期债券于 2013 年 2 月 8 日起在深交所集中竞价系统和综合交易平台挂牌双边挂牌交易，证券简称为“12 希努 01”，证券代码为“112146”。

本期债券的募集资金扣除发行费用后余额 39,626 万元，其中 28,000 万元用于偿还建设银行和工商银行的贷款，剩余 11,626 万元用于补充流动资金。

本期债券的付息日为 2015 年至 2018 年每年的 1 月 21 日，跟踪期内，本期债券的当期利息已及时足额偿付。

本期债券附带票面利率调整和投资者回售条款，公司于 2015 年 12 月发布《关于“12 希努 01”票面利率不调整及投资者回售实施办法的公告》，选择不调整票面利率，并确定“12 希努 01”回售申报日为 2015 年 12 月 9 日、2015 年 12 月 10 日、2015 年 12 月 11 日、2015 年 12 月 14 日和 2015 年 12 月 15 日。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的数据，“12 希努 01”的回售数量为 3,951,627 张，回售金额为 395,162,700 元（不含利息），在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司剩余托管数量为 48,373 张，金额为 4,837,300 元。回售金额较大，目前公司债存量金额较小。公司对“12 希努 01”回售部分支付的本金及利息，已于 2016 年 1 月 18 日划至中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司指定的银行账户。

三、经营管理分析

1. 管理分析

跟踪期内，公司部分管理层人员发生变动。2015 年 8 月，原公司副总经理宫丹丹女士因个人原因辞任公司副总经理职务，宫丹丹女士主管工作划分给其他高管负责。此次人事变动不会对公司的日常经营产生影响。

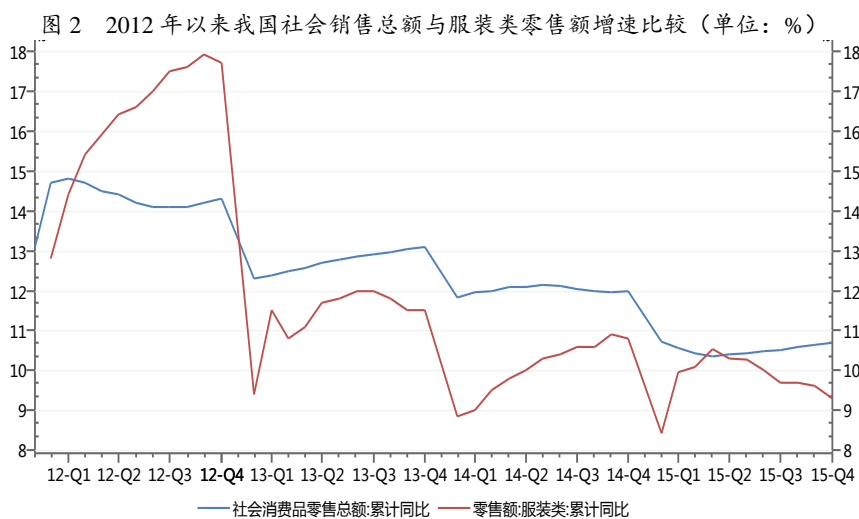
总体看，跟踪期内公司主要高级管理人员变化不大，相关管理架构、管理制度延续以往模式。

2. 经营分析

(1) 经营环境

2015年，受宏观经济增速放缓、国内市场需求持续疲软以及自身发展阶段转换等内外因素影响，纺织服装行业延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势，各项指标增速较2014年有不同程度下降。

2015年，纺织服装行业主要经济运行指标增速延续了2013年以来的低速增长状态。国际市场方面，全球经济复苏乏力，国际贸易壁垒以及我国人工成本增加导致国际订单转移，棉花价格倒挂，影响了我国服装出口增长。2015年，服装及衣着附件出口额累计1,742.80亿美元，同比下降6.40%，出口增速进一步下滑为负值。国内市场方面，受宏观经济下行、服装行业不景气影响，内需增速趋缓，社会消费品零售总额和服装类零售额增速均呈下降趋势。2004年以来，我国社会消费品零售总额年均增长16.00%；与之相应，我国服装鞋帽、针纺织品零售额过去10年年均增速为24.23%。但2014年以来，我国服装类零售额和社会消费品零售总额增速均低于近10年来平均增速，2014年服装类零售额实现8,936亿元，同比增长10.80%；社会消费品零售总额26.24万亿元，同比增长11.95%；2015年，我国社会消费品零售总额30.09万亿元，同比增长10.70%；服装类零售额9,588.10亿元，同比增长9.30%，增速进一步趋缓。



资料来源: Wind 资讯

从盈利状况上看，2015年，纺织服装、服饰行业主营业务收入达到22,067.90亿元，同比增长5.60%，增速低于上年同期2.42个百分点；利润总额为1,306.30亿元，同比增长4.00%，较上年下降6.55个百分点。经历2014年盈利能力下滑后，纺织服装行业收入水平增速和盈利能力继续下滑。从已披露2015年年报的主要服装上市企业来看，主营时尚休闲服装的森马服饰和搜于特营业收入增长较快，主营休闲男装的七匹狼营业收入增长较慢，而希努尔男装营业收入持续负增长。

表 1 国内主要品牌服装上市企业 2015 年经营概况

名称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入增长率 (%)
七匹狼	24.86	2.80	3.99
森马服饰	94.54	13.43	16.05

