

2019 年广东万里马实业股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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
人员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员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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【139】号 01

债券简称: 万里转债

债券剩余规模: 18,015
万元

债券到期日期: 2025 年
10 月 11 日

债券偿还方式: 对未转
股的债券每年付息一
次, 到期归还本金和最
后一年利息, 附债券赎
回及回售条款

分析师

姓名:

马琳丽 胡长森

电话:

010-66216006-820

邮箱:

mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
服装家纺企业主体长期
信用评级方法, 该评级
方法已披露于中证鹏元
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2019 年广东万里马实业股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 16 日	2019 年 5 月 21 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对广东万里马实业股份有限公司(以下简称“公司”, 股票代码: 300591.SZ)及其 2019 年 10 月 11 日发行的可转换公司债券(以下简称“本期债券”)的 2020 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 A+, 发行主体长期信用等级维持为 A+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到: 公司具有一定的品牌知名度, 2019 年继续加大研发投入, 团购业务与军需单位及大型企业合作发展较稳定。同时我们也关注到公司团购业务客户集中度较高, 门店数量大幅减少, 商誉存在减值风险, 2019 年净利润下降明显, 且新冠疫情下 2020 年一季度出现较大亏损, 以及存在较大偿债压力等风险因素。

正面:

- 公司品牌具有一定的知名度。公司经营品牌主要包括“万里马”、“SaintJack”、“COOME”, 及代理品牌“ON Running”、“始祖鸟”、“颂拓”等, “万里马”品牌创建于 1993 年, “SaintJack”品牌创建于 20 世纪 80 年代, 品牌目标群体主要为 25-45 岁中高收入群体, 具有一定的品牌知名度。
- 公司团购业务与军需单位及大型企业合作, 发展较稳定。公司销售渠道涵盖团购渠道、直营渠道、电子商务渠道、批发渠道、代理商渠道等, 2019 年公司实现团购业务收入 47,653.70 万元, 占营业收入的比重为 70.54%, 目前公司团购客户主要来自军队、武警、公安、铁路以及电网等系统, 近年合作较稳定。

关注:

- **2019年公司收入利润下降明显，且受新冠疫情影响，2020年一季度出现较大亏损，公司面临的经营压力加大。**鞋品服装行业竞争较为激烈，目前国内外市场需求疲软，2019年公司净利润为2,942.92万元，同比下降31.14%，主要系营业收入小幅下降，以及研发费用和财务费用大幅增加所致，受新冠疫情影响，2020年一季度净利润亏损2,920.82万元，后续需关注公司经营改善情况。
- **公司团购业务客户集中度较高，需关注主要客户稳定性，且应收账款规模较大，对资金形成一定占用。**2019年公司团购业务前五大客户销售金额占团购业务收入的比重为70.46%，同比上升8.44个百分点，经营收入仍对大客户依赖较大，大客户一旦流失将对公司业绩造成较大影响。2019年末公司应收账款为45,486.87万元，占总资产的比重为35.79%，主要为应收相关团购单位货款，回款相对较慢，对公司资金占用较大。
- **公司终端销售收入规模不大，且门店数量大幅减少，经营压力加大。**2019年公司直营及代理商销售收入合计为9,910.53万元，占收入比重为14.67%；其中直营销售收入为4,801.52万元，同比下降33.30%，2019年公司关闭了部分亏损店铺，直营及代理终端门店数量由2018年的273家降至197家，终端经营压力加大。
- **公司商誉面临减值风险。**公司于2018年3月收购广州超琦电子商务有限公司（以下简称“超琦电商”）产生商誉6,336.20万元。2019年超琦电商净利润（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准）为1,096.70万元，未达到承诺标准1,200万元，若未来超琦电商经营不达预期，公司商誉面临减值风险。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至2019年末，公司负债总额为66,761.63万元，资产负债率为52.53%，公司负债中有息债务50,605.94万元，且以短期债务为主，面临较大的偿债压力。
- **控股股东质押比率较高，且控股股东林大洲拟减持不超过公司总股本3.8%的股份。**截至2020年3月31日，控股股东及其一致行动人持有的公司股权对外质押比率为75.22%，质押比率较高，林大洲先生拟在2020年6月8日至2020年12月7日期间通过集中竞价或大宗交易的方式减持公司股份不超过11,859,250股（占公司总股本的3.8%）。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	121,407.38	127,099.18	111,046.46	101,858.35
归属于母公司所有者权益	54,060.46	56,889.28	49,385.22	45,626.87
有息债务	49,336.06	50,605.94	40,573.60	37,546.68
资产负债率	52.71%	52.53%	52.91%	55.21%
流动比率	1.87	1.90	1.53	1.45
速动比率	1.40	1.50	1.10	1.07
营业收入	4,327.06	67,553.56	69,339.96	60,414.39
营业利润	-2,946.86	3,031.86	5,150.46	4,817.10
净利润	-2,920.82	2,942.92	4,273.92	3,733.24
综合毛利率	16.04%	31.10%	33.54%	30.46%
总资产回报率	-	4.56%	6.29%	6.41%
EBITDA	-	7,337.45	8,321.89	6,705.97
EBITDA 利息保障倍数	-	3.14	5.41	10.25
经营活动现金流净额	-3,861.14	3,040.21	-8,772.61	-25,938.67

