

星期六股份有限公司

**2017 年面向合格投资者
公开发行公司债券信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】第 Z
【181】号 02

分析师

姓名：
胡长森 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
huchs@pyrating.cn

评级日期：
2017 年 07 月 05 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

星期六股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 4 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：不超过 3 年（含）

增信方式：保证担保

债券偿还方式：按年付息，到期一次还本

担保主体：深圳市高新投集团有限公司

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对星期六股份有限公司（以下简称“星期六股份”或“公司”）本次拟面向合格投资者公开发行不超过 4 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司拥有以“ST&SAT”（星期六）为核心品牌的多个女装皮鞋品牌，具有一定的品牌知名度和市场影响力，产品线较为丰富；经过多年的拓展，公司具备一定的渠道优势；深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时我们也关注到了受终端需求低迷及百货公司关店结业导致公司品牌门店数量下降等因素综合影响，公司收入持续下滑，盈利能力下降明显；公司“打造时尚 IP 生态圈”战略布局尚处于尝试阶段，发展前景存在不确定性；公司存货规模持续增长，存在积压减值风险；应收账款规模大，存在一定的坏账风险；债务结构有待改善，面临较大的短期刚性债务压力等风险因素。

正面：

- 公司产品具有一定品牌知名度，产品线较为丰富。公司拥有以“ST&SAT”为核心品牌的多个女装皮鞋品牌，具有一定的品牌知名度和市场影响力，产品线较丰富，2016 年“ST&SAT”销售额达 6.66 亿元，位列全国市场同类产品前列。
- 公司具备一定的渠道优势。经过多年拓展，公司营销网络已基本覆盖了中国大陆各省、自治区和直辖市，其中自营店中店的销售网络覆盖全国 24 个省（直辖市），截至 2017 年 3 月末公司拥有品牌门店 1,768 家；同时，近年公司大力拓展网络销

售业务，2016 年实现网络销售金额 24,525.86 万元，占主营业务收入的比重为 16.53%，已成为公司销售渠道的重要组成部分。

- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**深圳高新投实力雄厚，业务发展情况良好，经鹏元综合评定其主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司收入持续下滑，盈利能力下降明显。**受终端需求低迷及百货公司关店结业导致公司品牌门店数量下降等因素综合影响，近年公司营业收入持续下降，且降幅呈扩大趋势，2014-2016 年同比分别下降 4.68%、6.60%和 9.61%；且公司期间费用率较高，2016 年达 46.13%；营业利润逐年下降，2016 年实现营业利润 2,669.92 万元，较 2014 年下降 44.42%；实现净利润 2,105.32 万元，较 2014 年下降 45.50%。
- **公司战略布局尚处于尝试阶段，发展前景存在不确定性。**2016 年公司提出了“打造时尚 IP 生态圈”的新战略发展目标，但是目前该战略布局尚处于尝试阶段，且公司合伙企业于 2017 年 2 月以共计不超过 39,344.00 万元收购北京时尚锋迅信息技术有限公司（以下简称“时尚锋迅”）83%股权和北京时欣信息技术有限公司（以下简称“北京时欣”）80%股权，未来发展前景存在不确定性，面临一定的投资风险。
- **公司存货规模持续增长，存在积压减值风险。**近年随着铺货的增加及销售未达预期，公司存货规模持续上升，2017 年 3 月末达 15.01 亿元，占总资产的比重为 42.68%，沉淀了较多资金，考虑到季节性和潮流变化等因素，公司存货面临积压和减值风险，2016 年公司对存货计提资产减值损失 6,282.61 万元，对公司利润侵蚀较多。
- **公司应收账款规模大，存在一定的坏账风险。**公司销售中通过百货商场店中店销售占比超过 70%，部分百货商场现金流紧张，以各种理由拖延付款，使得公司应收账款规模持续维持在较高水平，截至 2017 年 3 月末达 7.96 亿元，占总资产的比重为 22.62%，对公司营运资金占用较多，且存在一定的坏账风险。
- **公司债务结构有待改善，面临较大的短期刚性债务压力。**截至 2017 年 3 月末，公司刚性债务达 14.02 亿元，且主要为流动负债，债务结构有待改善；2017 年 3 月末公司流动比率及速动比率分别为 1.87 和 0.81，持续下滑且表现较弱，2014-2016 年公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数亦呈现逐年下降趋势；公司面临较大的

短期刚性债务压力。

主要财务指标：

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	351,755.96	298,683.05	302,758.47	282,347.13
归属于母公司所有者权益合计（万元）	184,879.54	183,724.96	181,399.78	165,452.53
资产负债率	46.91%	38.19%	39.80%	40.51%
刚性债务（万元）	140,208.97	94,255.83	102,228.64	95,491.98
流动比率	1.87	2.19	2.21	2.28
速动比率	0.81	0.87	0.94	0.99
营业收入（万元）	39,576.57	148,426.53	164,212.51	175,815.05
营业利润（万元）	1,521.15	2,669.92	2,731.28	4,803.46
营业外收入（万元）	123.83	276.21	626.64	569.53
利润总额（万元）	1,643.41	2,928.14	3,322.08	5,330.93
综合毛利率	55.58%	54.89%	53.40%	51.44%
期间费用率	45.71%	46.13%	46.57%	44.70%
总资产回报率	-	2.40%	3.02%	3.69%
EBITDA（万元）	-	12,015.99	14,455.26	17,704.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.79	2.63	3.43
经营活动产生的现金流净额（万元）	2,165.35	11,020.75	3,379.83	5,385.96

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

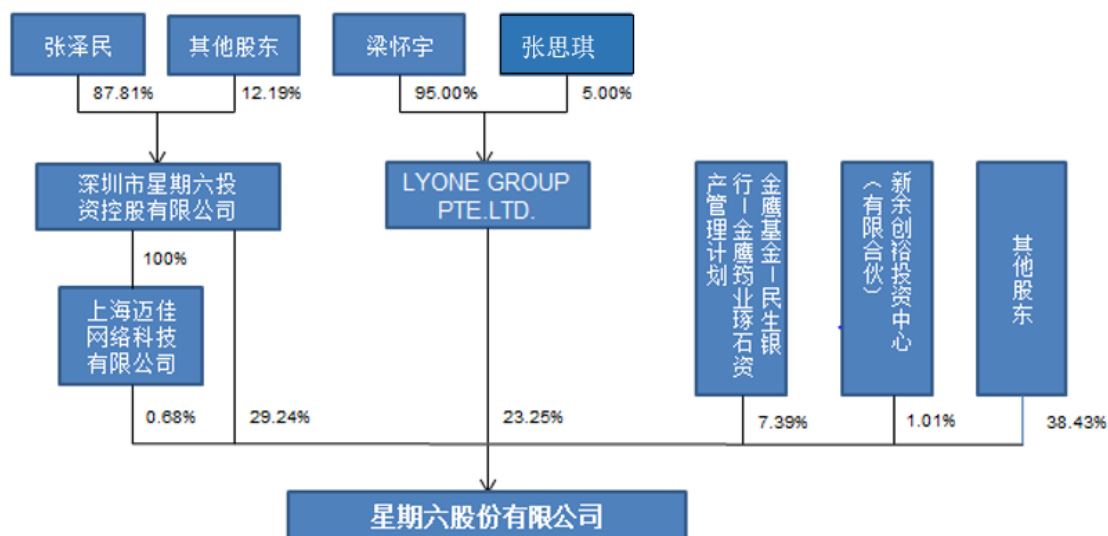
一、发行主体概况

公司原名为南海市星期六鞋业有限公司，于2002年7月由张泽民和梁先瑛共同出资设立，初始注册资本为50万元，其中张泽民占股60%，梁先瑛占股40%。2003年4月，公司注册资本增至500万元，其中张泽民占股90%，梁先瑛占股10%。2004年3月，公司更名为佛山星期六鞋业有限公司。2006年4月，张泽民和梁先瑛分别将各自所有公司股份全部转入深圳市星期六投资控股有限公司（以下简称“星期六控股”）。后经多次增资扩股，截至2007年3月末，公司注册资本增至5,977.66万元，其中星期六控股出资3,240.22万元，LYONE GROUP PTE. LTD出资2,050.00万元，英属维尔京群岛Sure Joyce Limited出资418.44万元，深圳市海恒投资有限公司出资112.08万元，英属维尔京群岛Avex Rich Development Ltd.出资97.14万元，上海迈佳网络科技有限公司出资59.78万元。

2007年7月31日，公司整体变更为股份有限公司，并更名为佛山星期六鞋业股份有限公司。2009年8月，公司在深圳证券交易所公开发行股票5,500万股，股票代码为002291.SZ。新股发行后，公司注册资本为21,500万元。后经过送股、利润转增和公积金转增、增发新股，截至2015年末，公司注册资本和实收资本均为39,892.19万元。公司第三届董事会第十七次会议和2016年第一次临时股东大会审议通过了关于公司名称变更的议案，公司名称由佛山星期六鞋业股份有限公司变更为现用名，英文名称由FOSHAN SATURDAY SHOES CO.,LTD相应变更为SATURDAY CO.,LTD，并于2016年3月完成了工商变更登记手续。

截至2017年3月31日，公司注册资本和实收资本均为39,892.19万元，星期六控股直接持有公司29.24%股份，通过上海迈佳网络科技有限公司间接持有公司0.68%的股份，第二大股东LYONE GROUP PTE.,LTD持有公司23.25%的股份。而自然人张泽民先生持有星期六控股87.81%股份，自然人梁怀宇女士持有LYONE GROUP PTE.,LTD的95.00%股份，张泽民先生和梁怀宇女士为夫妻关系，二者为公司的实际控制人。截至2017年3月31日，公司股权结构如下图1所示：

图1 截至2017年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事皮鞋设计、生产及零售业务，是我国有一定知名度的女鞋制造及零售商，拥有“ST&SAT”、“D:FUSE”、“SAFIYA”、“FONDBERYL”等多个自有品牌和“STONEFLY”代理品牌。截至2017年3月31日，公司纳入合并范围子公司共11家，具体如表1所示。

表1 截至2017年3月31日公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
上海淘趣电子商务有限公司	100	90%	计算机专业领域内的技术开发、技术服务、技术转让，百货、礼品、服装服饰、化妆品、电子产品的销售
佛山星期六鞋业有限公司	1,000	100%	鞋类、皮革制品、服装批发
东莞雅星鞋业有限公司	1,750	60%	产销：鞋类、鞋材、箱包制品；货物进出口
海普（天津）制鞋有限公司	12,072.67	100%	设计、生产、加工、销售鞋并提供相关售后服务
佛山星期六科技研发有限公司	500	100%	生产、销售、设计、研究、开发：皮鞋、皮革制品；制鞋技术的开发、咨询、技术转让及技术服务。
佛山星期六电子商务有限公司	1,000	100%	鞋类、皮革制品、箱包、皮鞋护理用品、皮革材料、服装、服饰、针纺织品、帽、眼镜、工艺美术品（除金、银制品）等网络销售、批发、零售等
天津星期六鞋业股份有限公司	1,000	100%	皮鞋、皮革制品制造、销售，货物进出口中
广东兆博时尚数据有限公司	2,000	100%	软件和信息技术服务业
深圳市佳斯凡星时尚科技有限公司	1,000	80%	计算机软硬件、网络技术、信息技术领域内的技术开发；经营进出口业务等
佛山丽菲鞋业有限公司	500	100%	皮鞋制造；皮革服装制造；皮箱、包（袋）制造；鞋帽批发；服装批发等
佛山丽琦鞋业有限公司	500	100%	皮鞋制造；皮革服装制造；皮箱、包（袋）制造；其他电子产品零售；服装批发等

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产为 298,683.05 万元，归属于母公司所有者权益合计 183,724.96 万元，资产负债率为 38.19%。2016 年度，公司实现营业收入 148,426.53 万元，利润总额 2,928.14 万元，经营活动产生的现金净流入 11,020.75 万元。

截至 2017 年 3 月 31 日，公司总资产为 351,755.96 万元，归属于母公司所有者权益合计 184,879.54 万元，资产负债率为 46.91%；2017 年 1-3 月，公司实现营业收入 39,576.57 万元，利润总额 1,643.41 万元，经营活动产生的现金净流入 2,165.35 万元。

二、本期债券概况

债券名称：星期六股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券；

发行总额：不超过4亿元（含）；

债券期限：不超过3年（含）；

债券利率：本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商确定；

还本付息方式：采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：本期债券由深圳高新投提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过 4 亿元（含），计划用于偿还银行贷款、补充公司流动资金。