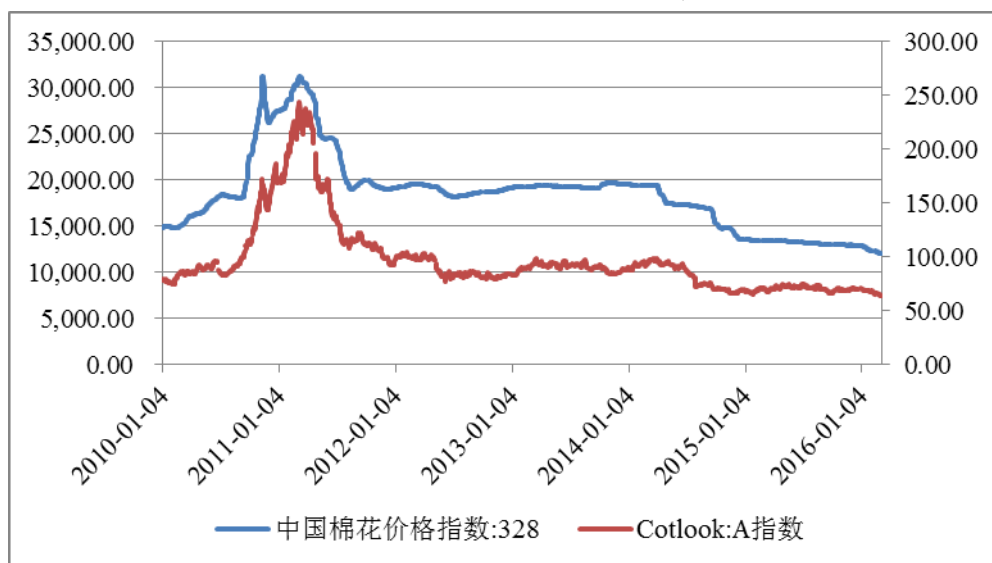
搜于特	19.83	1.97	34.14
希努尔男装	10.13	0.23	-1.62

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。

原材料方面，主要原料棉花和化纤原料价格呈下跌趋势。棉花价格方面，根据2014年中央1号文件关于启动新疆棉花目标价格改革试点的要求，2014年棉花目标价格为每吨19,800元。2014年3月底前，在临时收储政策支撑下，中国棉花价格指数保持平稳，在19,500元/吨左右。收储结束后，储备棉投放竞卖底价由18,000元/吨调整为17,250元/吨，中国棉花价格指数将储备棉成交价格纳入采集范围，带动价格指数从19,500元/吨左右下跌至17,500元/吨左右，5月后转为缓慢下跌。9月份，随着棉花目标价格试点工作的推进，新旧棉花价格逐渐接轨，棉价再次加速下跌，10月下旬，价格稳定在14,800元/吨左右。11月下旬随着新棉大量上市，棉花现货价格重回跌势，12月末稳定在13,600元/吨左右，年底收于13,605元/吨。2015年以来，棉花价格继续回归市场化，价格水平持续下降，截至2015年底，国内328棉花价格跌至12,922元/吨。国际棉价方面，2015年以来，受全球经济复苏缓慢等因素影响，国际市场棉价继续呈波动下降趋势，国外棉价仍低于国内棉价。但整体看，国内外棉花价差有所减小。化纤类服装面料价格方面，2015年化纤产品价格指数持续2014年的下滑趋势，截至2015年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的78.18跌至66.93。主要原材料的价格下滑有助于缓解服装制造企业成本压力。

图3 近年国内外棉花价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：wind 资讯

总体看，近期来看，受宏观环境增长放缓、国内需求持续疲软、棉花内外价差仍较大等多方面因素影响，纺织服装行业盈利能力仍有待提升。得益于国内棉花价格下跌、内外棉花价差的缩小，2015年纺织服装行业整体盈利能力有所提升。未来，纺织服装行业仍将积极推进产业升级，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。

（2）经营概况

2015年公司主营业务及产品结构未发生重大变化，产品主要定位为中档男士系列服饰。目前，公司仍采取自制生产为主、委托加工生产为辅的生产模式，销售模式仍以直营店和特许加盟店为主，团体订购、贴牌和网上直销为有效补充。截至2015年底，公司拥有17条西装上衣生产流水线，

10条西裤生产流水线、8条衬衫生产流水线，受公司对生产线进行调整影响，西裤产能由2013年的420万条减少为240万条，西裤产能利用率得到明显提高。2015年，公司继续通过将盈利较弱及亏损店面迁址、切割出租、转奥特莱斯店等方式，整合直营渠道。截至2015年底，公司共计拥有556家专卖店，其中直营店49家，特许加盟店507家。截至2015年底，公司专卖店较2014年底合计减少58家，其中直营店减少57家，特许加盟店减少1家。

表2 公司2014、2015年主营业务收入和毛利润情况（单位：万元，%，百分点）

产品	2014年			2015年			营业收入 同比增减	毛利率同 比增减
	营业收入	营业收入 占比	毛利率	营业收入	营业收入 占比	毛利率		
西服套装	30,176.62	29.52	36.57	22,787.72	22.65	40.47	-24.49	3.90
休闲西装	33,269.83	32.54	21.13	37,894.70	37.67	20.61	13.90	-0.52
西裤	14,722.37	14.40	22.54	18,749.89	18.64	18.69	27.36	-3.85
衬衫	13,646.78	13.35	34.13	11,542.67	11.47	37.65	-15.42	3.51
棉服茄克	3,489.59	3.41	40.08	2,590.72	2.58	40.54	-25.76	0.46
针织衫	3,536.73	3.46	43.67	3,628.06	3.61	38.91	2.58	-4.76
其他	3,389.00	3.32	7.83	3,405.36	3.39	16.31	0.48	8.47
合计	102,230.93	100.00	28.61	100,599.12	100.00	27.73	-1.60	-0.88

资料来源：公司提供

2015年，公司实现主营业务收入10.06亿元，同比减少1.60%，主要系受宏观经济影响，终端消费持续低迷，公司为帮助加盟商缓解库存压力，重整渠道货品，导致公司加盟店销售比预计减少所致。

从收入构成看，西装板块仍是公司收入主要来源，但公司各项产品的收入规模有所变化，休闲西装收入占比持续提高，西装套装收入占比持续下降。休闲西装收入占比由2014年的32.54%提高到2015年的37.67%，而西服套装收入占比由2014年的29.52%下降至2014年的22.65%，主要系终端消费趋向于休闲化所致。

从毛利率上看，2015年公司主营业务综合毛利率为27.73%，受公司销售促销增加、销售渠道整合等因素影响，公司毛利率继续下降，系占比较大的休闲西装和西裤产品毛利率下降所致。具体来看，休闲西装、西裤和针织衫毛利率均有不同程度下降，主要系公司销售促销力度加大以及团体定制接单价格下降等因素共同影响所致；西服套装、衬衫和棉服夹克毛利率略有提升，主要得益于国内棉花等原材料价格下降、营业成本降低所致。2015年，公司实现营业利润-0.74亿元，与上年相比，亏损面略有扩大。