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月11日发行18,029万元可转换公司债券，募集资金计划用于智能制造升级建设项目、研发中心升级建设项目、信息化升级建设项目。根据公司2019年年度报告披露，公司分别于2019年12月3日、2019年12月9日及2019年12月19日将8,000万元暂时闲置的募集资金进行现金管理，于2019年12月25日将闲置募集资金中的5,000万元暂时用于补充流动资金。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为4,434.88万元（包含尚未划转的发行费用105.39万元）。

二、发行主体概况

截至2019年底，公司股本为31,200万股，截至2020年3月31日，林大耀、林大洲、林彩虹、林大权合计持有公司61.16%股权，仍为公司控股股东、实际控制人，控股股东持有的公司股权对外质押比率为75.22%，质押比率较高。

表1 截至2020年3月31日公司前十大股东持股及质押情况（单位：股）

序号	股东	持股比例	持股数量	质押数量
1	林大耀	28.99%	90,454,000	63,590,000
2	林大洲	15.20%	47,437,000	47,429,999
3	林彩虹	10.43%	32,526,000	32,525,999
4	林大权	6.54%	20,413,000	-
5	李石	0.96%	3,000,000	-
6	深圳市中金石创业投资有限公司	0.76%	2,361,500	-
7	王涛	0.59%	1,847,180	-
8	陈泳源	0.50%	1,570,000	-
9	黄智勇	0.37%	1,150,000	-
10	李泽玲	0.31%	976,860	-
	合计	64.65%	201,735,540	143,545,998

注：林大洲先生拟在2020年6月8日至2020年12月7日期间通过集中竞价或大宗交易的方式减持公司股份不超过11,859,250股（占公司总股本的3.8%）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事皮具的生产与销售，主要产品为鞋、包、拉杆箱、皮带等。2019年公司合并报表范围内新增1家子公司，具体详见下表。

表2 2019年公司合并范围子公司变动情况

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式(新设、投资或收购等)
超琦(香港)国际贸易有限公司	51%	500万港币	商贸	新设

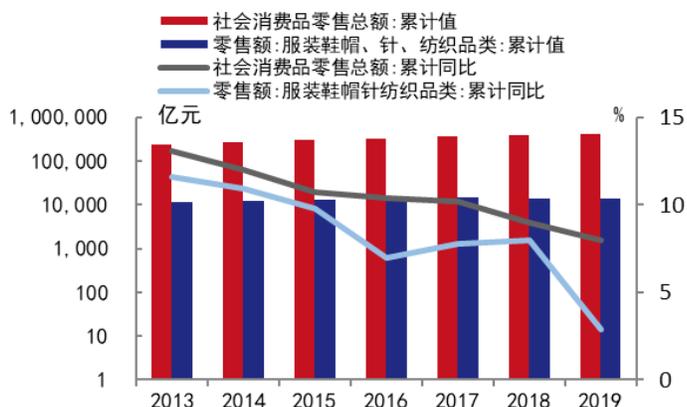
资料来源:公司提供,中证鹏元整理

三、运营环境

国内宏观经济增速放缓,服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑;同时,受 COVID-19 疫情影响,居民收入受损,食品、医疗等消费支出压力加大,短期内会对衣着消费造成一定冲击