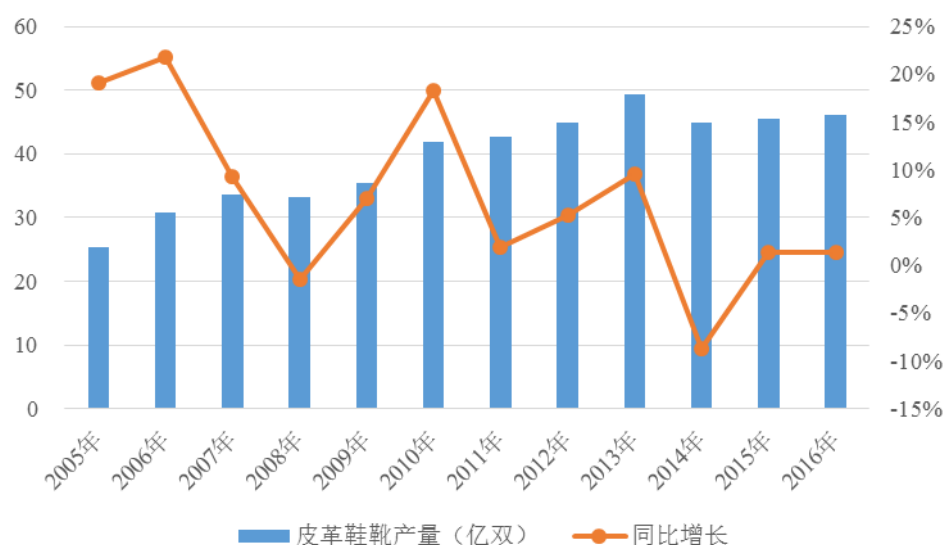
四、运营环境

中国是世界最大的鞋业生产国和出口国，随着人口红利的逐渐消失，制鞋业出口竞争力不断被削弱

制鞋业是中国轻工业中最重要的传统产业之一。目前中国是全球最大的鞋业生产国和出口国，更是全球最大的鞋业消费国。经过多年的发展，中国鞋业形成了四大区域产业集群：（1）以广州、东莞等地为代表的广东鞋业基地，主要生产中高档鞋；（2）以温州、台州等地为代表的浙江鞋业基地，主要生产中低档鞋；（3）以泉州、晋江等地为代表的福建鞋业基地，主要生产运动鞋；（4）以成都、重庆为代表的西部鞋业基地，主要生产女鞋。其中，广东、浙江和福建等三大鞋业基地产量约占全国的 90%。产业集群式的发展在一定程度上降低了生产成本，有利于发挥范围经济效应，为建立差异化竞争优势奠定了低成本的基础。

近年来中国鞋业行业发展较快,每年生产各种鞋超过 100 亿双,占全球制鞋总产量的 65% 左右。尤其是 2009 年以来,我国制鞋业产量增长较快,鞋类产量从 2009 年的 113 亿双增至 2014 年的 155 亿双,年均复合增长率为 5.41%。而进入 2015 年以来,受需求低迷影响,全年鞋类产量下降至 140 亿双,同时出口量为 97.39 亿双,同比下降 4.06%。以皮鞋为例,金融危机以来我国皮鞋产量重新步入高速增长期,国家统计局数据显示皮革鞋靴年产量从 2009 年的 35.46 亿双增长至 2013 年的 49.25 亿双,年均复合增长率达 8.56%,增速明显高于全行业增速。但受制于终端需求乏力以及国内原料成本、劳动力价格的持续上升,2014 年以来增长明显放缓,且 2014 年当年出现了负增长。2014-2016 年我国皮革鞋靴产量分别为 44.99 亿双、45.58 亿双和 46.18 亿双,同比增速分别为-8.66%、1.32%和 1.32%。

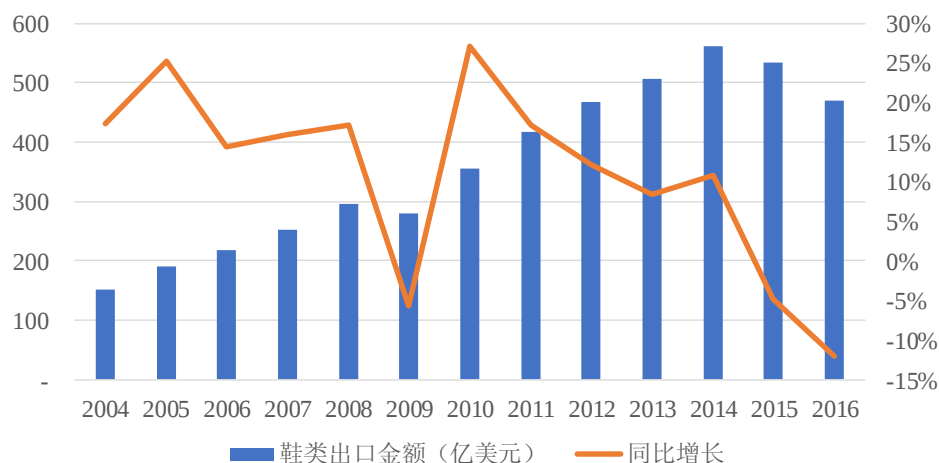
图 2 近年中国皮革鞋靴产量及同比增长情况



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

长期以来,我国以极为丰富和低廉的劳动力、相关的优惠政策、丰富的原材料资源和强劲的经济发展趋势,抓住了制鞋业发展的机遇,从而使我国成为世界上最大的制鞋基地。但是自 2010 年以来,我国有 30 余个省份相继上调了最低工资标准,人口红利逐渐消失,而东南亚其他国家更为优惠的吸引外资政策和更为廉价的劳动力,使我国鞋出口价格优势逐渐丧失。中国海关总署数据显示,2015-2016 年我国鞋类出口额分别为 535.27 亿美元和 470.46 亿美元,同比分别下降 4.80%和 12.10%,降幅呈扩大趋势。

图3 近年我国鞋类出口额及增速情况

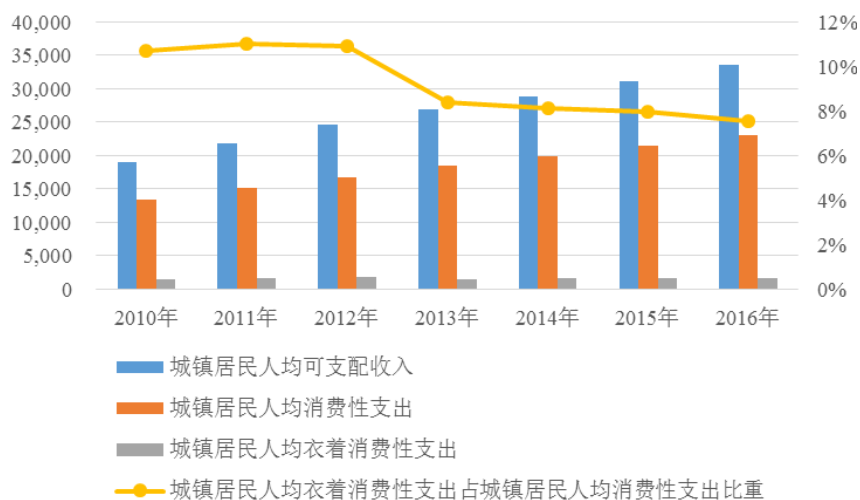


资料来源：中国海关总署、Wind 资讯

受居民消费结构调整影响，我国服装消费占居民消费支出比重有所下滑

近年来我国不断推进城镇化进程，截至 2016 年末，中国城镇常住人口已达 7.93 亿人，城镇化率达到 57.35%；城镇居民人均可支配收入与人均消费性支出稳步增长，2016 年我国城镇居民人均可支配收入和人均消费性支出分别为 33,616 元和 23,079 元，较上年同期分别增加 7.76%和 7.88%。居民收入水平的提高为增加鞋类消费需求创造了一定良好条件，但受居民消费结构中居住、医疗等支出占比逐年增大影响，2012 年以来我国城镇居民人均衣着消费性支出占城镇居民人均消费性支出比重持续下滑，2016 年降低至 7.53%。

图4 我国城镇居民家庭人均可支配收入、消费性支出与服装消费占比情况（单位：元）

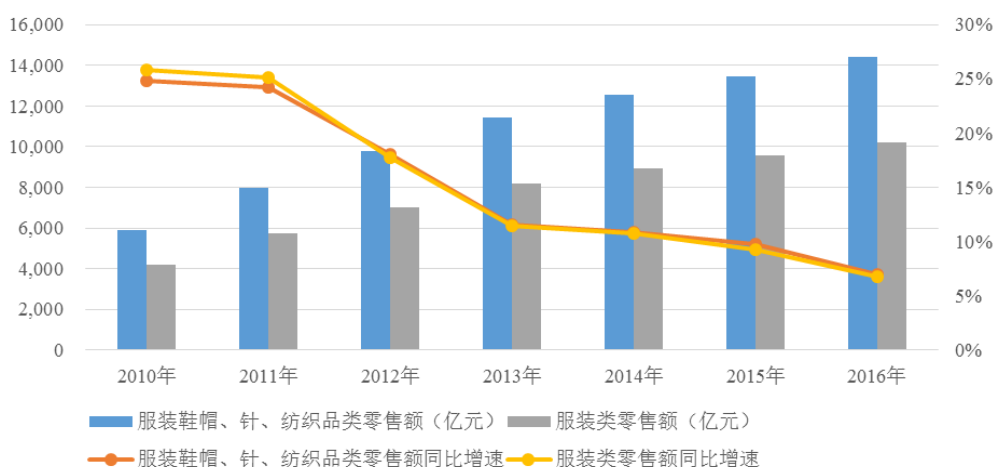


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

随着城市化的发展和人均可支配收入的提高，我国服装行业销售额绝对值相应不断增长。

但增速方面，受宏观经济下行、消费结构调整、内需增速趋缓等因素影响，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。

图5 2010-2016年国内纺织服装零售情况



资料来源：国家统计局官网、鹏元整理

国内女皮鞋行业市场竞争激烈，品牌竞争和市场细分趋势明显，设计和品牌运营能力突出的企业具有较强的竞争优势

女鞋是鞋业重要的组成部分，根据中国皮革协会的估计，国内市场每销售 10 双鞋即有 6 双是女鞋。女鞋行业是一个相对成熟的行业，行业准入门槛低，中小企业分散，市场整体呈现多层次竞争格局。根据中国行业企业信息中心（CIIC）统计，2012-2014 年女皮鞋市场前十大品牌销售额的市场份额分别为 41.22%、48.52%和 49.60%；按销售量的市场份额分别为 40.76%、44.14%和 47.16%。目前，女鞋市场十大销量领先品牌主要包括百丽、天美意、他她、星期六、接吻猫、千百度、哈森、百思图、森达、康莉。随着品牌忠诚度的逐渐形成，女皮鞋市场已出现品牌集中趋势。

随着有效消费需求的释放和消费升级，国内女皮鞋行业品牌竞争和市场细分趋势明显。品牌和市场细分不仅包括品种、档次、区域的进一步细分，更表现在以产品风格和消费群细分为特点的深度细分。其中奢侈品市场容量小，主要被国际品牌占领，毛利率高，品牌、款式、舒适度是致胜关键；中高端市场容量大，竞争集中在港台企业和国内知名鞋企，毛利率较高，主要依靠综合能力（产品、营销、网络、品牌等）取胜；低端市场容量大，但竞争激烈，大量作坊式小厂参与竞争，毛利率低，靠规模出效益。

表 2 女皮鞋细分市场比较

市场细分	特征	主要品牌
奢侈品市场	市场容量小，毛利率高，品牌、款式、舒适度是致胜关键	除了 LV、Dunhill、Gucci 等奢侈品品牌外，还有 Clarks、ECCO、GEOXP 等
中高端市场	市场容量大，毛利率较高，主要依靠综合能力（产品、营销、网络、品牌等）取胜	百丽、天美意、他她、星期六、千百度、接吻猫、达芙妮等
低端市场	市场容量大，但竞争激烈，毛利率低	大量作坊式小厂参与竞争

资料来源：鹏元根据公开信息整理

品牌女皮鞋运营主要包括研发设计、加工生产以及品牌渠道运营等环节。目前皮鞋加工环节通常只能获得产业链 10-20% 的商业价值，单纯的商业渠道运营能够获得产业链 30-40% 的商业价值，而设计和品牌运营则可拥有产业链 40-50% 的商业价值。目前大量知名品牌皮鞋企业采取产品由其他企业代为加工的策略，将自身精力集中于研发设计以及品牌渠道运营，以提高自身的竞争优势。

目前国内知名女皮鞋品牌商几乎全部采取多品牌经营战略，主要采取主打品牌系列化、自创多品牌、收购或代理其他品牌等策略。如行业龙头百丽国际控股有限公司（以下简称“百丽国际”），旗下拥有“BELLE”、“Teenmix”、“TATA”、“Staccato”、“Senda”、“Basto” 等品牌。多品牌经营可以给消费者更多的展示接触机会，使企业产品渗透到不同的市场部分，占领更大的市场；同时多品牌还可以采取共进退的策略，增加了与强势商场、百货终端谈判的砝码。