总体看，2015年，公司主营业务产品结构未发生重大变化，西服套装和休闲套装仍是公司的主要收入来源。但2015年受行业整体经营环境不佳及公司订单减少等多重因素影响，公司营业收入和综合毛利率均略有下降，公司营业利润仍为亏损状态。

（3）运营情况

成本构成和原料采购

从成本构成来看，公司自产产品的成本主要由面料、辅料、工资和职工福利费、燃料及动力等制造费用等构成。2015年，各种产品的成本构成变化不一。其中，西服套装的成本结构中面料和辅料成本占比有所上升；而休闲西装、西裤和衬衫成本构成中，辅料和制造费用占比有所上升，面料和直接人工占比均有所下降，直接人工占比下降主要系公司生产车间取消年终奖所致。2015年公司各产品具体成本构成情况如下表所示。

表3 2015年公司产品成本构成占比（单位：%）

名称	时间	面料	辅料	直接人工	制造费用	合计
西服套装	2015年	44.24	16.78	24.35	14.63	100.00
	2014年	43.14	15.12	27.92	13.82	100.00
休闲西装	2015年	43.77	17.55	23.52	15.16	100.00
	2014年	47.71	14.06	25.73	12.50	100.00
西裤	2015年	45.05	16.51	24.11	14.34	100.00
	2014年	48.54	13.56	25.43	12.47	100.00
衬衫	2015年	44.38	14.49	26.65	14.48	100.00
	2014年	44.75	13.00	30.16	12.09	100.00

资料来源：公司年报

受市场行情及公司2014年销售情况影响，公司采购量均有减少。其中，西服面料采购量由2014年的580.15万米减少为562.00万米；而衬衣面料采购量由130.23万米减少至108.52万米，一方面系销量影响导致产量减少，另一方面系公司加强库存管理所致。2015年，西服面料采购均价较2014年增加2.09元，衬衣面料均价较2014年减少1.42元。

表4 2015年公司采购情况（单位：万米，元/米）

原料	项目	2014年	2015年
西服面料	采购量（万米）	580.15	562.00
	采购均价（元/米）	42.12	44.21
衬衣面料	采购量（万米）	130.23	108.52
	采购均价（元/米）	19.19	17.77

资料来源：公司提供

产品生产

受服装行业持续低迷、终端需求持续不振等因素影响，服装行业进入转型调整期。公司在调整期内推广多品牌全品类定制业务，强化商品企划、营销渠道和供应链的转型和整合，调整产品结构，加强线上销售渠道建设，完善库存渠道建设，进一步加大去库存力度。2015年，公司产品实现生产579.40万套/件/条，与2014年产量基本持平；销售623.03万套/件/条，同比增长5.07%；公司产销率由2014年的102.81%提升至2015年的107.53%。截至2015年底，公司产品库存量111.13万套/件/条，同比大幅减少28.18%，库存量较往年同期水平明显下降，去库存效果明显。一方面公司统筹货品管理，改变以往直营店各自为战的订货模式，实施货品统配与自主订货相结合的模式，并加快折扣店的建设、加强对产品的促销力度；另一方面，主要系公司根据市场状况对生产量进行控制，避免库存增加。

表5 2014~2015年公司产销及库存量情况（单位：套/件/条，%）

项目	2014年	2015年	同比增减
销售量	5,929,678	6,230,291	5.07
生产量	5,767,637	5,794,044	0.46
库存量	1,547,594	1,111,347	-28.18

资料来源：公司年报

从各销售模式的收入情况来看，2015年国外销售（贴牌）收入延续增加态势，仍为占比最大的销售模式，其次依次是团体订购、加盟店和直营店。从各销售模式的变化趋势来看，2015年公

司国外销售收入较上年增长18.56%，主要得益于公司通过ODM模式²与日本优衣库、英国 MOSS 等国际知名品牌战略合作关系进一步深入，订单增加所致；团体订购收入同比增长34.54%，主要系公司2015年团体订购订单增长所致；直营店和加盟店收入同比分别下降40.97%和29.63%，主要系公司继续对销售终端进行整合，直营店和加盟店数量较上年均有减少所致；而网上销售收入大幅增长，但规模仍较小。

表 6 2015 年公司各类模式销售业务情况 (单位: 万元, %)

销售方式		2014 年			2015 年		
		金额	收入占比	毛利率	金额	收入占比	毛利率
国内销售	直营店	19,054.79	18.64	52.93	11,247.11	11.18	57.16
	加盟店	26,767.69	26.19	35.22	18,835.57	18.72	36.88
	网上销售	213.51	0.21	17.25	330.37	0.33	9.84
	团体订购	22,289.95	21.81	28.45	29,988.35	29.81	34.91
国外销售(贴牌)		33,904.99	33.17	9.90	40,197.72	39.96	10.00
合计		102,230.93	100.00	28.61	100,599.12	100.00	27.73

资料来源: 公司提供

销售渠道方面，公司通过整合销售渠道，进一步降低直营店所占比例。近年来，受服装行业景气度下行、终端需求减少影响，公司加强对销售网络的整合和对直营店铺的全盘梳理，以实现盈利为目标，通过将盈利较弱及亏损店面迁址、切割出租、转奥特莱斯店等方式，整合直营渠道。截至2015年底，公司直营店为49家，加盟店507家，分别较2014年减少57家和1家。从直营店与加盟店的数量占比来看，目前加盟店仍是公司营销终端的主力。

表 7 近年来公司直营店与加盟店分布情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
直营店(家数)	178	106	49
加盟店(家数)	519	508	507
合计	697	614	556

资料来源: 公司年报, 联合评级整理。

品牌建设方面，跟踪期内，公司不断加强品牌建设，丰富品牌内涵。通过参加第23届中国国际服饰博览会、2015年中国(青岛)国际时装周、2015年山东纺织服装展示展销会、中日韩产业博览会、邀请媒体出席公司普兰尼奥品牌发布会等方式，对公司品牌进行宣传推广。