我国宏观经济增速持续放缓,2019年全年国内生产总值同比增长6.1%,增速较2018年下降0.6个百分点。分季度来看,一至四季度GDP同比增速分别为6.4%、6.2%、6.0%和6.0%,经济下行压力仍然较大。消费方面表现为我国社会消费品零售总额增速持续放缓,2019年下滑至8.0%,较2018年下降0.98个百分点。细分来看,服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下降更为明显,2019年下滑至2.90%,较2018年下降5.11个百分点。

图1 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑

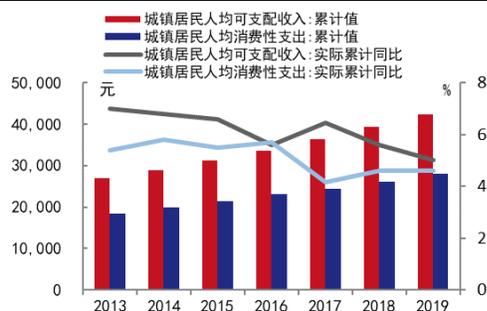


资料来源:Wind,中证鹏元整理

国内服装家纺市场需求增长动力较弱。近年来,我国城镇居民人均可支配收入增速整体呈下降趋势,2019年为5.00%,较2018年下降了0.60个百分点。2017年我国城镇居民人均消费性支出增速降幅较大,较2016年下降了1.55个百分点,2018和2019年略有回升,2019年为4.60%,与2018年持平。从消费结构来看,食品和居住为我国居民最主要的两个消费方向,近年来合计占比均在50%以上,同时居住消费占比仍在逐年增加。随着

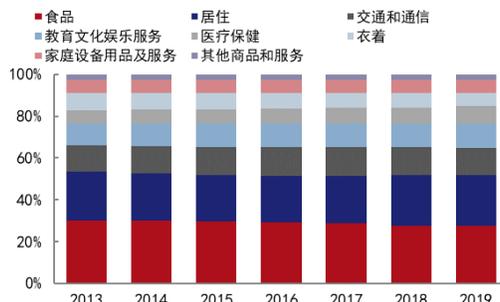
居民生活水平的提升及消费观念的变化，教育文化娱乐服务和医疗保健消费占比呈增长趋势，2019年两者合计占比为19.99%，较2018年增加了0.77个百分点。在上述因素影响下，我国居民衣着消费占比不断被压缩，2019年为6.53%，较2018年和2013年分别下降了0.39和1.87个百分点。值得注意的是，2020年1月COVID-19疫情（以下简称“疫情”）在国内爆发，各地交通管制和延期复工等政策伴随而来，对餐饮、旅游、娱乐、交通运输、酒店、零售等多个行业的正常经营造成严重影响，国内经济增长进一步承压，居民收入受损，同时食品价格上涨，医疗防护用品支出增加，短期内均对衣着消费造成进一步冲击。此外，我国人口自然增长率自2016年以来持续下降，2019年为3.34%，较2016年下降了2.52个百分点，同时我国60岁以上人口占比逐年增加，2019年末已达18.1%，长期来看，人口增长放缓及老年人口占比上升均对衣着需求的长期增长形成一定压力。

图2 城镇居民人均可支配收入增速下行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 居民衣着消费占比不断被压缩