表 3 主要上市鞋企的品牌情况

上市公司	自有品牌	代理品牌
百丽国际	Belle、Teenmix、Tata、Staccato、Senda、Basto、JipiJapa Millie's、Joy&Peace、Mirabell、:15MINS	Bata、Clarks、Hush Puppies、Mephisto、BCBG、Elle、Merrell、Caterpillar
达芙妮	Daphne、Shoebox、Full Pearl、AEE、Ameda	AEROSOLE、ALDO
星期六股份	ST&SAT、SAFIYA、FONDBERYL、D:FUSE、IIXVIIIX、GAVAKLAS	STONEFLY

资料来源：鹏元根据公开信息整理

受终端需求疲软影响，近年鞋企存货水平上升，传统线下渠道拓展减速；电子商务的快速发展对线下销售渠道造成一定冲击，同时也为鞋企创造了新的契机

受终端需求疲软影响，近年制鞋业的高库存问题逐步显现，存货压力向上游传导，全国皮革鞋靴产量增速由 2010 年的 18.24% 下降至 2016 年的 1.32%，且 2014 年出现了负增长。而与此同时，鞋企整体存货规模呈上升趋势，2012-2014 年末，制鞋业存货规模分别为 1,597.16 亿元、1,670.28 亿元和 1,773.30 亿元。较高的存货水平加大了鞋企资金占用和运营压力，行业内开始转变发展方式，放缓渠道拓展速度，并加大当前自有渠道资源的整合。此外，近年电商发展较快，对传统的百货渠道造成一定冲击，部分百货商场关店结业，使得鞋企部分门店被动关闭。从主要上市鞋企的数据来看，近年星期六股份、百丽国际、达芙妮门店数量持

续下降，其中 2016 年末分别为 1,811 家、13,062 家和 4,598 家，较 2014 年末分别减少了 516 家、1,066 家和 1,804 家。

表 4 主要上市鞋企门店数量及存货情况（单位：家、亿元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	门店	存货	门店	存货	门店	存货
星期六股份	1,811	15.12	2,044	14.75	2,327	13.51
百丽国际	13,062	-	13,762	68.77	14,128	63.49
达芙妮	4,598	12.65	5,597	17.52	6,402	17.93
天创时尚	1,959	3.99	2,175	4.83	2,113	4.89
奥康国际	3,148	10.37	2,912	9.19	2,895	8.77

注：百丽国际存货为全部存货，品牌门店数量为鞋类门店数量。

资料来源：鹏元根据公开资料整理，部分数据未取得。

近年来，我国电子商务快速发展，2015 年全国电子商务交易额达到 20.8 万亿元，同比增长约 27%。2016 年 1-9 月，全国电子商务交易额达 20.2 万亿元，同比增长 22.3%，高于同期社会消费品零售总额增速 11.9 个百分点。其中，全国网上零售交易额为 3.47 万亿元，同比增长 26.1%，依然保持高速发展，B2C 交易额占比 53.8%。另外，随着全国性物流系统建设和城乡宽带网络升级，智能手机和便携式平板电脑的使用日益普遍，各类网上购物的 APP 应用也日益完善，在此背景下，国内消费者的消费习惯正逐步改变，通过上网购买商品的意愿将进一步增强。而在鞋行业高库存背景下，为了尽快清理库存、回流资金，传统鞋企开始瞄准快速发展的电子商务市场，以实现“去库存化”。目前，市场上大部分鞋企均已经涉足电子商务，且网络销售占比提升较快。但是目前部分企业仅将互联网作为新增的渠道销售，未能实现与实体零售店的结合。自身线下渠道资源的整合、线上渠道的拓展与创新成为品牌鞋企渠道建设的重点。

五、公司治理与管理

公司作为深圳证券交易所中小板上市公司，根据《公司法》、《证券法》以及中国证监会、深圳证券交易所有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。

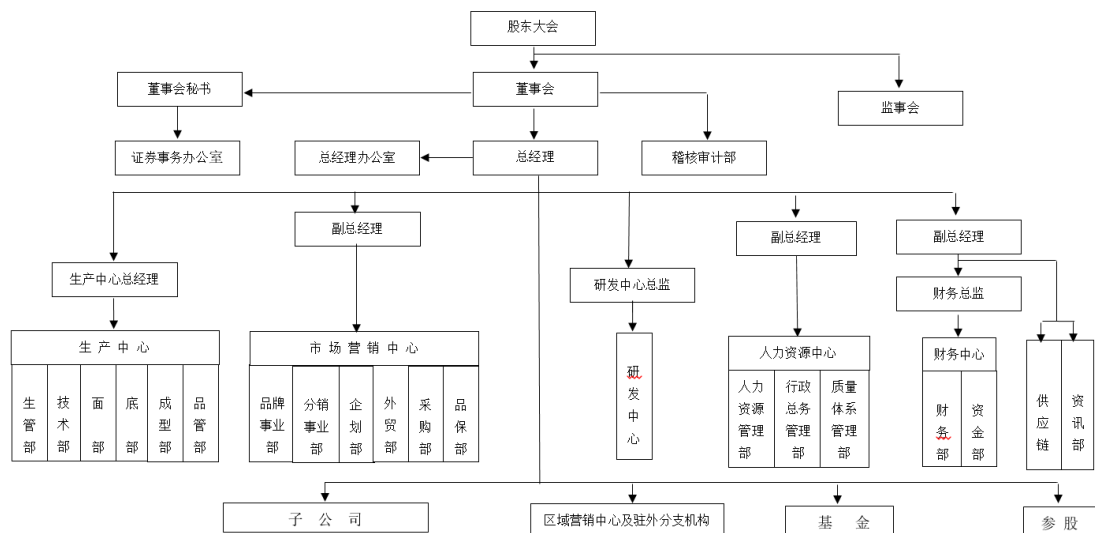
公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 6 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 1 名，独立董事不少于董事会人数三分之一。同时设立了战略委员会、提名委员会、审计委员会和薪酬与考核委员会四个专业委员会，可为董事会的决策提供了专业的意见和参考。公司股东大会均由董事会召集召开，全体股东特别是中小股东享有平等地位，充分行使自己的权力，并聘请律师进行现场鉴证。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，

职工代表监事 1 名，对公司重大事项、财务状况、董事和经理的履职情况等进行有效监督并发表意见。

公司设立了内部审计机构稽核审计部，制定了《内部审计制度》、《内部审计管理手册》，定期向董事会审计委员会报告工作，在董事会的领导下负责审核公司的经营、财务状况及对外披露的财务信息、审查内部控制的执行情况和外部审计的沟通、监督和核查工作，对公司日常经营管理、内控制度和公司关联交易及对外担保进行有效控制。

公司拥有完整的生产、供应、销售、技术、管理系统，主要分为生产中心、市场营销中心、研发中心、人力资源中心和财务中心等，并根据需要设置下一级机构。同时，公司制定了与生产经营相匹配的各项制度。

图 6 截至 2017 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

投资决策方面，公司股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内对公司的对外投资做出决策。公司设立投资决策委员会对投资进行管理，明确了投资决策的授权范围、权限、程序和责任等相关内容。控股子公司均不得自行对其对外投资作出决定。公司整体的投资审批程序及投资授权规定比较健全。

财务管理方面，公司制定了较为完善的财务管理制度，明确规定公司会计核算、资产核算、负债及所有者权益核算、成本、费用与利润核算，财务报告及财务分析等内容，并对财务管理内控制度进行了明确规定。

原材料采购方面，公司建立了供应商评鉴资料，制定了询价、议价制度，由采购部根据制造中心发出的采购请求统一进行采购。采购进来的所有原材料，由品管部根据订单要求，从品种、规格、数量、颜色、质量等各个方面验收，并出具验收单。

产品销售方面，公司设立营销中心和财务中心，分别负责产品销售和货款回收业务，实行岗位分离、相互监督的管理模式。新分销商通常需要预付 30% 的货款作为订金，公司才安排生产，而每次发货前必须预付全部货款，而长期合作的分销商则通过诚信记录，确定允许赊销的金额。

对外担保方面，公司遵循安全、平等、自愿、公平、诚信、互利的原则，严格控制担保风险。公司对外担保必须经董事会或股东会审议。对外担保由公司财务部根据公司董事会或股东会决议，在法律顾问的协助下办理。公司财务部负责对被担保单位进行资信审查、跟踪、检查和监督。

截至 2017 年 3 月末，公司共有员工 6,352 人，主要以销售人员为主，占比达到 69.80%，与公司以销售为主的性质相符，人员岗位结构基本合理。从公司员工的学历构成来看，大专以下的占比超过 80%，整体受教育程度较低。而近年公司管理层较稳定，且具有丰富的从业经验，董事长张泽民先生及其他高级管理人员从事女鞋行业经营达十年以上，研发中心总监林建江从业达 35 年。

表 5 截至 2017 年 3 月末公司人员构成情况

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	644	10.14%
销售人员	4,434	69.80%
技术人员	144	2.27%
财务人员	74	1.16%
管理人员	551	8.67%
其他人员	505	7.95%
合计	6,352	100.00%
学历	人数	占员工总数的比例
大学本科及以上	288	4.53%
大专	807	12.71%
高中、中专及以下	5,257	82.76%
合计	6,352	100.00%

资料来源：公司提供

表 6 截至 2016 年末公司主要高管人员情况

姓名	年龄	现任职务	入职时间	从事女鞋行业时间
张泽民	54	董事长/总经理	1993 年 08 月	23 年
于洪涛	50	副董事长/副总经理	1994 年 04 月	17 年
李刚	52	副总经理	1996 年 11 月	20 年
李礼	46	副总经理	2004 年 10 月	12 年
何建锋	35	副总经理、董秘	2012 年 11 月	4 年

李景相	50	财务总监	2005 年 6 月	11 年
赵洪武	47	生产中心总经理	2005 年 8 月	20 年
林建江	54	研发中心总监	1997 年	35 年

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司的主营业务为皮鞋的设计、生产与销售。经过多年发展，公司已成为女皮鞋行业中定位于中高端市场的多品牌运营商。2014-2016 年及 2017 年 1-3 月，公司分别实现主营业务收入 175,387.11 万元、161,791.28 万元、148,378.40 万元和 39,576.57 万元，其中“ST&SAT”品牌销售收入占主营业务收入的比重分别为 50.35%、47.53%、44.86%和 43.72%，是公司的主打品牌。受终端需求低迷、女鞋市场竞争激烈，以及公司对渠道结构进行优化调整使品牌店数量有所下降等因素综合影响，近年公司主营业务收入持续下降，且降幅呈扩大趋势，其中 2014-2016 年同比分别下降 4.90%、7.75%和 8.29%。毛利率方面，2014-2016 年公司主营业务毛利率较高，主要系“ST&SAT”品牌和“D:FUSE”（迪芙斯）品牌毛利率较高所致。近年公司调整品牌结构，受益于毛利率较高的“D:FUSE”品牌收入增长影响，公司整体主营业务毛利率有所提高。近三年又一期，公司主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

表7 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
星期六	17,302.88	60.09%	66,559.99	59.39%	76,899.38	56.32%	88,300.27	54.85%
索菲娅	5,604.04	50.09%	20,845.22	49.33%	25,138.64	49.72%	28,989.44	48.40%
菲伯丽尔	3,490.65	49.99%	13,397.53	48.48%	18,897.60	45.60%	21,480.91	44.42%
迪芙斯	9,106.57	61.37%	33,318.15	61.54%	28,228.19	61.27%	21,820.22	60.68%
其他	4,072.43	35.81%	14,257.51	32.39%	12,627.47	44.38%	14,796.28	34.84%
合计	39,576.57	55.58%	148,378.40	54.89%	161,791.28	53.97%	175,387.11	51.55%

资料来源：公司提供

公司拥有以“ST&SAT”为核心品牌的多个女鞋品牌，具有一定的品牌知名度，产品线较为丰富；同时，公司具备一定的设计、研发能力，能快速响应市场需求

公司实施多品牌策略，以时尚为基调，按照年龄、职业、收入水平等进行细分，以满足不同消费群体对女装皮鞋的需求。目前，公司拥有“ST&SAT”（星期六）、“SAFIYA”（索菲娅）、“FONDBERYL”（菲伯丽尔）、“IIXVIIIX”、“GAVAKLAS”和“D:FUSE”（迪芙斯）等六个自有品牌，并代理“STONEFLY”一个意大利品牌，产品线较为丰富，其中“ST&SAT”、“SAFIYA”、“FONDBERYL”和“D:FUSE”是公司重点发展的四个自有品牌，2016 年及 2017 年 1-3 月，上述四个品牌合计实现销售收入 134,120.89 万元和 35,504.14 万元，占主营业务收

入的比重分别达 90.39%和 89.71%。

从品牌定位来看,“ST&SAT”是公司将大众对于时尚的追求实现产业化的典型,作为流行时尚中高档女鞋的代表,该品牌目标客户群体广泛,价格适中。“ST&SAT”也是公司营销最为成功的品牌,近年销售额位列全国市场同类产品前列。“SAFIYA”定位更为年轻,以穿着休闲舒适为设计理念,主打青春、潮流、时尚的风格,符合年轻女性活泼动感的性格特征,定价略低于“ST&SAT”。“FONDBERYL”目标客户是职场女性,重点突出职场女性成熟、魅力、时尚的独有风格。“IIXVIIIX”是公司针对中低端市场培育的品牌,目标客户是女性学生及刚步入职场的年轻女性。