业务模式方面，跟踪期内，公司发挥品牌定制优势，发展多品牌全品类定制业务，推广普兰尼奥高级定制业务，皇家新郎婚庆定制业务，希努尔个性化全品类定制业务，美尔顿运动休闲定制业务，加快多品牌定制店、单品牌定制店、兼容定制店多渠道建设，打造高性价比定制服务。对个性化定制流水线进行改造，通过引进MTM高端定制平台，嵌入RFID无线射频技术，把现有生产流水线打造成满足个性需求的智能化制造生产系统。

销售渠道方面，公司继续整合线下营销渠道，推动销售终端的良性发展；加强对营销终端的精细化管理；进一步完善库存渠道建设，使库存商品有效流通。

此外，公司转变产品研发模式，确立以市场为导向，围绕客户需求将研发和市场进行有机结合，根据市场反应调整投产计划，有效减少库存风险。调整产品结构，形成线下库存商品+线上订

² ODM, 即 Original design manufacturer (原始设计商) 的缩写, 指的是产品研发、设计制造到后期维护的全部服务均由厂家自主完成。

购的电商销售模式。

总体看，2015年受需求减少影响，公司原材料采购量有所下降；产量基本保持不变；公司销售终端低迷，营业收入继续下降，但公司加大去库存力度，产品销量有所上升；公司持续整合销售渠道，直营店明显减少；此外，公司进一步加强品牌建设和品牌定制业务。

（4）研发设计

2015年公司继续深入技术创新与研发，研发投入占收入的比重为3.21%，较2014年变化不大。目前技术人员1,000余名，每年研发3,000多款新产品。公司与意大利设计公司合作，为国内和国际品牌提供设计服务。在运作模式、设计理念和设计水平上位居国内男装行业前列，并逐渐向国际水平靠拢。公司拥有国内一流的设计师为核心的设计研发团队，公司的研发中心被山东省认定为省级企业技术中心。

总体看，跟踪期内公司设计研发能力有所提高。

3. 重大事项

为了加强与国际品牌合作，提高公司现有休闲上衣的生产能力。2013年公司投资建设希努尔男装产业园新区（一期）项目，该项目计划投资额为2.75万元，资金来源为公司自筹。截至2015年底，项目已投资2.46亿元。项目实施地点为诸城市青兰高速以北，舜昌路以南，206国道以西。项目建设期为1.5年，但受服装市场行情影响，近两年建设进度缓慢，截至2015年底工程进度达89.54%，部分设备已达产。该项目建成后预计将形成年产72万件休闲上衣的生产能力，实现年均不含税营业收入11,232.00万元，年均利润总额为2,479.10万元，年均净利润为1,859.30万元，所得税后项目财务内部收益率为16.20%，所得税后投资回收期（含建设期1.5年）为5.2年，总投资收益率为22.50%。

2015年，该项目亏损562.33万元，主要系项目尚需一定的培育所致。该项目的建设将有利于提升公司和国际品牌开展 ODM 合作的能力和水平，进一步丰富希努尔品牌产品系列。

需关注的是，目前公司面临下游需求低迷的挑战，项目实施过程中，如遇原材料、产品价格大幅波动或市场开拓不能如期推进等因素，将会给公司生产经营和盈利水平带来较大的影响。

4. 经营关注

终端利润持续下滑的风险

面对经济减速调整、出口需求持续低迷、国内消费升级变革、要素成本持续攀升等复杂发展环境，零售市场持续低迷，随着终端店铺租赁、折旧和人工成本等费用的增加，直接导致终端店铺盈利能力下降。公司将加强公司内部的精细化管理，通过加大终端培训和加大VIP服务深度等，提高单店的进销率、坪效和人效，最终提升终端营运能力，提高单店销售。

消费环境变化的风险

商业模式品牌以及电子商务的迅速发展，为消费者提供了巨大的选择空间，由此带来消费者的消费习惯，消费方式，消费理念的快速变革，以往通过店铺扩张来扩大品牌覆盖人群的增长方式面临着巨大的挑战。公司将摒弃粗放式增长方式，通过更合理的产品布局、渠道布局以及更完善的线下服务体系建设来提升产品附加值。加强移动互联网新技术应用，加快线上、线下渠道的立体融合，创造新的增长机会。

收购整合的风险

公司拟通过发行股份和支付现金购买星河互联100%股权，本次交易尚需公司股东大会审议批

准和证监会核准，本次交易能否取得核准及最终核准时间均存在不确定性。本次交易涉及金额较大，存在较大资金压力。此外，若本次交易顺利完成，公司需要在企业文化、市场、人员、技术、管理等多个维度与标的公司进行整合，因公司与交易标的公司的业务存在较大差异，本次交易完成后能否有效整合，增强协同效应，存在着不确定性。若交易完成后，公司将面临从以传统业务为主到传统业务和新兴产业并行发展的局面，若公司在经营、管理方面无法采取必要措施以适应业务转型变化，则未来公司可能面临一定风险。短期内，双方公司管理团队和运营将基本维持现有经营管理模式，公司暂时不对组织架构进行重大调整，保证双方公司原有业务的持续稳定发展，充分发挥本次交易的协同效应。

在建工程未来收益不确定性风险

公司在建工程希努尔男装产业园新区（一期）项目尚未全部完工，虽部分设备已达产，但目前仍处于培育期，未来能否实现预期盈利尚需市场检验。

5. 未来发展

公司短期发展目标为加强公司营销终端建设，保证营销终端的良性、健康发展；整合现有研发机构，实施多品牌运营，重点突出产品的时尚、品质和舒适性；加强管理软件的开发、推广与应用，加快公司信息化建设的步伐；通过多渠道进行管理、研发、营销人员的招募和培养，完善公司的激励性政策，提高员工的工作热情和积极性。