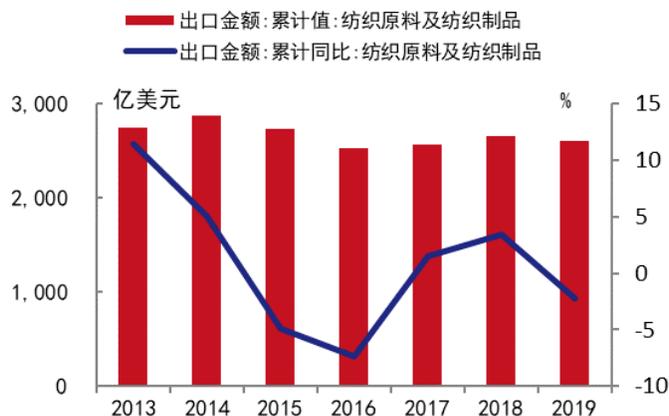


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019年世界经济增速放缓以及中美贸易摩擦导致我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负，2020年疫情在世界范围内蔓延，短期内将对我国服装家纺行业出口产生重大冲击

我国服装家纺行业仍然面临着较大的出口压力。近年来，我国纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓，并多次出现负增长。2015年受全球经济增长放缓、商品出口价格下降以及贸易结构调整等因素影响，我国纺织原料及纺织制品出口金额同比下降4.90%，2016年进一步扩大至7.40%；2017年随着对美国、欧盟和日本三大主要市场出口的恢复以及对“一带一路”沿线及非洲部分国家和地区出口的增加，我国纺织原料及纺织制品出口增速恢复正增长。2019年受世界经济增速进一步放缓以及中美博弈引发的贸易摩擦等因素影响，我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负。

图 4 2019 年纺织原料及纺织制品出口金额增速放缓



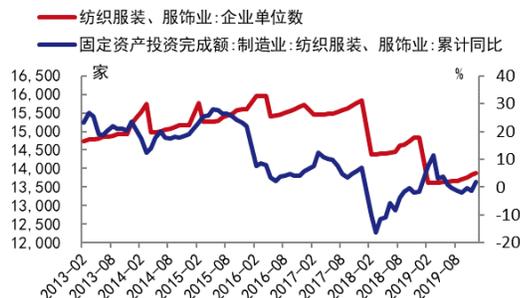
资料来源：Wind，中证鹏元整理

考虑到疫情已在世界范围内蔓延且部分主要国家疫情仍未得到有效控制，国际贸易和世界经济将遭受严重冲击，短期内我国服装家纺行业出口压力将进一步加大。

服装家纺行业固定资产投资减速，规模以上企业数量逐渐减少；行业内亏损面扩大，亏损总额大幅增长，行业内企业将加速分化

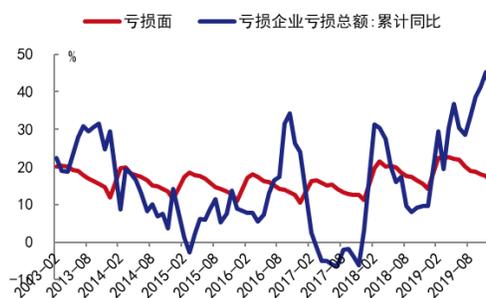
我国服装家纺行业固定资产投资增速下滑，行业内规模以上企业数量下降。近年来，我国服装家纺行业固定资产投资额波动下滑，2018年下半年低位改善但整体仍为负增长，2019年存在一定波动，全年累计同比增长1.80%。2017年以来行业内规模以上企业数量整体呈下降趋势，其中2018年和2019年下降幅度较大，2019年末为1.39万家。服装生产方面，根据中国服装协会统计，2017-2019年行业内规模以上企业服装生产量同比分别减少2.26%、3.37%和3.28%。服装家纺行业是传统的劳动密集型产业，以中小企业居多，但近年来行业自主创新能力和协同创新能力持续增强，生产流程自动化水平不断提高，三维人体测量、服装3D可视化等先进技术不断成熟，供给质量不断提高。2018年以来行业亏损面有所扩大，2019年为16.03%，较2018年上升了1.85个百分点，且亏损总额大幅增长，2018年和2019年同比分别增长9.70%和40.40%，行业内企业将加速分化。