表8 公司各品牌定位情况

主要产品	品牌定位	目标客户	价格区间(元)
ST&SAT	大众、时尚流行	20-35 岁女性	400-1,800
SAFIYA	休闲、青春时尚	18-35 岁女性、追求休闲舒适	350-1,200
FONDBERYL	舒适、优雅时尚	25-35 岁女性、追求优雅端庄	350-1,500
D:FUSE	自由街头时尚、斯堪的纳维亚北欧风	20-35 岁女性、消费能力较强、追求时尚	500-2,500
IIXVIIIX	时尚潮流	18-35 追求快速时尚女性	100-600
GAVAKLAS	自由时尚、潮流型格	向往自由时尚、潮流型格,感受品位生活的睿智男士	800-3,000
STONEFLY	时尚休闲	25-40 岁成功男士	500-1,500

资料来源:公司提供

近年来,公司在高端女鞋领域发展相对缓慢,缺乏高端品牌。为丰富产品品牌层次,弥补高端品牌的空缺,2012 年 7 月公司收购了海普(天津)制鞋有限公司(以下简称“海普公司”)80%的股权,获得了其女鞋品牌“D:FUSE”的使用权。“D:FUSE”品牌起源于丹麦,2006 年进入中国市场,在高端消费者和北方市场具有一定的品牌知名度和美誉度。“D:FUSE”的优势在于其较强的产品设计开发能力、较为丰富的品牌塑造和市场推广经验,有助于公司自身的资金、渠道资源优势与海普公司的研发、市场推广优势相结合,进一步扩大“D:FUSE”的品牌影响力,从而提升整体产品形象。

代理品牌“STONEFLY”为意大利 STONEFLY SPA 公司所有。2010 年 6 月,公司全资子公司佛山隆星鞋业有限公司(以下简称“佛山隆星”,佛山隆星名称已于 2016 年 5 月变更为佛山星期六鞋业有限公司)与意大利 STONEFLY SPA 公司签订《许可协议》,协议有效期自 2010 年 7 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日。STONEFLY SPA 授权佛山隆星在中国大陆地区生产、销售、推广 STONEFLY 品牌鞋类及配饰产品,目前该品牌收入规模不大。

同时,公司重视产品研发,具备一定的设计、研发能力。公司拥有一个 170 人的设计、研发团队,每年完成几千款设计及成型,通过与意大利意德玛国际时尚设计有限公司合作,

完成各品牌主题产品的设计。为保证产品能够紧贴时尚，由设计师、市场人员和营销人员组成“三位一体”团队，利用直接控制、管理终端销售网络，快速响应市场需求，滚动推出新款，平均每二周推出 10-15 款新品，保证连锁店产品的丰富度及新鲜度，以满足目标消费群的需求。但是我们关注到，随着终端需求的低迷，公司采取开源节流措施，2015 及 2016 年公司设计人员数量及研发投入均出现下滑。

表9 公司设计人员及经费情况

项目	2016 年	2015 年	2014 年
设计人员（人）	170	189	219
年度研发投入（万元）	1,611.50	1,646.70	2,322.72
研发投入在营业收入中的比重	1.09%	1.00%	1.32%

资料来源：公司提供

品牌推广方面，公司在国内主流时尚网络媒体及时尚平面媒体通过软文、图片等形式传播其品牌创导的生活理念和生活态度；利用品牌代言人新片上映，组织网络、院线、户外广告联动宣传并配合商场促销活动；在全国各大城市组织各品牌新品综合发布活动，通过一线商场组织动态、静态展示，在提高销售收入的同时也传播了公司品牌文化。2014 年以来，公司构建了新的“时尚+娱乐”的品牌推广方式，并于当年参股苏州工业园区亿动非凡网络科技有限公司（以下简称“非凡网络”），持股比例为 13.5%。2015 年非凡网络推出时尚游戏《乐舞》，把公司的品牌设计注入到社交游戏中，游戏上线以来反响良好，取得了较好的宣传推广效果。此外，公司还通过组织明星街拍、时尚沙龙、新品发布、网红购物直播等方式提升品牌吸引力，也均取得了良好的宣传推广效果。

整体看来，公司采取以“ST&SAT”为核心的多品牌经营战略，产品线较为丰富，并已具备一定的品牌知名度；收购“D:FUSE”后，弥补了公司高端品牌的空缺，也有利于提升“SAFIYA”等原有品牌的知名度。同时，公司也具备一定的设计、研发能力，能快速响应市场需求。

公司产品销售以自营店为主，已具备一定的渠道规模优势，但是公司渠道以传统渠道为主，受部分百货公司关店结业及公司店铺结构调整影响，公司自营店数量下降明显，同时受终端需求低迷影响，公司产品销售量出现持续下滑，存货规模持续增长，面临一定的跌价风险；近年公司大力拓展网络销售业务，网络销售已成为公司销售渠道的重要组成部分

公司产品销售以自营店为主，分销店为辅。公司店铺一般位于人流量大、地理位置优越、处于城市商业中心的百货商场或地段，选址时主要考虑地点，当地人口、经济发展水平及人均购买力、竞争对手情况等因素。公司优先在一二线城市的大型百货商场开设店铺，一般是同百货集团达成战略合作意向，比如百盛集团、百联集团、大商集团、天虹商场、茂业商场，

这些全国性或者地方性的百货集团开设的新的百货商场，公司会选择性进驻；或者公司通过市场调查，对于公司主要品牌面向的消费群体聚集的百货商场，公司也选择性进驻。目前，公司的营销网络已基本覆盖了中国大陆各省、自治区和直辖市。

公司自营店可分为百货商场店中店和自营独立店。其中，百货商场店中店是公司百货商场签订合同，由百货商场提供场地和收款服务，百货商场按零售额提取一定比例的费用，每月与公司结算一次，并将扣除应得部分后的销售款净额划给公司。以店中店的形式，公司店铺面积、位置、促销活动等可能受到百货商场的制约，具体合同条款取决于双方的议价能力。自营独立店是公司在百货商场以外的物业中开设的品牌专卖店铺，按照租赁协议支付租金，独立开展经营活动。尽管独立店的经营较为自由，但是集聚客流的难度较大。

分销店是公司分销商签订《分销许可协议》，允许分销商在指定城市使用公司品牌开设店铺。《分销许可协议》中对经营范围、商标使用、装修等均有严格要求，分销商按照公司制定的统一标准进行店铺管理和产品销售。分销商按分销价格购买公司品牌产品，属于买断性质，并在约定的分销地区中开设的分销店进行独立销售、独立核算，但是公司为了支持新发展客户，会给予新客户首批订单一定比例的退货率。公司允许分销的城市，一般是公司没有设立自营店，或公司认为采取独家分销对公司更为有利的地区。分销的方式有利于公司品牌在全国范围的推广，尤其是在西南、西北等地区，市场较为分散，公司借助分销商的力量快速抢占市场。

2015 年公司围绕“她时尚”的战略，尝试以品牌集合店“SATURDAY MODE”的形式进驻购物中心，凭借其时尚独特的店铺形象、全新的陈列组合、舒适的消费体验，取得了良好的销售成果。品牌集合店单店面积和销量一般为百货公司独立店的 3 到 5 倍。公司与购物中心结算以租金为主，不产生应收账款。同时，品牌集合店需要的人力相对较少，可以降低公司的销售成本和管理成本。目前品牌集合店围绕女性时尚进行布局，鞋类产品占比 90% 左右，未来会更多加入包、饰品等时尚产品。2016 年以来公司继续加大对品牌集合店“SATURDAY MODE”的开店投入，截至 2017 年 3 月末，公司已拥有品牌集合店 102 家，较 2015 年末增加了 77 家；其中自营店 56 家，分销店 46 家，较 2015 年末分别增加了 38 家和 39 家。品牌集合店的成功立足也为公司今后推进品类延伸、线上线下一体化运营奠定了良好的基础，同时新渠道的建设也有助于公司应对行业下滑带来的经营压力。

表10 公司品牌集合店情况（单位：家）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
自营店	56	53	18
分销店	46	43	7
合计	102	96	25

资料来源：公司提供

公司自上市以来，加快了渠道拓展的步伐。目前，公司自营店中店的销售网络覆盖全国 24 个省（直辖市），独立店位于上海、宁波、北京、广州、武汉、佛山和天津 7 个城市，公司渠道规模优势明显。新建渠道伴随着百货商场的渠道下沉更多分布于二、三线城市，渠道的快速扩张和下沉在贡献销售收入的同时也导致渠道质量出现了一定程度的下降，部分新开门店营运效率偏低，加速扩张导致期间费用的上升也影响了自身的盈利能力。2014 年公司采取谨慎开店及调整低效店铺的策略，并通过分销模式推进三、四线城市开拓。2015 年公司根据店铺经营业绩及品牌发展重点对现有品牌及店铺的结构和数量进行优化调整，同时传统百货行业低迷，部分百货公司结业造成公司被动关店。2016 年公司关闭一部分低效的百货商场门店，并将一部分低效店调整为新兴渠道的品牌集合店。截至 2017 年 3 月末，公司拥有品牌门店 1,768 家，较 2014 年末减少 559 家。其中，自营店 1,283 家，分销店 485 家，同比较 2014 年末分别减少 447 家和 112 家。店铺的结构调整在短期内会对产品销售及人员安置支出等方面产生一定的负面影响，但是从长期来看，有利于提升公司整体渠道的质量。

表11 公司品牌门店情况（单位：家）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
新开门店	39	191	186	318
关闭门店	82	424	469	354
门店数量变化	-43	-233	-283	-36
门店	1,768	1,811	2,044	2,327
自营店数量	1,283	1,343	1,508	1,730
其中：店中店	1,265	1,325	1,503	1,722
独立店	18	18	5	8
分销店数量	485	468	536	597

资料来源：公司提供

为进一步扩大公司的销售渠道，公司积极拓展网络销售业务。网络销售模式包括公司在各电商平台如唯品会、京东、聚美、当当、百利买等的开展的以 B2B 为主的业务，以及通过子公司上海淘趣电子商务有限公司在天猫和京东商城等 B2C 电商平台进行自营销售。目前网络销售已逐渐成为公司销售渠道的重要组成部分，促进了网上销售与实体门店的联动，有利于公司扩大市场占有率、合理清理存货、改善库存结构，同时也为公司未来进一步发展线上业务、开展新业务模式奠定了基础。随着销售网络的不断完善，有利于巩固公司的渠道规模优势。公司经营模式将从以地域、渠道为重心向以顾客管理为重心转变，通过电商发展扩大客户群和会员的同时，也为公司在客户数据获取、实现精准营销方面提供了广阔的空间。基于此，公司 2015 年投资成立了大数据子公司广东兆博时尚数据科技有限公司（以下简称“广

东兆博”)与 IBM 公司进行合作建立大数据分析平台,从产品设计、门店设置和定价等方面为公司提供科学决策,也为公司进一步向 O2O 模式发展奠定了良好的基础。

与此同时,公司加紧规划建立区域物流配送中心以配合网销等业务的拓展,取消了中小城市仓库,仓库集中度越来越高,总部的供应链部门管理更方便。目前公司共有 5 个物流配送中心,形成总计约 200 万双的储存能力。物流中心正在搭载软件配置,以实现运输联网统一管理。

受品牌店数量下降明显及终端需求低迷影响,从 2014 年开始公司产品销售量总体大幅下降,存货规模持续上升。2014-2016 年公司产品销售量分别为 712.68 万双、558.75 万双和 558.80 万双,2015 年较 2014 年下降 21.60%,2016 年与 2015 年基本持平;2014-2016 年末公司整鞋库存量分别为 1,040.00 万双、1,213.85 万双和 1,267.92 万双,呈现持续增长趋势,其中 2015 年和 2016 年同比分别增长 16.72%和 4.45%。截至 2016 年末公司存货达 151,177.06 万元,占总资产的比重为 50.61%,主要为库存商品,其中库存整鞋占存货的比重达 97.58%。鉴于公司目前库存商品规模大,且中高端女鞋具有较强的时尚流行潮流,公司存在一定的存货跌价风险。

表 12 公司产品销售量和库存量 (单位: 万双)

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	数量	同比变化	数量	同比变化	数量	同比变化
销售量	558.80	0.01%	558.75	-21.60%	712.68	-12.95%
库存量	1,267.92	4.45%	1,213.85	16.72%	1,040.00	12.34%