2016年度，公司的核心经营目标包括全面推广多品牌个性化定制业务；继续强化营销渠道的转型和整合；发挥自身优势，加强精细化管理，降低经营成本费用，完善经营目标责任制绩效考核，促进业绩提升。在实现服装产业良性发展的同时，积极推进公司通过发行股份和支付现金购买星河互联100%股权项目，同时，公司也将充分汲取星河互联的互联网平台搭建经验，进一步探索O2O模式与移动端营销手段，塑造“互联网+”希努尔品牌。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。但目前国内服装行业下游需求疲软，服装行业竞争激烈，公司未来盈利能力尚需持续关注。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度财务报表已经中兴华会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。公司无子公司，无需编制合并报表，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 27.51 亿元，负债合计 7.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.69 亿元。2015 年，公司实现营业收入 10.13 亿元，净利润 0.23 亿元，其中，归属于母公司净利润为 0.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.22 亿元。

2. 资产及负债

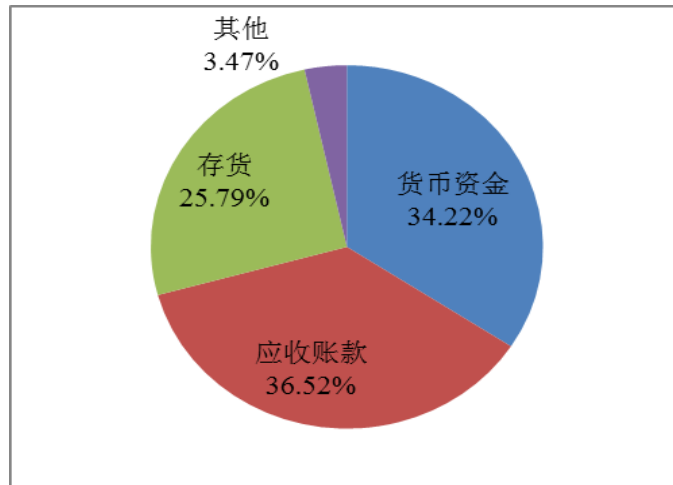
资产

截至 2015 年底，公司资产合计 27.51 亿元，较 2014 年底小幅增长 1.25%，其中流动资产占比 43.89%，非流动资产占比 56.11%，与 2014 年相比变化不大。

截至 2015 年底，公司流动资产 12.08 亿元，较年初增长 7.85%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产中货币资金占比有所上升，应收账款、预付款项和存货占比均有所下降，截至 2015

年底,公司流动资产主要由货币资金(占比 34.22%)、应收账款(占比 36.52%)和存货(占比 25.79%)构成,如下图所示。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成



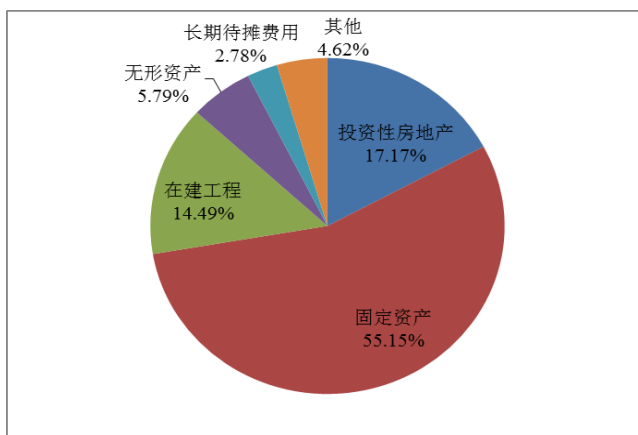
资料来源:公司年报,联合评级整理。

截至 2015 年底,公司货币资金 4.13 亿元,较年初大幅增长 131.24%,主要系公司出售北京商铺、收到相关款项所致;公司应收票据 4.00 万元,较年初大幅减少 98.78%,主要系公司使用应收票据支付货款所致;公司应收账款账面价值 4.41 亿元,较年初减少 11.49%,主要系公司加强货款催收所致,其中账龄以 1 年以内的为主(占比 52.01%),公司应收账款计提坏账准备 0.62 亿元,计提比例为 12.30%;公司预付款项 0.28 亿元,较年初减少 30.77%,主要系预付材料采购款减少所致;公司其他应收款 0.12 亿元,较年初大幅减少 71.35%,主要系公司对烟台德生蚨置业公司的应收款项单项计提坏账准备 0.32 亿元所致³;公司存货 3.11 亿元,较年初减少 11.95%,主要系公司加强去库存力度、控制产量所致,公司存货主要由原材料(占比 37.89%)、库存商品(占比 42.68%)和在产品(占比 18.70)构成,公司存货计提跌价准备 391.28 万元,计提比例为 1.26%,计提比例较低。

截至 2015 年底,公司非流动资产 15.44 亿元,较年初减少 3.37%,主要系固定资产减少所致。公司非流动资产中,投资性房地产和在建工程占比有所提升,固定资产占比有所下降,截至 2015 年底,公司非流动资产以投资性房地产(占 17.17%)、固定资产(占 55.15%)、在建工程(占 14.49%)和无形资产(占 5.79%)为主,其他包括长期待摊费用和递延所得税资产等,具体如下图所示。

³公司于 2011 年向烟台德生蚨置业公司购买店面,并与 2012 年支付 3,000 万元,因德生蚨未能及时办理产权过户等手续,公司于 2013 年起诉至烟台市中级人民法院,经烟台市中级人民法院、山东省高级人民法院两级审理,判定解除合同、德生蚨返还购房款 3,000 万元,并支付违约金 687.7 万元。2015 年 12 月德生蚨申请破产清算,公司已对应收款项计提 86.45%的坏账准备。

图 5 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司投资性房地产 2.65 亿元，较年初大幅增长 269.56%，主要系公司对外出租商铺增加所致；公司固定资产 8.51 亿元，较年初减少 25.96%，主要系公司将自有商铺进行出售和出租所致；公司在建工程为 2.24 亿元，较年初增长 43.19%，主要系支付希努尔男装产业园新区（一期）工程款所致；公司无形资产 0.89 亿元，较年初无明显变化；公司长期待摊费用 0.43 亿元，较年初减少 29.52%，主要系装修费用摊销所致；公司其他非流动资产主要为公司购置商铺的预付款，2014 年会计政策变更后将购置商铺的预付款分类至其他非流动资产，截至 2015 年底，公司其他非流动资产 0.14 亿元，较年初大幅减少 60.51%，主要系前期购置的商铺已交房转入在建工程所致。