图 5 行业固定资产投资增速下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 行业亏损面扩大，亏损总额大幅增长

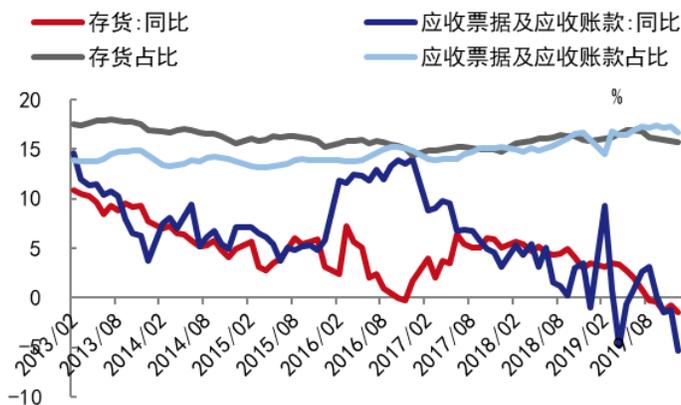


资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内外市场需求疲软，叠加此次疫情，行业库存压力和应收款项回收压力加大，行业内企业仍面临较大经营压力

近年来服装家纺企业经营压力较大，行业内规模以上企业营业收入和利润总额增速波动下降，2019 年均转为负增长，同比分别下降 3.40% 和 9.80%；毛利率和期间费用率方面，近年来整体波动幅度不大，2017-2018 年有所上升，2019 年分别为 15.04% 和 8.91%，稍有回落。近年来行业内企业存货和应收票据及应收账款同比增速波动下行，但存货和应收账款占总资产的比重仍然较大，2019 年末分别为 15.68% 和 16.75%，行业内企业仍面临较大的库存管理压力和应收款项回收压力。

图 7 行业存货和应收款项占比较高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

此次疫情影响，一方面，各大商场、购物中心以及街店等人流量大幅减少甚至闭店，叠加暖冬和换季因素，对冬装的清仓促销和春装的销售节奏带来较大影响；另一方面，延期复工带来了较大的工资、租金等固定支出压力，以上均对行业内企业盈利能力、存货及应收账款周转效率造成不利影响，预计 2020 年行业经营压力将进一步增大。

四、经营与竞争

公司主要从事皮具的设计、生产与销售，主要产品为鞋、包、拉杆箱、皮带等，拥有“万里马”、“Saint Jack”、“COOME”三个主要自有品牌和始祖鸟、颂拓、“ON Running”等多个代理品牌，品牌目标群体主要为25-45岁中高收入群体，具有一定的品牌知名度，2018年公司收购超琦电商涉足电商业务。2019年以来，公司主营业务未发生变化，收入仍主要源于团购业务销售的鞋品，2019年公司营业收入为67,553.56万元，同比下降2.58%，其中鞋品收入占比为54.58%；手袋收入占比为17.49%；2019年电子商务收入6,100.36万元，同比上升44.66%，系公司2018年收购超琦电商，并加大超琦电商代运营业务的投入力度所致。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为31.10%，同比下降2.44个百分点。

2020年一季度，公司营业收入为4,327.06万元，同比下降66.78%，毛利率为16.04%，公司营业收入、营业成本、毛利率大幅下降主要系受“新冠疫情”影响，本期较上年同期销售减少所致，后续需关注公司经营改善情况。

表3 分产品---公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鞋品	2,568.77	8.83%	36,871.60	27.34%	44,151.57	30.10%
手袋	590.82	5.27%	11,817.05	31.39%	8,438.15	31.95%
拉杆箱	25.5	2.83%	2,742.33	38.75%	4,602.66	48.70%
皮带	313.96	32.67%	6,810.12	33.28%	4,483.30	27.88%
电子商务（超琦电商）	693.55	40.55%	6,100.36	51.23%	4,217.10	67.53%
配件等	42.1	16.28%	2,618.07	25.85%	2,186.71	32.15%
钱包	28.44	12.61%	534.41	11.85%	827.45	23.72%
其他业务	63.92	64.63%	59.62	40.65%	433.02	8.34%
合计	4,327.06	16.04%	67,553.56	31.10%	69,339.96	33.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的业务收入主要来自华北、华南和华中地区，2019年来自华北、华南和华东地区的营业收入合计占比为79.34%，海外地区的营业收入占比0.03%，海外疫情对公司的经营影响不大，预计随着国内开工开产，公司二季度的经营情况会得到改善。