资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 鹏元整理

从自营及分销模式发展情况来看,近年自营模式收入占比有所下降,但是仍维持在 70% 以上,其中 2016 年自营模式收入占比为 71.61%。经销模式收入占比不高且呈下降趋势,其中 2016 年占比为 4.72%,较 2014 年下降了 2.81 个百分点。随着集合店模式的推行以及公司加强存货的切货销售,2016 年以来批发销售收入大幅增长,2014-2016 年和 2017 年 1-3 月,公司批发模式收入分别为 441.74 万元、573.64 万元、5,940.36 万元和 1,590.98 万元,占主营业务收入的比重分别为 0.25%、0.35%、4.00%和 4.02%。近年公司积极拓展网络销售业务,网销金额整体有所增长,但受行业环境影响,2016 年网络销售业务较为乏力,实现网络销售金额 24,525.86 万元,较 2015 年减少 17.67%,但占主营业务收入的比重为 16.53%,已成为公司销售渠道的重要组成部分。

表13 按销售模式统计公司主营业务收入构成情况 (单位: 万元)

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自营店	29,306.45	74.05%	106,254.56	71.61%	116,192.09	71.82%	133,056.30	75.86%

其中：店中店	29,025.46	73.34%	105,452.85	71.07%	115,516.11	71.40%	131,969.05	75.24%
独立店	280.99	0.71%	801.71	0.54%	675.99	0.42%	1,087.24	0.62%
分销店	1,852.18	4.68%	7,006.44	4.72%	10,760.71	6.65%	13,207.06	7.53%
批发	1,590.98	4.02%	5,940.36	4.00%	573.64	0.35%	441.74	0.25%
出口	475.57	1.20%	3,880.63	2.62%	4,325.19	2.67%	4,133.62	2.36%
其他	110.81	0.28%	770.55	0.52%	151.11	0.09%	517.48	0.30%
网销	6,240.57	15.77%	24,525.86	16.53%	29,788.54	18.41%	24,030.90	13.70%
合计	39,576.57	100.00%	148,378.40	100.00%	161,791.28	100.00%	175,387.11	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从区域分布上看，公司市场以华东地区为主。2014-2016 年及 2017 年 1-3 月公司华东地区销售额分别为 66,098.99 万元、59,036.94 万元、55,386.31 万元和 14,766.02 万元，占当期主营业务收入比重分别为 37.69%、36.49%、37.33%和 37.31%，占比较稳定。另外，华北地区也是公司重要的销售区域，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月华北地区销售收入分别为 19,950.31 万元、17,025.87 万元、15,140.01 万元和 4,286.14 万元，占比均在 10%以上。值得注意的是，随着宏观经济不景气及中高端女鞋行业竞争加剧，除华南地区外，公司在其他区域的销售额均有不同程度的下滑，其中 2016 年公司西南地区、华中地区和华北地区的销售额同比分别下降 24.51%、14.21%和 11.08%。未来，随着我国经济进入新常态和国内中高端女鞋行业的竞争进一步加剧，公司销售仍将面临一定下行压力。

表14 按区域划分公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

区域	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	14,766.02	37.31%	55,386.31	37.33%	59,036.94	36.49%	66,098.99	37.69%
华北地区	4,286.14	10.83%	15,140.01	10.20%	17,025.87	10.52%	19,950.31	11.38%
华南地区	3,865.34	9.77%	12,304.82	8.29%	9,157.53	5.66%	13,039.57	7.43%
东北地区	2,805.98	7.09%	10,747.32	7.24%	11,825.04	7.31%	13,731.20	7.83%
华中地区	2,688.03	6.79%	8,720.88	5.88%	10,164.80	6.28%	11,632.45	6.63%
西北地区	2,414.17	6.10%	9,445.88	6.37%	9,570.21	5.92%	10,674.65	6.09%
西南地区	2,034.74	5.14%	8,226.69	5.54%	10,897.16	6.74%	12,095.36	6.90%
出口	475.57	1.20%	3,880.63	2.62%	4,325.19	2.67%	4,133.62	2.36%
网销	6,240.57	15.77%	24,525.86	16.53%	29,788.54	18.41%	24,030.90	13.70%
合计	39,576.57	100.00%	148,378.4	100.00%	161,791.28	100.00%	175,387.11	100.00%

资料来源：公司提供

从销售渠道来看，2014-2016 年公司通过唯品会的销售额均位居第一位，但是占比不高。前五大销售仍主要以传统的百货商场来实现，销售渠道对百货商场渠道过度依赖。近年电商发展较快，对传统的百货渠道造成一定冲击，部分百货商场人流下降明显，对公司产品的销售产生不利影响；且部分百货商场经营不善，现金流紧张，以各种理由拖延付款，公司应收

账款规模持续维持在较高水平，影响了公司的现金回流。

表15 公司产品前五大销售渠道（单位：万元）

年度	序号	前五大客户	销售收入	占收入比重	资金结算方式与账期
2017年 1-3月	1	银泰集团	1,032.27	2.61%	电汇/月结 60-90 天不等
	2	金鹰集团	1,000.89	2.53%	电汇/月结 60-90 天不等
	3	万达集团	934.48	2.36%	电汇/月结 60-90 天不等
	4	百盛集团	838.34	2.12%	电汇/月结 60-90 天不等
	5	唯品会	830.33	2.10%	电汇/月结 60-90 天不等
	合计		4,636.31	11.72%	-
2016年	1	唯品会	8,276.18	5.58%	电汇/月结 60-90 天不等
	2	金鹰国际	4,915.90	3.31%	电汇/月结 60-90 天不等
	3	万达集团	4,418.29	2.98%	电汇/月结 60-90 天不等
	4	银泰集团	4,100.03	2.76%	电汇/月结 60-90 天不等
	5	百盛集团	4,062.27	2.74%	电汇/月结 60-90 天不等
	合计		25,772.67	17.37%	-
2015年	1	唯品会	13,523.11	8.24%	电汇/月结 60-90 天不等
	2	万达集团	4,868.95	2.97%	电汇/月结 60-90 天不等
	3	新世界百货	4,801.11	2.92%	电汇/月结 60-90 天不等
	4	金鹰国际	4,557.33	2.78%	电汇/月结 60-90 天不等
	5	百盛集团	4,425.76	2.70%	电汇/月结 60-90 天不等
	合计		32,176.27	19.59%	-
2014年	1	唯品会	10,790.01	6.14%	电汇/月结 60-90 天不等
	2	新世界百货	6,730.81	3.83%	电汇/月结 60-90 天不等
	3	百盛集团	5,682.12	3.23%	电汇/月结 60-90 天不等
	4	万达集团	5,595.31	3.18%	电汇/月结 60-90 天不等
	5	天虹商场	5,149.37	2.93%	电汇/月结 60-90 天不等
	合计		33,947.61	19.31%	-

资料来源：公司提供

公司产品生产以 OEM 为主，保证了产品的及时足量供货，但公司产品质量的控制和管理面临较大挑战

公司成立之初不直接进行女鞋产品的生产，全部采取 OEM（定制生产）方式进行加工生产，在这种生产模式下，公司提供产品的设计方案，工厂负责原材料采购、组织生产，产品统一使用公司商标并由公司统一进行销售。2006 年 10 月，公司吸收合并力元鞋业（佛山）有限公司（以下简称“力元鞋业”），并在力元鞋业既有生产设备的基础上进行扩充，从而具备了一定的生产能力。同时公司货源的组织模式由纯粹的 OEM 模式转变为完全 OEM、完全自产、半自产（公司主要是把鞋面或者鞋底委托外单位加工，然后收回半产品鞋面或鞋底再

进行整鞋的加工)三种。其中,公司外购半成品包括鞋面、鞋底、鞋跟等,供应商与 OEM 加工厂基本一致。经过几年的发展,截至 2017 年 3 月末公司拥有自有生产线 4 条,年产能 300 万双,所有生产线均为完全自产及半自产共用。

2014-2016 年,完全 OEM 模式所采购的成品鞋分别为 614.69 万双、518.02 万双和 329.03 万双,占总产量的比重分别为 71.28%、70.71%和 56.68%,2016 年占比有所下降主要系公司加强了订货管理以及增加了自产规模所致。而 2014-2016 年,完全自产和半自产产量合计分别为 247.70 万双、214.59 万双和 251.50 万双,占总产量的比重分别为 28.72%、29.29%和 43.33%,2016 年占比有所提升,生产线产能利用率提升到 80%左右,整体有所提升。长期以来,受制于资金瓶颈,公司一直专注品牌推广和渠道建设,以 OEM 的方式避免了大规模的固定自产投入,但也面临一定的弊端。女鞋作为一种时尚消费品,其产品设计和质量是保证产品美誉度的重要因素,尤其是公司旗下的“ST&SAT”、“SAFIYA”、“FONDBERYL”和“D:FUSE”等品牌定位于中高端市场,品牌溢价能力一方面在于市场影响力,另一方面在于质量的稳定性,这对公司的产品设计和质量提出了更高要求。

表16 公司产品生产情况(单位:万双)

生产类型	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比	产量	占比
完全自产	31.77	19.22%	158.12	27.24%	117.19	16.00%	172.35	19.99%
半自产	12.38	7.49%	93.38	16.09%	97.40	13.29%	75.35	8.73%
完全 OEM	121.17	73.29%	329.03	56.68%	518.02	70.71%	614.69	71.28%
合计	165.32	100.00%	580.53	100.00%	732.61	100.00%	862.39	100.00%

资料来源:公司提供

采购方面,公司每年召开 4-6 次大型的订货会,2-3 次补充订货会,分别于前一年年底发布第二年春夏季产品款式,于年中发布当年秋冬季产品款式,产品发布会期间各分公司、各品牌事业部、各分销商根据需要下达订货需求量,此次订货量基本可以满足即将到来的二个季度大部分销售需要。会后公司根据订货情况安排主要生产计划。在二次订货会期间,各分公司、各品牌事业部、各分销商根据销售情况和市场信息,增加临时订货量,公司接到订单后,一般会在一个月内生产交期,急需的订单和市场热销产品订单将在半个月完成生产交货任务。采用这种以销定产的订单模式,可以最大限度地减少库存和滞销风险,充分利用生产能力,并能及时满足市场需要。采购的结算方式为月结,各个供应商预付款比例都不同,部分供应商需要预付款项 20%-50%,支付方式可采用现金和票据。

公司生产所使用的主要原材料为皮革,其他原材料和辅助材料包括半成品(如鞋面、鞋跟、鞋底等)、尼龙、橡胶、胶水等。公司所用原材料和辅助材料主要从国内市场采购,其中

大部分来自广东省内各皮料生产厂商，一小部分来自河南、河北、安徽等皮革大省。2014-2016 年及 2017 年 1-3 月，公司主要原材料采购额分别为 95,954.35 万元、87,195.78 万元、63,291.38 万元和 23,038.37 万元，其中整鞋采购额占比均在 70%以上。近几年受制于行业消费疲软及公司存货规模高企影响，公司采购额有所减少。

表17 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
皮革	1,078.61	4.68%	6,436.65	10.17%	8,034.32	9.21%	11,057.52	11.52%
鞋面	1,424.22	6.18%	7,307.32	11.55%	6,995.99	8.02%	5,600.23	5.84%
鞋底	938.77	4.07%	2,496.44	3.94%	3,911.21	4.49%	4,146.38	4.32%
鞋跟	235.90	1.02%	914.43	1.44%	886.49	1.02%	818.35	0.85%
整鞋	19,360.87	84.04%	46,136.54	72.90%	67,367.77	77.26%	74,331.87	77.47%
合计	23,038.37	100.00%	63,291.38	100.00%	87,195.78	100.00%	95,954.35	100.00%

资料来源：公司提供

从公司的主要供应商来看，主要包括广州市光华鞋业有限公司、佛山市南海振怡佳鞋业有限公司、广州福野鞋业有限公司、佛山市南海百川通鞋厂和广州市恺丰鞋业有限公司等，供应商整体较为稳定，有利于保证公司采购货品的质量。从前五大供应商采购金额占比来看，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月分别为 26.47%、29.99%、34.18%和 45.45%，采购集中度持续上升。

表18 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	序号	前五大供应商	采购金额	占采购额比重	资金结算方式与账期	主要原材料
2017 年 1-3 月	1	广州市光华鞋业有限公司	3,222.15	13.18%	银承、商票月结	成品鞋
	2	佛山市南海振怡佳鞋业有限公司	3,076.92	12.59%	银承、商票月结	成品鞋
	3	广州恒威鞋业有限公司	1,982.91	8.11%	银承月结	成品鞋/鞋面
	4	佛山市南海百川通鞋厂	1,538.46	6.29%	电汇、银承、商票月结	成品鞋/鞋面
	5	佛山市南海嘉恒鞋厂	1,290.60	5.28%	银承月结	成品鞋
	-	合计	11,111.04	45.45%	-	-
2016 年	1	广州市光华鞋业有限公司	8,641.26	12.05%	银承、商票月结	成品鞋
	2	佛山市南海振怡佳鞋业有限公司	5,341.03	7.45%	银承、商票月结	成品鞋
	3	广州福野鞋业有限公司	3,751.31	5.23%	银承、商票月结	成品鞋/鞋面
	4	佛山市南海百川通鞋厂	3,745.30	5.22%	电汇、银承、商票月结	成品鞋/鞋面
	5	广州市恺丰鞋业有限公司	3,034.19	4.23%	银承月结	成品鞋