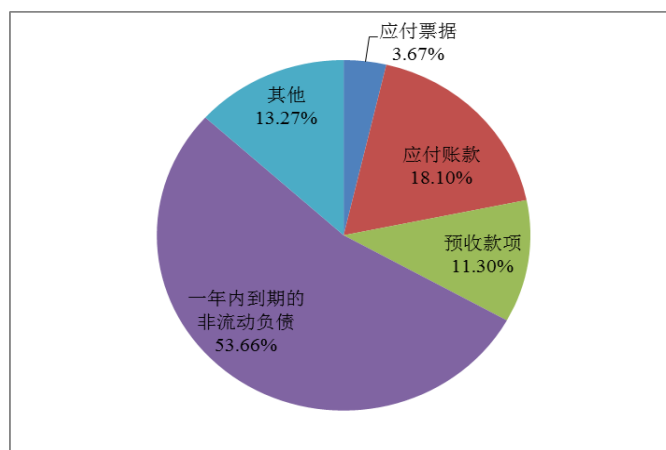
总体看，公司资产结构相对均衡，流动资产占比略有提升；流动资产中应收账款和存货占比较大，对公司流动资产流动性具有一定影响。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 7.83 亿元，较年初微幅增长 1.49%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 94.08%，较年初提高 49.47 个百分点，非流动负债占比 5.92%。公司负债以流动负债为主，负债结构有待调整。

截至 2015 年底，公司流动负债 7.36 亿元，较年初大幅增长 114.06%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。公司非流动负债主要由应付票据（占比 3.67%）、应付款项（占比 18.10%）、预收款项（占比 11.30%）和一年内到期的非流动负债（占比 53.66%）构成，如下图所示。

图 6 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司短期借款为 0.19 亿元，较年初减少 61.20%，主要系偿还短期借款所致；公司应付票据 0.27 亿元，较年初减少 37.99%，主要系偿还部分到期票据所致；公司应付账款 1.33 亿元，较年初小幅增长 6.13%，主要系应付工程款增长所致；公司预收款项 0.83 亿元，较年初大幅增长 108.15%，主要系团体订单增多、预收货款增长所致；公司其他应付款 0.16 亿元，较年初减少 14.86%，主要系应付装修费保证金减少所致；截至 2015 年底，公司新增 3.95 亿元一年内到期的非流动负债，主要系投资者回售“12 希努 01”、应付债券转入所致。

截至 2015 年底，公司全部债务 4.46 亿元，较年初减少 9.32%，主要系短期借款减少所致，其中短期债务 4.42 亿元，长期债务 483.64 万元，债务结构变化较大，主要系公司投资者回售债券“12 希努 01”所致。从债务指标来看，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 28.45%、18.48%和 0.25%，总体负债水平较年初变化不大，且仍处于较低水平。整体看，公司债务负担较轻，债务结构以短期债务为主，有待进一步优化。

截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 19.69 亿元，全部为归属母公司所有者权益。公司所有者权益较年初微幅增长 1.16%，变化不大。其中实收资本占 16.26%，资本公积占 64.11%，盈余公积占 3.87%，未分配利润占 15.76%，所有者权益结构较稳定。

总体看，公司负债水平较低，公司债务主要系一年内到期的非流动负债，由应付债券“12 希努 01”投资者回售部分转入，考虑到公司对“12 希努 01”回售部分已支付本金及利息公司整体偿债压力不大。

3. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 10.13 亿元，较上年同比下降 1.62%，主要是宏观经济不景气、服装市场低迷所致；2015 年公司实现营业利润-0.74 亿元，净利润 0.23 亿元，扭亏为盈，主要系公司出售北京商铺致使营业外收入大幅增长，进而使公司实现盈利。其中，归属于母公司的净利润为 0.23 亿元。营业利润下滑主要是受宏观经济影响，终端消费持续不景气，公司销售促销增加、对加盟商让利增加以及外贸订单价格下降等因素影响，导致公司毛利率下降，公司营销网络终端店铺折旧和广告宣传等费用增加，上述因素共同影响了公司经营业绩。

费用控制方面，2015 年，公司期间费用合计 2.81 亿元，同比减少 15.73%。其中，销售费用同比下降 21.71%，主要是公司继续着力控制销售支出，采用精简化的原则所致；管理费用同比增长 17.31%，主要系折旧摊销费及税费增加所致；财务费用同比大幅减少 49.60%，系主要是汇兑损益大幅减少所致。2015 年，公司费用收入比为 27.75%，较 2014 年下降 4.65 个百分点，但期间费用控制能力仍有待提升。

2015 年，公司资产减值损失 0.63 亿元，较 2014 年大幅增长 219.92%，主要系公司计提的坏账损失大幅增长所致。

2015 年，公司实现营业外收入 1.09 亿元，较 2014 年增加了 1.03 亿元，主要系公司出售北京商铺所取得的收入。2015 年公司营业外收入为利润总额的 3.21 倍，公司利润总额对营业外收入的依赖程度高，而公司取得营业外收入的方式不具有可持续性，后续仍需关注公司主营业务盈利能力的变化。

从盈利指标来看，2014 年，受资产规模上升以及利润规模下降等因素影响，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均大幅下降，分别为-1.03%、-1.48%和-2.36%；2015 年，公司实现扭亏为盈，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所提升，分别为 2.02%、2.20%和 1.15%，公司盈利能力得到提升。

总体看，受外部经济形势终端消费下滑以及资产减值损失上升的影响，2015 年公司收入规模

和主营业务盈利水平继续下滑，整体盈利水平较低；得益于营业外收入的增长，公司实现扭亏为盈；仍需关注公司主营业务盈利能力的改善。

4. 现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 11.96 亿元，同比增长 5.73%，主要系公司加大去库存力度及应收账款催收力度所致；公司经营活动现金流出 10.44 亿元，同比减少 5.20%，主要系原材料价格下跌及生产车间取消年终奖所致；在上述因素的影响下，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.53 亿元，同比大幅增长 400.97%。