公司组建了一支专业研发设计团队，继续加大研发投入

2019年公司继续高度重视产品的研发设计，组建了一支专业研发设计团队，以满足不同行业客户不断出现的新需求。截至2019年末，公司拥有研发设计人员196人，同比上升70.43%，2019年推出463个系列4,720个款式，同比大幅增长。公司研发人员和研发费用大幅增加，主要系一方面2019年度公司开始研发单兵防护装备，并投资建设单兵

防护装备生产线，另一方面设立广东省省级企业技术中心所致。由于研发人员大幅增长，2019年公司年设计经费增长到3,272.96万元，同比上升66.63%，占营业收入的4.84%。

目前公司加大研发投入，主要原因是公司计划通过智能制造和信息化升级建设，向自动化、智能化方向转型升级，研发单兵装备特种防护被装产品，进一步拓展业务产品线，为特定团购客户定向研发军警被装换装产品及特种作战防护类产品，从而提升公司产品的科技含量，巩固团购渠道优势，增强公司产品的核心竞争力。

表4 公司研发人员及经费情况（单位：人、万元）

项目	2019年	2018年	同比变化
研发人员	196	115	70.43%
年度设计经费	3,272.96	1,964.22	66.63%
年度设计经费占营业收入的比重	4.84%	2.83%	2.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受订单量下降影响，2019年公司鞋品产量下降较多，且手袋及钱包闲置产能较大

公司生产经营模式如下：采用“订单+预测”的生产模式组织生产，并采取自主生产与外协生产相结合的方式合理调配产能，受限于公司产能阶段性不足，公司部分产品委托外协厂商生产完成。2019年外协成本占主营业务成本的比重为36.80%，同比上升3.38个百分点，主要系公司部分手袋和拉杆箱主要由外协单位生产，2019年手袋订单量大幅增加，导致公司外协成本增加。

公司鞋品及皮带主要针对团购客户生产，手袋、钱包、拉杆箱等主要由门店及电商渠道面向终端销售。公司主要根据市场需求及订单情况组织生产。2019年鞋品自产产能为164.34万双，同比下降29.89%，主要系公司根据中标订单情况安排鞋品生产产能，由于2019年鞋品订单下降，公司减少一台圆盘注塑机的使用和将两台注塑机的工作时间由2018年的两班倒改为一班倒，2019年公司鞋品自产产量150.43万双，同比下降31.28%，合计产量下降29.72%。得益于皮带订单的增长，皮带自产产量增长33.76%，总产量增长67.51%。2019年公司手袋产销率为100.24%，自产产能利用率为40.44%；钱包产销率为122.66%，自产产能利用率为35.64%，公司手袋及钱包闲置产能较大，主要是出于经济效益考虑，将技术难度相对较低，市场上供应商较为充足且质量可靠的非皮料产品委外生产；公司拉杆箱全部由外协单位生产，产销率为97.27%。

表5 公司产品产能及产销情况（单位：万双，万条，万个）

年份	产品	自产产能	自产产量	外协生产量	产量合计	销量	自产产能利用率	产销率
2019年	鞋品	164.34	150.43	22.47	172.90	171.07	91.54%	98.94%
	皮带	81.18	103.56	84.87	188.43	163.71	127.57%	86.88%