	-	合计	24,513.09	34.18%	-	-
2015 年	1	佛山市南海振怡佳鞋业有限公司	6,728.72	7.49%	银承、商承/4-6 个月	成品鞋
	2	广州市光华鞋业有限公司	6,353.66	7.07%	银承、商承/4-6 个月	成品鞋
	3	广州瑞华鞋业有限公司	5,153.92	5.74%	银承、商承/4-6 个月	成品鞋
	4	佛山市南海百川通鞋厂	4,833.76	5.38%	银承、商承/4-6 个月	成品鞋/鞋面
	5	佛山市南海嘉恒鞋厂	3,872.69	4.31%	银承、商承/4-6 个月	成品鞋
	-	合计	26,942.75	29.99%	-	-
2014 年	1	佛山市南海嘉恒鞋厂	6,744.66	6.62%	电汇、银承/4-6 个月	成品鞋
	2	广州光华鞋业有限公司	6,124.69	6.01%	电汇、银承/4-6 个月	成品鞋
	3	佛山市南海振怡佳鞋业有限公司	5,486.88	5.39%	电汇、银承/4-6 个月	成品鞋
	4	佛山市川亚鞋业有限公司	4,535.90	4.45%	电汇、银承/4-6 个月	成品鞋/半成品鞋面
	5	佛山市沙丁鱼鞋业有限公司	4,070.26	4.00%	电汇、银承/4-6 个月	成品鞋/半成品鞋面
		合计	26,962.39	26.47%	-	-

资料来源：公司提供

整体来看，公司以 OEM 为主的生产模式，符合市场普遍的做法，但公司对 OEM 委托加工厂的依赖程度较大，产品质量的控制和管理面临较大挑战。

公司拟通过并购进行“打造时尚 IP 生态圈”的战略布局，有利于分散公司的经营风险；目前公司战略布局处于尝试阶段，发展前景存在不确定性，未来面临一定的投资风险

2016 年，公司提出了“打造时尚 IP 生态圈”的新战略发展目标，着力构建“媒体和社交平台”、“时尚 IP 孵化运营平台”及“时尚 IP 集合平台”等三大平台，分别为公司实现流量聚集、内容制作、商业变现等功能。2017 年 1 月 6 日，公司及全资子公司广东兆博与浙商金汇信托股份有限公司（以下简称“浙商金汇”）、上海浙银厚载资产管理有限公司（以下简称“浙银厚载”）签订《佛山星期六时尚产业并购投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，拟共同投资设立佛山星期六时尚产业并购投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“合伙企业”）。合伙企业认缴出资总额为 49,137 万元，公司以有限合伙人身份，拟以自有资金出资人民币 17,037 万元，占注册资本的 34.67%；浙商金汇以有限合伙人身份，以货币出资 32,000 万元，占注册资本的 65.12%；广东兆博以普通合伙人身份，拟以自有资金出资人民币 51 万元，占注册资本的 0.11%；浙银厚载以普通合伙人身份，以货币出资 49 万元，占注册资本的 0.10%。经全体合伙人决定，委托公司全资子公司广东兆博执行合伙事务，广东兆博委派刘海金代表其执行合伙事务，其他合伙人不再执行合伙事务，执行合伙事务的合伙人对外代表企业。2017 年 2 月，合伙企业收购时尚锋迅 83%股权和北京时欣 80%股权，收购价格合计不超过 39,344.00 万元，合伙企业已向交易对手方支付时尚锋迅第一部分股权转让款 27,600 万元和北京时欣第

一部分股权转让款 7,700 万元，自 2017 年 3 月 1 日起，时尚锋迅和北京时欣并入公司合并报表范围。截至本报告出具日，时尚锋迅和北京时欣已完成工商变更登记手续。其中时尚锋迅主营业务为经营 Onlylady 女人志互联网广告平台，北京时欣主要业务为经营 Kimiss 闺蜜网互联网广告平台，通过本次收购整合，公司可以快速切入女性时尚信息平台，加速公司实现战略升级，公司在时尚产业的布局将更趋立体化，业务和产品结构更加丰富、均衡，竞争优势更加巩固。此外，为加快推进公司“打造时尚 IP 生态圈”的发展战略，配合公司“时尚 IP 孵化运营平台”的构建，对时尚 IP 孵化运营和网红经济领域进行深度布局，2016 年公司与广州琢石投资管理有限公司、新余创嘉投资管理合伙企业（有限合伙）共同投资成立并购基金北京奥利凡星管理咨询中心（有限合伙），总投资 5,000 万元，公司作为有限合伙人，以自有资金认缴出资 4,900 万元。目前，该基金正积极对标的行业和企业情况进行了解，以筛选出一批符合产业方向、具有广阔发展前景的项目进行投资布局。

表 19 时尚锋迅及北京时欣主要财务指标（单位：万元）

主要财务指标	时尚锋迅			北京时欣		
	2017年3月	2016年	2015年	2017年3月	2016年	2015年
总资产	10,203.89	10,272.23	3.18	3,745.15	3,591.97	2,495.60
总负债	6,703.44	6,961.72	5.03	1,734.90	1,680.25	2,452.52
所有者权益合计	3,500.44	3,310.51	-1.86	2,010.25	1,911.72	43.08
营业收入	945.57	8,600.64	-	477.52	2,854.75	192.36
利润总额	288.11	3,155.20	-2.47	204.57	575.53	58.28
净利润	216.26	2,362.37	-1.86	177.80	418.64	43.47

资料来源：公司公告及公司提供

总体来看，“打造时尚 IP 生态圈”的战略布局，有利于分散公司的经营风险，但目前公司战略布局处于尝试阶段，未来发展前景存在不确定性，面临一定的投资风险。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析的基础为公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2016年度审计报告，以及未经审计的2017年1-3月财务报表，报表均采用新会计准则编制。近三年又一期，公司合并报表范围变更情况如下表所示：

表20 近三年又一期公司合并报表范围变更情况

子公司名称	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
-------	-----------	-------	-------	-------

上海淘趣电子商务有限公司	√	√	√	√
佛山星期六鞋业有限公司	√	√	√	√
东莞雅星鞋业有限公司	√	√	√	√
海普（天津）制鞋有限公司	√	√	√	√
佛山星期六科技研发有限公司	√	√	√	√
佛山星期六电子商务有限公司	√	√	√	√
天津星期六鞋业股份有限公司	√	√	√	√
广东兆博时尚数据有限公司	√	√	√	×
深圳市佳斯凡星时尚科技有限公司	√	√	×	×
佛山丽菲鞋业有限公司	√	√	×	×
佛山丽琦鞋业有限公司	√	√	×	×

资料来源：公司提供

资产构成与质量

公司资产中存货和应收账款规模大，存在一定积压跌价和坏账的风险，整体资产质量和流动性一般

近年公司资产规模整体有所增长，2017 年 3 月末为 351,755.96 万元，较 2014 年末增长了 24.58%。从公司资产构成来看，以应收账款及存货为主的流动资产占比较高，2017 年 3 月末流动资产占比为 75.36%。

表21 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	23,356.72	6.64%	20,157.53	6.75%	25,406.11	8.39%	20,793.87	7.36%
应收账款	79,551.29	22.62%	71,293.30	23.87%	70,756.65	23.37%	72,571.29	25.70%
预付款项	5,350.73	1.52%	4,974.60	1.67%	5,820.99	1.92%	7,057.97	2.50%
存货	150,114.27	42.68%	151,177.06	50.61%	147,514.19	48.72%	135,062.60	47.84%
流动资产合计	265,071.34	75.36%	250,302.52	83.80%	257,471.54	85.04%	238,161.01	84.35%
可供出售金融资产	1,500.00	0.43%	1,500.00	0.50%	1,500.00	0.50%	-	-
长期股权投资	2,281.83	0.65%	1,975.26	0.66%	868.48	0.29%	900.00	0.32%
固定资产	12,205.00	3.47%	12,294.98	4.12%	13,279.28	4.39%	14,718.22	5.21%
商誉	54,756.25	15.57%	18,465.99	6.18%	18,465.99	6.10%	18,465.99	6.54%
非流动资产合计	86,684.62	24.64%	48,380.53	16.20%	45,286.92	14.96%	44,186.12	15.65%
资产总计	351,755.96	100.00%	298,683.05	100.00%	302,758.47	100.00%	282,347.13	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。公司货币资金主要为银行存款，

2016 年末公司货币资金合计 20,157.53 万元，其中包括承兑汇票保证金 7,572.33 万元，使用受限。应收账款方面，经百货商场店中店销售的产品，百货商场每月与公司进行结算，根据签订的合同账期一般为 60-90 天不等，实际上各商场都会以未对完帐、发票开错、续签合同条款等未确定的理由拖延付款，导致平均回款期超过约定信用期 30-45 天；经自营独立店销售的产品直接收回现金，不产生应收账款；经分销商销售的产品是由分销商以买断的形式从公司购买产品而后在分销地区独立销售，账期一般不超过 3 个月。2014-2017 年 3 月末公司应收账款金额分别为 72,571.29 万元、70,756.65 万元、71,293.30 万元和 79,551.29 万元，占总资产的比重均超过 22%，应收账款规模较大。2016 年末公司应收账款账面原值 80,972.47 万元，计提坏账准备 9,679.17 万元；从账龄来看，1 年以内的占比 76.98%、1-2 年的占比 13.60%，2-3 年的占比 3.95%，3 年以上的占比 5.47%，对于 3 年以上的公司全额计提了坏账准备；从应收对象来看，主要为南京中央商场集团联合营销有限公司、大商股份有限公司、天虹商场股份有限公司、南京新街口百货商店股份有限公司、南京大洋百货有限公司，客户较为分散，其中金额前五名单位合计占比 11.36%，但个别客户的停业或支付困难等，使得公司应收账款存在一定的坏账风险。

公司存货主要为库存商品。公司产品销售以自营店为主，因此存货在总资产的比重相对较高，同时近年公司货品种类较多导致铺货增加，而终端需求低迷及行业竞争加剧使得销售量有所下降，公司存货规模呈持续上升趋势，2016 年末及 2017 年 3 月末分别达 151,177.06 万元和 150,114.27 万元，占总资产的比重分别为 50.61%和 42.68%。2016 年末，公司存货计提跌价准备 10,818.32 万元。且我们也关注到，受百货商场等渠道向二、三线城市发展的影响，公司新开门店面临着培育周期延长、单店效益下降等问题，同时由于季节性和潮流变化等，公司存货可能面临积压和跌价的风险。

公司非流动资产主要由固定资产和商誉构成。公司固定资产主要为房屋及建筑物、制鞋专用设备和交通运输设备等，近年随着不断摊销，固定资产规模呈下降趋势，2016 年末为 12,294.98 万元，占总资产的比重为 4.12%，其中账面价值 8,350.03 万元的固定资产已用于贷款抵押。2014-2016 年末公司商誉均为 18,465.99 万元，主要是收购海普公司形成的，公司未计提商誉减值准备。随着公司对时尚锋迅和北京时欣的收购，2017 年 3 月末公司商誉增加至 54,756.25 万元。

总体来看，近年公司资产规模略有增长，但应收账款和存货规模大，对营运资金占用多，且存在一定积压跌价和坏账的风险，整体资产质量和流动性一般。

资产运营效率

公司存货和应收账款周转效率持续下降，整体资产运营效率较低

近年来，公司渠道快速扩张以及销售的下降带来存货的持续增长，导致了周转效率的明显降低。2014年以来，公司存货周转率、应收账款周转率等指标呈现持续下降趋势，沉淀了较多资金；同时公司应付账款周转效率改善幅度不足以通过占用供应商货款来获得经营所需资金，造成净营业周期不断延长，公司营运资金压力不断增大。2016年公司净营业周期为772.70天，较2014年增加了235.96天。

同时，随着营业收入的持续下降，公司流动资产和总资产周转天数也持续增加，2016年分别为615.79天和729.38天，较2014年分别增加了124.58天和146.96天，整体资产运营效率较低。

表22 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数	172.27	157.11	145.63
存货周转天数	803.07	664.62	533.79
应付账款周转天数	202.66	172.29	142.68
净营业周期	772.70	649.44	536.74
流动资产周转天数	615.79	543.28	491.21
固定资产周转天数	31.01	30.69	31.48
总资产周转天数	729.38	641.36	582.42

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入持续下降，期间费用率处于较高水平，盈利能力逐年下滑

公司的主营业务为皮鞋的设计、生产与销售，收入主要来源于品牌皮鞋的销售。受终端需求低迷、女鞋市场竞争激烈，以及公司对渠道结构进行优化调整使品牌店数量有所下降等因素综合影响，近年公司营业收入持续下降，且降幅呈扩大趋势。2014-2016年及2017年1-3月，公司分别实现营业收入175,815.05万元、164,212.51万元、148,426.53万元和39,576.57万元，其中2014-2016年同比分别下降4.68%、6.60%和9.61%。