2015 年，公司投资活动现金流入 1.95 亿元，较 2014 年增加 1.89 亿元，主要系公司出售北京商铺所致；公司投资活动现金流出 0.74 亿元，较 2014 年大幅减少 41.72%，主要系公司支付希努尔男装产业园新区（一期）工程款减少所致；2015 年，公司投资活动现金流由净流出转为净流入，净流入金额 1.21 亿元。2015 年，公司筹资活动现金净流出 0.58 亿元，比上年同期大幅增长 616.42%，主要 2015 年公司取得借款较少所致。

总体看，公司经营活动现金流量净额较 2014 年有所增长，且处于净流入状态；得益于处置固定资产收到的现金增长，公司投资活动由净流出转为净流入；筹资活动仍处于净流出状态。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，由于 2015 年为“12 希努 01”投资者回售期，大部分投资者选择回售债券，公司应付债券大部分转入一年内到期的非流动负债，导致公司流动负债大幅增长，进而使流动比率、速动比率、现金短期债务比等短期偿债能力指标大幅下降，2015 年底公司流动比率、速动比率和短期债务比分别为 1.64 倍、1.22 倍和 0.94 倍，短期偿债能力有所下降但仍处于较好水平；公司经营现金流动负债比率为 20.72%，较上年提高 11.86 个百分点，主要系经营活动现金流量净额大幅增长所致。考虑到公司对“12 希努 01”回售部分支付的本金及利息，已于 2016 年 1 月 18 日划至中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司指定的银行账户，实际短期债务余额不大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 1.37 亿元，同比大幅增长 260.17%，公司 EBITDA 由折旧（占比 36.78%）、摊销（占比 19.31%）、计入财务费用的利息支出（占比 19.20%）和利润总额（占比 24.70%）构成；EBITDA 利息倍数为 4.04 倍，利息保障程度较高；EBITDA 全部债务比为 0.31 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力较强。考虑到公司有息债务压力不大，但公司盈利能力较差，整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2015 年底，公司无对外担保。

诉讼方面，公司于 2011 年向烟台德生蚨置业公司（以下简称“德生蚨”）购买店面，并与 2012 年支付 3,000 万元，因德生蚨未能及时办理产权过户等手续，公司与 2013 年起诉至烟台市中级人民法院，经烟台市中级人民法院、山东省高级人民法院两级审理，判定解除合同、德生蚨返还购房款 3,000 万元，并支付违约金 687.7 万元。2015 年 12 月德生蚨申请破产清算，可能导致公司购房款及违约金 3,687.70 万元无法全部收回，公司已对该款项计提 86.45% 的坏账准备。

截至 2015 年底，公司已获批准的授信总额 5.90 亿元，尚未使用的授信余额 5.13 亿元，公司间接融资能力较强。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所下降，整体负债水平仍属较轻，公司 2015 年扭亏为盈，公司偿债能力有所增强，但考虑到主营业务盈利能力仍较差，公司整体偿债能力仍有待提升。

五、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）4.13亿元，约为“12希努01”本金合计（4亿元）的1.03倍，公司现金类资产能够完全覆盖本期债券；净资产达19.69亿元，约为债券本金合计（4亿元）的4.92倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12希努01”按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为1.37亿元，约为债券本金合计（4亿元）的0.34倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入11.96亿元，约为债券本金合计（4亿元）的2.99倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内主要的服装生产企业之一，多年来坚持以男士正装品牌为主打的经营策略，逐步形成了在生产规模、技术及工艺、品牌知名度、区域网络建设等方面的优势，且投资者回售结束后，截至2016年1月底，本期债券余额仅为483.73万元，公司对“12希努01”的偿还能力很强。

六、担保人分析

本期债券由公司控股股东新郎希努尔集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至2015年底，新郎希努尔集团注册资本7,000万元。新郎希努尔集团注册地址：诸城市经济开发区；法人代表：王桂波。

跟踪期内，新郎希努尔集团旗下拥有的希努尔男装、山东新郎欧美尔家居置业有限公司（以下简称“欧美尔家居”）、山东诸江地产有限公司（以下简称“诸江地产”）、诸城密州宾馆有限公司（以下简称“密州宾馆”）等多家子公司中，第一大产业希努尔男装业绩有所好转，实现净利润2,258.61万元；诸江地产、欧美尔家居和密州宾馆经营状况变化不大，仍持续亏损（具体见下表）。

表8 2014年新郎希努尔集团主要子公司基本情况表（单位：万元）

公司名称	主要业务	投资比例	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金流净额
希努尔男装股份有限公司	高中档西服、衬衣及服饰的制造与销售等	24.28%	275,116.70	196,857.34	101,276.29	2,258.61	15,254.47
山东新郎欧美尔家居置业有限公司	家具、家纺制品的加工制造与销售	75%	59,631.68	-595.49	4,935.30	-1617.79	1,678.52
山东诸江地产有限公司	房地产开发经营	100.00%	63,917.35	-178.17	43.41	-1,531.41	-3,795.42
诸城密州宾馆有限公司	餐馆、客房、洗浴桑拿等	100%	15,519.55	14,424.03	2,464.47	-261.63	216.73

资料来源：根据公司提供的资料整理

2015年，新郎希努尔集团未发生重大事项变化。截至2015年底，新郎希努尔集团合并资产总额61.67亿元，负债总额31.71亿元，所有者权益29.97亿元（其中少数股东权益11.48亿元）；2015年新郎希努尔集团实现营业收入11.86亿元，同比小幅增长3.01%；受管理费用大幅增长所致，实现营业利润-0.41亿元；得益于希努尔男装出售北京商铺取得营业外收入，新郎希努尔集团实现利润总额0.74亿元。实现净利润0.51亿元，同比减少17.54%，其中归属于母公司所有者的

净利润 0.41 亿元。

截至 2015 年底，新郎希努尔集团对外担保合计 6.96 亿元，被担保企业分别为得利斯集团有限公司、山东得利斯畜牧科技有限公司和诸城东晓生物科技有限公司，2015 年被担保企业经营状况良好，或有风险不大。截至 2015 年底，新郎希努尔集团对外担保情况如下表所示。