	手袋	25.37	10.26	85.38	95.64	95.87	40.44%	100.24%
	钱包	13.89	4.95	0.39	5.34	6.55	35.64%	122.66%
	拉杆箱	-	-	8.41	8.41	8.18	-	97.27%
	鞋品	234.41	218.9	27.12	246.02	230.2	93.38%	93.57%
2018年	皮带	81.18	77.42	35.07	112.49	107.19	95.37%	95.29%
	手袋	25.37	14.73	34.65	49.38	49.32	58.06%	99.88%
	钱包	18.52	4.06	2.91	6.97	8.96	21.92%	128.55%
	拉杆箱	-	-	12.43	12.43	12.44	-	100.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司收入仍主要源自团购业务，但团购业务客户集中度较高，且2019年公司新签合同总金额下降

公司销售模式可以分为自有渠道与代理商渠道，其中，自有渠道可以分为直营店、团购、电子商务、批发商及ODM渠道。公司通过投标取得团购客户订单，通过订货会取得代理商订单，通过协议取得批发商及ODM客户订单，同时公司还通过直营店、电子商务平台销售自有品牌及代理品牌产品。现阶段，公司团购业务发展较好，2019年公司团购业务收入占营业收入的比重为70.54%，团购业务毛利润占公司业务毛利润总额的比重为64.28%，公司收入及利润仍主要由团购业务贡献。

表6 公司主营业务收入分渠道构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
团购	47,653.70	28.34%	50,724.16	30.29%
直营店	4,801.52	29.88%	7,198.27	41.92%
电子商务	8,498.77	41.95%	7,187.62	51.27%
代理商	5,109.01	45.90%	2,512.70	38.85%
ODM	1,173.05	12.99%	1,021.30	12.00%
批发商	257.89	-6.86%	262.89	22.11%
其他业务	59.62	40.65%	433.02	8.34%
合计	67,553.56	31.10%	69,339.96	33.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司团购客户主要来自军队、武警、公安、电网以及铁路系统，其中解放军总后勤部军需局采购占团购业务量最大，2019年公司对解放军总后勤部军需局销售金额为24,488.18万元，占团购渠道销售比为51.39%，同比上升15.47个百分点。目前大部分客户（如军队、武警、公安系统及部分企事业单位等）均要求每年对合格供应商资质进行复审，并根据其内部复审结果对“武警物资采购管理信息新系统”、“中央军委后勤保障部军队采购网”等系统中的合格供应商名单进行更新，若不符合相关供应商资格将被移出该供应

商库。

结算方面，解放军总后勤部军需局单个合同执行金额通常在1,000万元以上，公司按照客户要求将货品发至全国各地指定地点后，需要收集各接收点签收的发货清单，结合合同向客户统一申请结算；武警后勤部物资采购站，当年执行完毕的合同在年末统一申请结算；铁路系统单位，也需要收集各地签收单据之后再统一申请结算，每月定期回款100-300万元不等，每期回款金额较小，当销售金额较大时，回款期间达到6个月以上。同时，具体回款进度还与客户的付款内部审批流程相关。因此，公司对主要团购客户的销售，从发货确认收入至收到货款一般为3个月以上，部分客户达到6个月以上。

从客户集中度来看，公司对主要客户依赖较大，2019年公司团购业务前五大客户销售金额占团购业务收入的比重为70.46%，同比上升8.44个百分点，公司大客户销售占比较大，存在大客户流失对公司业绩造成较大影响的风险。

表7 公司团购业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户具体名称	销售金额	占年度团购业务收入的比重
2019年	中国人民解放军总后勤部军需物资油料部军需军事代表局	24,488.18	51.39%
	广东省公安厅	5,749.92	12.07%
	中国人民武装警察部队消防局	1,216.82	2.55%
	广州铁路（集团）公司站车服务中心	1,127.75	2.37%
	吉林省公安厅（长春市公安局）	994.55	2.09%
	合计	33,577.22	70.46%
2018年	中国人民解放军总后勤部军需物资油料部军需军事代表局	18,220.37	35.92%
	中国人民武装警察部队后勤部物资采购站	5,857.18	11.55%
	广东省公安厅	4,533.97	8.94%
	中国人民武装警察部队消防局	1,449.20	2.86%
	中国人民武装警察边防部队	1,400.45	2.76%
	合计	31,461.17	62.02%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与团购业务主要客户合作顺畅，2019年公司新签合同金额36,229.73万元，同比下降50.99%，系公司2018年与解放军总后勤部军需物资油料部军需军事代表局所签合同为两年，2019年公司对其销售金额为24,488.18万元。