综合毛利率方面，2014-2016年及2017年1-3月分别为51.44%、53.40%、54.89%和55.58%，整体维持在较高水平，主要系“ST&SAT”品牌和“D:FUSE”毛利率较高所致。近年公司为应对行业下行压力加强成本管控，营业成本有所下降；同时公司调整品牌结构，受益于毛利率较高的“D:FUSE”品牌收入规模增长影响，整体综合毛利率有所提高。

但公司期间费用规模较大，且以销售费用为主。近年公司放缓了渠道的扩张，同时对店铺的结构和数量进行优化调整，使得品牌店数量有所减少，公司销售费用逐年下降。2016年

管理费用也有所下降主要系人员编制减少致使人工成本下降以及将房产税、土地使用税、印花税调整至“税金及附加”所致。而随着借款的减少，使得2016年的财务费用亦有所下降。随着公司加强成本管控，2016年公司期间费用有所下降，共计68,476.42万元，但期间费用率仍高达46.13%，处于较高水平。此外，近年公司存货规模持续上升，且应收账款规模大，存货跌价准备和应收账款坏账准备增加，使得资产减值损失持续增长，2016年达9,030.94万元，其中坏账损失2,748.33万元，存货跌价损失6,282.61万元。受较高期间费用和资产减值损失的侵蚀，近年公司营业利润逐年下降，2016年实现营业利润2,669.92万元，较2014年下降44.42%；实现净利润2,105.32万元，较2014年下降45.50%。

表23 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	39,576.57	148,426.53	164,212.51	175,815.05
资产减值损失	1,884.63	9,030.94	7,132.91	6,034.20
营业利润	1,521.15	2,669.92	2,731.28	4,803.46
营业外收入	123.83	276.21	626.64	569.53
利润总额	1,643.41	2,928.14	3,322.08	5,330.93
净利润	1,191.67	2,105.32	2,390.67	3,862.76
综合毛利率	55.58%	54.89%	53.40%	51.44%
期间费用	18,090.14	68,476.42	76,476.62	78,581.28
其中：销售费用	14,022.66	52,634.33	57,513.92	60,791.03
管理费用	2,921.40	11,603.90	13,728.51	13,024.75
财务费用	1,146.08	4,238.19	5,234.19	4,765.50
期间费用率	45.71%	46.13%	46.57%	44.70%
总资产回报率	-	2.40%	3.02%	3.69%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

2016 年公司经营活动现金流净额表现有所好转，但仍面临较大的营运资金压力

2014-2016 年公司经营收现比分别为 1.17、1.21 和 1.14，经营收现情况尚可，应收账款规模未出现明显上升，但是考虑到公司应收账款规模较大，同时公司存货规模持续上升，亦占用了较多的资金，使得 2014-2015 年公司经营活动现金流净额表现较弱，2016 年随着公司控制进货使得购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少，公司经营活动现金流量金额表现有所好转，2014-2016 年公司经营活动现金流净额分别为 5,385.96 万元、3,379.83 万元和 11,020.75 万元，三年合计净流入 19,786.54 万元。

2014-2016 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-12,688.03 万元、-10,908.12 万元

和-1,919.66 万元，呈现持续净流出状态，主要系公司投资长期资产支付现金及对联营企业的出资所致。

2014-2016 年公司筹资活动现金流净额分别为-15,437.52 万元、14,935.00 万元和-15,559.04 万元。2014 年公司筹资活动现金流净额由正转负，主要由于公司归还部分银行借款，同时 2014 年 8 月公司偿还短期融资券 18,000.00 万元所致。2015 年公司筹资活动产生的现金流净额较 2014 年增加 30,372.52 万元，主要系公司发行两期定向债务融资工具及一期短期融资券，以及非公开发行股票募集资金所致。2016 年公司筹资活动现金流表现为净流出，主要系偿还到期定向债务融资工具和短期融资券支付现金较多所致。

整体来看，在公司经营活动现金流净额表现不强的情况下，持续的投资现金流出，加剧了公司资金紧张局面。

表24 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
收现比	1.14	1.21	1.17
净利润	2,105.32	2,390.67	3,862.76
营运资本变化	-7,871.45	-15,918.30	-15,305.24
其中：存货减少（减：增加）	-9,945.48	-17,533.86	-21,915.01
经营性应收项目的减少（减：增加）	-3,193.86	4,011.36	-3,348.33
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,267.89	-2,395.80	9,958.10
经营活动产生的现金流量净额	11,020.75	3,379.83	5,385.96
投资活动产生的现金流量净额	-1,919.66	-10,908.12	-12,688.03
筹资活动产生的现金流量净额	-15,559.04	14,935.00	-15,437.52
现金及现金等价物净增加额	-6,440.42	7,419.79	-22,739.40

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司刚性债务规模大，且主要为短期债务，面临较大的短期刚性债务压力

近年随着利润的积累及非公开发行股票，公司所有者权益有所增长，2017年3月末为186,739.54万元，较2014年末增长了11.17%。2017年以来公司负债总额大幅增长，2017年3月末为165,016.42万元，较2014年末增长了44.28%。2017年3月末，公司负债与所有者权益比率为88.37%，较2014年末上升20.28个百分点，并且考虑到公司资产主要以应收账款和存货为主，即期变现能力一般，权益对负债的实际覆盖程度较弱。

表25 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
负债总额	165,016.42	114,080.30	120,502.26	114,374.28

所有者权益合计	186,739.54	184,602.76	182,256.21	167,972.84
负债与所有者权益比率	88.37%	61.80%	66.12%	68.09%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从公司负债结构来看，以流动负债为主，2017年3月末流动负债占比达85.74%，债务结构有待改善。具体来看，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。近年公司短期借款有所波动，2016年末为11,700.00万元，其中保证借款7,000.00万元，信用借款1,400.00万元，抵押+保证借款3,300.00万元，2017年3月末短期借款增至19,400.00万元。公司应付票据包括商业承兑汇票和银行承兑汇票，近年公司与供应商的票据结算比例较高，应付票据规模持续维持在较高水平，2017年3月末为37,114.28万元，占总负债的比重为22.49%。公司应付账款主要为应付货款，2017年3月末合计7,925.99万元。公司其他应付款主要包括关联方拆借款、押金保证金和应付暂收款，近年公司其他应付款规模波动较大，2016年末及2017年3月末大幅增长，主要系收到控股股东星期六控股借入资金所致，2017年3月末其他应付款为39,889.99万元，占总负债的比重为24.17%，其中控股股东星期六控股借入资金36,061.69万元。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2017年3月末为4,100.00万元。其他流动负债为公司所发行的短期融资券和定向债务融资工具。2015年末公司其他流动负债较2014年末增加45,000.00万元，主要系2015年5月发行20,000.00万元短期融资券“15星期六CP001”和2015年7月发行25,000.00万元定向债务融资工具“15星期六PPN002”所致；2017年3月末公司其他流动负债为2016年8月发行的短期融资券“16星期六CP001”，规模为20,000.00万元，期限为365天，票面利率为7%。

非流动负债主要为长期应付款。2017年为筹集资金并购时尚锋迅及北京时欣，公司引入浙商银行的信托基金，总额为23,533.00万元，期限为三年。

表26 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	19,400.00	11.76%	11,700.00	10.26%	17,674.00	14.67%	22,634.50	19.79%
应付票据	37,114.28	22.49%	31,694.14	27.78%	29,794.64	24.73%	29,840.41	26.09%
应付账款	7,925.99	4.80%	8,111.95	7.11%	5,776.79	4.79%	7,839.98	6.85%
其他应付款	39,889.99	24.17%	28,058.94	24.60%	2,169.44	1.80%	28,034.54	24.51%
一年内到期的非流动负债	4,100.00	2.48%	4,100.00	3.59%	5,660.00	4.70%	6,840.00	5.98%
其他流动负债	20,000.00	12.12%	20,000.00	17.53%	45,000.00	37.34%	-	-
流动负债合计	141,483.42	85.74%	114,080.30	100.00%	116,402.26	96.60%	104,514.28	91.38%
长期借款	-	-	-	-	4,100.00	3.40%	9,860.00	8.62%

长期应付款	23,533.00	14.26%	-	-				
非流动负债合计	23,533.00	14.26%	-	-	4,100.00	3.40%	9,860.00	8.62%
负债合计	165,016.42	100.00%	114,080.30	100.00%	120,502.26	100.00%	114,374.28	100.00%
其中：刚性债务	140,208.97	84.88%	94,255.83	82.62%	102,228.64	84.84%	95,491.98	83.49%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

截至 2017 年 3 月末，公司包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、短期融资券、关联方拆借资金以及长期应付款在内的刚性债务总额达 140,208.97 万元，且主要为短期债务，公司面临较大的短期刚性债务压力。

从财务弹性来看，近年公司通过银行借款、非公开发行股票、短期融资券及定向债务融资工具等在资本市场进行融资，同时公司控股股东也给予了一定的财务资助，整体融资渠道畅通。此外，截至 2017 年 3 月末，公司从银行获得综合授信 112,087.24 万元，尚有 53,383.75 万元的额度未使用，整体财务弹性尚可。

近年随着负债总额的增长，公司资产负债率总体有所上升，2017 年 3 月末为 46.91%，较 2014 年末上升了 6.40 个百分点；公司流动比率及速动比率分别为 1.87 和 0.81，持续下滑且表现较弱，同时公司流动资产以存货和应收账款为主，即期变现能力较弱，公司即期偿付能力受限。2014-2016 年，公司 EBITDA 分别为 17,704.56 万元、14,455.26 万元和 12,015.99 万元，持续下滑，同时公司 EBITDA 利息保障倍数亦呈现逐年下降趋势。

表27 公司偿债能力指标

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	46.91%	38.19%	39.80%	40.51%
流动比率	1.87	2.19	2.21	2.28
速动比率	0.81	0.87	0.94	0.99
EBITDA（万元）	-	12,015.99	14,455.26	17,704.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.79	2.63	3.43
刚性债务/EBITDA	-	7.84	7.07	5.39

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要来源。公司是女皮鞋行业中定位于中高端市场的多品牌运营商，拥有“ST&SAT”、“D:FUSE”、“SAFIYA”、“FONDBERYL”等多个自有品牌，具有一定的品牌知名度，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月，

公司分别实现营业收入 175,815.05 万元、164,212.51 万元、148,426.53 万元和 39,576.57 万元，收入规模较大，“销售商品、提供劳务收到的现金”分别达 205,279.20 万元、199,385.38 万元、169,696.75 万元和 40,307.88 万元。但是我们关注到，受终端需求低迷、女鞋市场竞争激烈、公司品牌店数量下降等因素综合影响，近年公司营业收入持续下降，且降幅呈扩大趋势，未来随着我国经济进入新常态和国内中高端女鞋行业竞争的进一步加剧，公司销售仍将面临一定下行压力；同时，近年部分百货商场经营不善，现金流紧张，以各种理由拖延付款，公司应收账款规模持续维持在较高水平，影响了公司的现金回流。

（二）本期债券保障措施分析

深圳高新投提供的无条件的不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由深圳高新投提供无条件的不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证范围包括本期债券本金及利息、违约金和实现债权的费用；承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。深圳高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。此后历经多次股权转让和增资扩股，2015年6月末深圳高新投注册资本为22亿元。

2015年深圳高新投成功引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司和深圳市海能达投资有限公司三家战略投资者，合计向深圳高新投增资265,210.50万元，其中133,870.32万元计入注册资本，131,340.18万元计入资本公积。截至2015年末，深圳高新投注册资本达到353,870.32万元。根据深圳高新投《2016年度第一次临时股东大会决议》，全体股东一致同意将本次增资的资本公积131,340.18万元转增资本，截至2016年6月末，深圳高新投注册资本及实收资本均达到485,210.50万元。

深圳高新投股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心均为深圳市人民政府设立的国资企业或机构，合计持有其62.17%的股份，深圳高新投实际控制人为深圳市人民政府。截至2016年6月末，深圳高新投股东构成情况如下表所示。

表28 截至2016年6月30日深圳高新投股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例
深圳市投资控股有限公司	173,171.63	35.69%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	97,042.10	20.00%
深圳市财政金融服务中心	72,490.45	14.94%
恒大企业集团有限公司	69,191.02	14.26%
深圳市远致投资有限公司	53,567.24	11.04%
深圳市海能达投资有限公司	17,322.01	3.57%
深圳市中小企业服务中心	2,426.05	0.50%
合计	485,210.50	100.00%

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投以融资担保和保证担保业务¹（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、保证担保和创业投资等业务的专业化经营。

2015年，在宏观经济增速放缓的背景下，深圳高新投融资担保发生额稳健增长，主要是适度控制融资担保规模，逐步退出产能过剩、行业发展前景不佳的担保项目。2015年深圳高新投融资担保发生额为51.12亿元，同比上升11.88%，同时当期解除担保责任额为52.50亿元，较上年同期增加17.03%。深圳高新投适度控制融资担保规模，进行产品结构调整，有利于其拓展成长性好、技术含量高的战略新兴产业。另外，深圳高新投直接融资担保业务发展迅速。2015-2016年6月末，新增债券担保业务14笔，其中通过审批笔数14笔，发放保函11笔，担保债券已成功发行8笔。截至2016年6月末，深圳高新投在保债券项目为11只，其中2只为前海股权交易中心私募债券、1只为资产证券化融资产品、其余8只均为公司债，在保债券余额合计20.90亿元。