表 9 截至 2015 年底新郎希努尔集团对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保方式	担保种类	担保金额	担保对象经营状况	2015 年营业收入	2015 年净利润	是否逾期
得利斯集团有限公司	农副食品加工	连带责任	流贷	10,000	良好	1,077,712	43,324	否
山东得利斯畜牧科技有限公司	农副食品加工	连带责任	流贷、信用证	35,000	良好	257,050	10,837	否
诸城东晓生物科技有限公司	农副食品加工	连带责任	流贷、承兑	14,000	良好	256,546	19,125	否
诸城市龙光热电有限公司	蒸汽、电力	连带责任	流贷、承兑	3,000	良好	48,874	10,331	否
诸城市贝斯特工贸有限公司	塑料制品	连带责任	流贷、承兑	7,600	良好	109,877	8,145	否
小计	--	--	--	69,600	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，新郎希努尔集团收入规模和盈利能力变化不大，主业仍为亏损状态，且净利润较上年有所降低，其对于本期债券的担保能力进一步弱化。

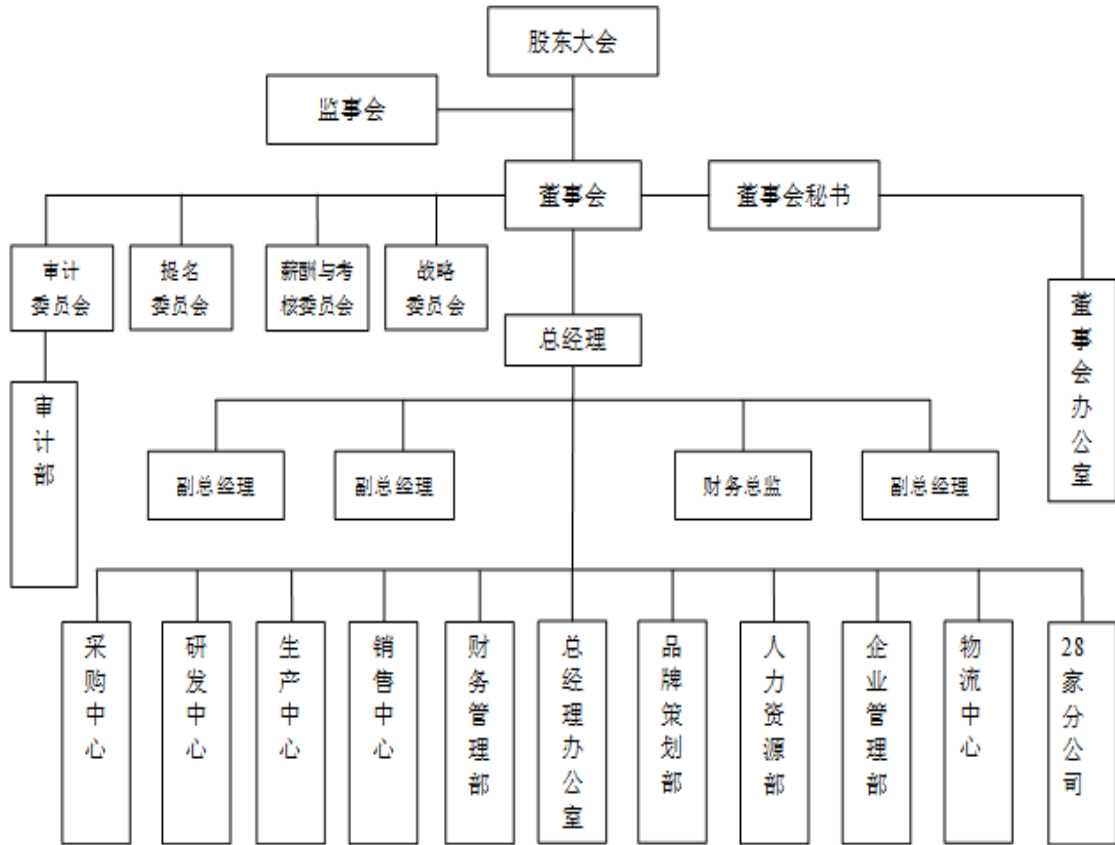
七、综合评价

2015 年，公司继续加大促销力度，加强对销售终端的整合，且通过出售商铺实现盈利，债务规模仍处于较低水平，公司偿债能力尚属较强。同时，联合评级也关注到，受制于整体服装市场环境未有好转，下游需求仍显不足，公司收入未有明显改善，毛利率略有下滑，主营业务仍处于亏损状态，应收账款规模仍较大等因素可能给公司信用水平带来不利影响。

本期债券由新郎希努尔集团股份有限公司（以下简称“新郎希努尔集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，新郎希努尔集团主业经营呈亏损状态，盈利能力较弱。其对于本期债券的担保能力较弱。

综上，联合信用评级有限公司维持公司的主体长期信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 希努 01”的债项信用评级为“AA-”。

附件 1 希努尔男装股份有限公司 组织架构图



附件 2 希努尔男装股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	27.17	27.51
所有者权益 (亿元)	19.46	19.69
短期债务 (亿元)	0.94	4.42
长期债务 (亿元)	3.99	0.05
全部债务 (亿元)	4.92	4.46
营业收入 (亿元)	10.29	10.13
净利润 (亿元)	-0.47	0.23
EBITDA (亿元)	0.38	1.37
经营性净现金流 (亿元)	0.30	1.53
应收账款周转次数 (次)	1.95	1.94
存货周转次数 (次)	1.99	2.18
总资产周转次数 (次)	0.37	0.37
现金收入比率 (%)	105.10	113.54
总资本收益率 (%)	-1.03	2.02
总资产报酬率 (%)	-1.48	2.20
净资产收益率 (%)	-2.36	1.15
营业利润率 (%)	27.78	26.58
费用收入比 (%)	32.40	27.75
资产负债率 (%)	28.38	28.45
全部债务资本化比率 (%)	20.19	18.48
长期债务资本化比率 (%)	17.00	0.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.31	4.04
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.31
流动比率 (倍)	3.26	1.64
速动比率 (倍)	2.23	1.22
现金短期债务比 (倍)	1.94	0.94
经营现金流动负债比率 (%)	8.86	20.72

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。