截至2016年6月30日，深圳高新投资资产总额为79.82亿元，所有者权益合计62.37亿元，资产负债率为21.87%；2015年，深圳高新投实现营业总收入9.34亿元，利润总额8.17亿元，经营活动现金流净额-15.39亿元。截至2016年6月末，深圳高新投期末融资担保在保责任余额53.37亿元，融资担保净资产放大倍数为7.56，放大倍数较合理；融资担保业务准备金充足率为200.93%，风险准备金计提较充分。但是我们也关注到，深圳高新投融资担保业务当期代偿率有所上升，2016年1-6月代偿率为1.74%；累计代偿回收情况欠佳，截至2016年6月末，深圳高新投融资担保业务累计发生代偿额47,364.26万元，累计代偿回收率仅为38.07%。

表29 深圳高新投主要财务指标

¹ 深圳高新投融资担保业务主要为间接融资担保业务；非融资担保业务主要是保证担保业务，包括履约保函、预付款保函、投标保函、监理保函等。

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	798,228.05	820,240.46	486,820.54	454,255.85
所有者权益合计（万元）	623,650.44	639,623.84	345,624.39	318,976.06
资产负债率	21.87%	22.02%	29.00%	29.78%
营业总收入（万元）	60,001.40	93,401.72	81,842.65	67,813.43
利润总额（万元）	51,789.39	81,651.46	65,927.83	56,281.46
净资产收益率	-	12.31%	14.67%	13.75%
经营活动净现金流（万元）	30,807.75	-153,852.71	8,629.73	42,477.78
当期担保发生额（亿元）	156.69	353.81	307.85	272.96
期末在保责任余额（亿元）	440.26	423.33	346.00	248.05
其中：融资担保在保责任余额（亿元）	53.37	52.42	57.43	58.28
非融资担保在保责任余额（亿元）	386.89	370.91	288.57	189.77
融资担保风险准备金（万元）	33,966.51	33,966.51	29,016.55	25,388.35
融资担保净资产放大倍数	7.56	7.71	8.79	8.86
融资担保业务累计代偿额（万元）	47,364.26	43,566.05	36,639.67	31,066.88
融资担保业务当期担保代偿率	1.74%	1.29%	0.89%	0.25%
融资担保业务累计担保代偿率	0.64%	0.65%	1.01%	1.04%
融资担保业务累计代偿回收率	38.07%	35.66%	37.91%	39.85%
融资担保业务准备金覆盖率	6.36%	6.48%	4.66%	4.64%
融资担保业务准备金充足率	200.93%	209.75%	228.03%	216.66%

注：融资担保净资产放大倍数=融资担保在保责任余额/子公司深圳市高新投融资担保有限公司期末净资产
 资料来源：深圳高新投2013-2015年审计报告及未经审计的2016年1-6月财务报表、深圳高新投提供，鹏元整理

综合来看，深圳高新投实力雄厚，业务发展情况良好，经鹏元综合评定深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
流动资产：				
货币资金	23,356.72	20,157.53	25,406.11	20,793.87
应收票据	-	20.00	-	-
应收账款	79,551.29	71,293.30	70,756.65	72,571.29
预付款项	5,350.73	4,974.60	5,820.99	7,057.97
其他应收款	3,076.97	2,567.92	2,308.12	2,437.03
存货	150,114.27	151,177.06	147,514.19	135,062.60
其他流动资产	3,621.36	112.10	5,665.48	238.25
流动资产合计	265,071.34	250,302.52	257,471.54	238,161.01
非流动资产：				
可供出售金融资产	1,500.00	1,500.00	1,500.00	-
长期股权投资	2,281.83	1,975.26	868.48	900.00
固定资产	12,205.00	12,294.98	13,279.28	14,718.22
无形资产	3,792.22	3,239.89	3,334.72	2,887.46
商誉	54,756.25	18,465.99	18,465.99	18,465.99
长期待摊费用	4,132.44	3,822.80	2,710.13	2,992.42
递延所得税资产	7,322.90	6,315.95	5,057.05	4,126.53
其他非流动资产	693.97	765.67	71.29	95.50
非流动资产合计	86,684.62	48,380.53	45,286.92	44,186.12
资产总计	351,755.96	298,683.05	302,758.47	282,347.13
流动负债：				
短期借款	19,400.00	11,700.00	17,674.00	22,634.50
应付票据	37,114.28	31,694.14	29,794.64	29,840.41
应付账款	7,925.99	8,111.95	5,776.79	7,839.98
预收款项	1,157.45	1,935.08	1,241.59	2,251.02
应付职工薪酬	3,207.28	2,629.05	2,453.18	3,200.00
应交税费	6,361.11	4,344.03	5,142.58	3,701.79
应付利息	2,327.32	1,507.11	1,490.04	172.05
其他应付款	39,889.99	28,058.94	2,169.44	28,034.54
一年内到期的非流动负债	4,100.00	4,100.00	5,660.00	6,840.00
其他流动负债	20,000.00	20,000.00	45,000.00	-
流动负债合计	141,483.42	114,080.30	116,402.26	104,514.28
非流动负债：				
长期借款	-	-	4,100.00	9,860.00

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
长期应付款	23,533.00	-	-	-
非流动负债合计	23,533.00	-	4,100.00	9,860.00
负债合计	165,016.42	114,080.30	120,502.26	114,374.28
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	39,892.19	39,892.19	39,892.19	36,335.00
资本公积金	94,891.55	94,891.55	94,621.50	80,846.76
其它综合收益	-32.91	-33.23	-4.41	0.24
盈余公积金	6,993.16	6,993.16	6,810.15	6,810.15
未分配利润	43,135.54	41,981.29	40,080.34	41,460.38
归属于母公司所有者权益合计	184,879.54	183,724.96	181,399.78	165,452.53
少数股东权益	1,860.01	877.80	856.43	2,520.31
所有者权益合计	186,739.54	184,602.76	182,256.21	167,972.84
负债和所有者权益总计	351,755.96	298,683.05	302,758.47	282,347.13

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	39,576.57	148,426.53	164,212.51	175,815.05
其中：营业收入	39,576.57	148,426.53	164,212.51	175,815.05
二、营业总成本	38,046.14	145,773.35	161,449.70	171,011.59
其中：营业成本	17,578.52	66,948.81	76,531.18	85,377.64
营业税金及附加	492.87	1,317.19	1,309.00	1,018.47
销售费用	14,022.66	52,634.33	57,513.92	60,791.03
管理费用	2,921.40	11,603.90	13,728.51	13,024.75
财务费用	1,146.08	4,238.19	5,234.19	4,765.50
资产减值损失	1,884.63	9,030.94	7,132.91	6,034.20
加：投资净收益	-9.27	16.74	-31.52	-
三、营业利润	1,521.15	2,669.92	2,731.28	4,803.46
加：营业外收入	123.83	276.21	626.64	569.53
减：营业外支出	1.58	17.99	35.84	42.06
其中：非流动资产处置净损失	-	1.71	0.89	37.00
四、利润总额	1,643.41	2,928.14	3,322.08	5,330.93
减：所得税	451.74	822.81	931.42	1,468.17
五、净利润	1,191.67	2,105.32	2,390.67	3,862.76

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
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	40,307.88	169,696.75	199,385.38	205,279.20
收到的税费返还	12.90	175.30	174.87	252.14
收到其他与经营活动有关的现金	362.41	843.50	3,761.61	1,750.64
经营活动现金流入小计	40,683.19	170,715.56	203,321.86	207,281.99
购买商品、接受劳务支付的现金	17,324.45	79,795.38	114,491.95	115,396.20
支付给职工以及为职工支付的现金	9,973.63	41,373.80	45,959.04	47,204.49
支付的各项税费	3,023.47	13,461.90	14,317.13	13,549.23
支付其他与经营活动有关的现金	8,196.29	25,063.72	25,173.91	25,746.10
经营活动现金流出小计	38,517.84	159,694.80	199,942.03	201,896.02
经营活动产生的现金流量净额	2,165.35	11,020.75	3,379.83	5,385.96
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	4,800.00	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.14	17.02	0.10	86.64
投资活动现金流入小计	0.14	4,817.02	0.10	86.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	902.15	5,916.69	4,608.21	5,171.13
投资支付的现金	3,500.00	820.00	6,300.00	7,603.54
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	35,300.00			
投资活动现金流出小计	39,702.15	6,736.69	10,908.21	12,774.67
投资活动产生的现金流量净额	-39,702.01	-1,919.66	-10,908.12	-12,688.03
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金			21,013.36	
取得借款收到的现金	31,233.00	73,800.00	97,324.00	39,634.50
收到其他与筹资活动有关的现金	9,300.00	48,078.69	443.00	26,317.07
筹资活动现金流入小计	40,533.00	121,878.69	118,780.36	65,951.57
偿还债务支付的现金		111,834.00	64,224.50	73,767.36
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	348.51	4,286.73	7,821.05	5,511.07
支付其他与筹资活动有关的现金	142.00	21,317.00	31,799.81	2,110.67
筹资活动现金流出小计	490.51	137,437.73	103,845.36	81,389.09
筹资活动产生的现金流量净额	40,042.49	-15,559.04	14,935.00	-15,437.52
四、汇率变动对现金的影响		17.53	13.08	0.20
五、现金及现金等价物净增加额	2,505.83	-6,440.42	7,419.79	-22,739.40

加：期初现金及现金等价物余额	12,585.20	19,025.62	11,605.83	34,345.23
六、期末现金及现金等价物余额	15,091.03	12,585.20	19,025.62	11,605.83

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	2,105.32	2,390.67	3,862.76
加：资产减值准备	9,030.94	7,132.91	6,034.20
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,206.67	1,582.65	1,870.80
无形资产摊销	280.63	232.67	199.04
长期待摊费用摊销	3,296.75	3,812.31	5,147.84
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-9.91	0.89	30.66
财务费用	4,257.44	5,488.05	5,136.18
投资损失	-16.74	31.52	-
递延所得税资产减少	-1,258.90	-930.53	-1,590.27
存货的减少	-9,945.48	-17,533.86	-21,915.01
经营性应收项目的减少	-3,193.86	4,011.36	-3,348.33
经营性应付项目的增加	5,267.89	-2,395.80	9,958.10
其他	-	-443.00	-
经营活动产生的现金流量净额	11,020.75	3,379.83	5,385.96

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

财务指标	2017年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
刚性债务（万元）	140,208.97	94,255.83	102,228.64	95,491.98
流动比率	1.87	2.19	2.21	2.28
速动比率	0.81	0.87	0.94	0.99
资产负债率	46.91%	38.19%	39.80%	40.51%
负债与所有者权益比率	88.37%	61.80%	66.12%	68.09%
EBITDA（万元）	-	12,015.99	14,455.26	17,704.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.79	2.63	3.43
刚性债务/EBITDA	-	7.84	7.07	5.39
综合毛利率	55.58%	54.89%	53.40%	51.44%
期间费用率	45.71%	46.13%	46.57%	44.70%
总资产回报率	-	2.40%	3.02%	3.69%
应收账款周转天数（天）	-	172.29	157.11	145.63
存货周转天数（天）	-	803.07	664.62	533.79
应付账款周转天数（天）	-	202.66	172.29	142.68
净营业周期（天）	-	772.70	649.44	536.74
流动资产周转天数（天）	-	615.79	543.28	491.21
固定资产周转天数（天）	-	31.01	30.69	31.48
总资产周转天数（天）	-	729.38	641.36	582.42
收现比		1.14	1.21	1.17

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	流动资产周转天数(天)	$180 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数(天)	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数(天)	$180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数(天)	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数(天)	$180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / \text{营业成本}$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数(天)	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期刚性债务	长期借款 + 长期应付款
	短期刚性债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期刚性债务 + 短期融资券 + 股东借款
	刚性债务	长期刚性债务 + 短期刚性债务
担保公司指标计算公式	当期担保代偿率	$\text{当期代偿额} / \text{当期解除担保责任额} \times 100\%$
	累计担保代偿率	$\text{累计代偿额} / \text{累计解除担保责任额} \times 100\%$
	累计代偿回收率	$\text{累计代偿回收额} / \text{累计代偿额} \times 100\%$
	累计代偿损失率	$1 - \text{累计代偿回收额} / \text{累计代偿额} \times 100\%$
	担保风险准备金	未到期责任准备 + 担保赔偿准备 + 一般风险准备
	风险准备金覆盖率	$\text{担保风险准备金} / \text{期末在保责任余额}$
	准备金充足率	$\text{实际计提担保风险准备金} / \text{应计提的风险准备金}$
	净资产放大倍数	$\text{在保责任余额} / \text{净资产}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露

的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。