表8 公司团购业务订单情况（单位：笔，万元）

项目	2019年	2018年
当年新签合同笔数	526	564
当年新签合同总金额	36,229.73	73,930.57

当年已中标但尚未签订合同的中标金额合计数	2,408.91	1,343.23
----------------------	----------	----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司关闭了部分亏损店铺，门店数量大幅下降，终端经营压力加大

因终端消费需求乏力，国内皮具品牌众多，加之国外品牌冲击，近年来皮具经营压力较大，2019年公司关闭了部分亏损直营店铺，直营店数量呈下降趋势。

公司相当数量的代理商门店分布在三、四线城市以及街边店铺，受电子商务等新兴销售渠道的冲击较大，经营压力增加，代理商适当关闭了部分经营亏损的终端店铺，代理商门店数量也呈下降趋势。截至2019年末，公司门店总数为197家，较2018年末减少了76家，主要集中于华南和西北地区。

表9 公司门店情况统计（单位：家）

类型	2019年			2018年		
	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
直营店	89	14	56	131	32	29
代理商门店	108	28	62	142	13	84
合计	197	42	118	273	45	113

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着订单规模的减少，公司原材料采购总额下降，主要原材料价格波动不大，公司材料成本压力可控

公司主要经营皮具产品，所耗用材料为皮料、鞋底、里布及五金配件等，其中皮料为主要原材料，并以牛皮居多。公司原材料采购渠道为以国内供应商采买为主，采购质量由采购部门严格把控。

2019年公司原材料采购总额为21,018.79万元，同比下降19.43%，主要系公司主要皮料和辅助材料采购金额的减少，其中主要皮料采购额占原材料采购总额的比重为49.52%，主要皮料采购价格为14.30元/平方英尺，同比变化不大。

公司溢价收购超琦电商发展电子商务业务，2019年该业务继续保持增长，但未来若超琦电商经营不达预期，公司商誉面临减值风险

超琦电商成立于2010年，收购交易前注册资本为500万元，股东为钟奇志、陈玉丹。超琦电商目前主要为母婴产品、运动户外产品的品牌商提供物流管理、电商平台旗舰店运营管理、代理经销品牌商产品等综合服务。2019年公司电子商务业务收入8,498.77万元，同比增长18.24%，其中超琦电商营业收入为6,529.70万元，同比增长27.56%，净利润为1,108.25万元，同比增长29.30%。

表10 超琦电商主要财务数据（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
流动资产	7,303.94	6,415.81	1,485.25
非流动资产	316.47	114.49	107.30
资产总额	7,620.41	6,530.30	1,592.55
流动负债	583.12	601.27	866.27
非流动负债	-	-	-
负债总额	583.12	601.27	866.27
所有者权益	7,037.29	5,929.04	726.28

项目	2019年度	2018年度	2017年度
营业收入	6,529.70	5,119.12	12,053.05
营业利润	1,375.72	1,145.45	140.15
利润总额	1,372.65	1,144.98	407.09
净利润	1,108.25	857.12	370.81
扣非后归属于母公司 股东净利润	1,096.70	857.47	170.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司于2018年3月收购超琦电商，超琦电商100%股权按照合并收益法的评估值为13,116.47万元，评估增值18.06倍，公司收购及增资后持有超琦电商51%股权，公司账面因本次收购产生商誉6,336.20万元。截至2019年末，该部分商誉未发生减值，占2019年末总资产的比重为4.99%。

超琦电商股权出让方向公司承诺：超琦电商2018年、2019年、2020年实现的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准）金额不低于800万元、1,200万元、1,600万元，或2018-2020年合计实现不低于3,600万元税后净利润（扣除非经常性损益后）。若超琦电商2018-2020年实现的经审计累计扣除非经常性损益后的实际净利润数低于3,600万元的，则超琦电商股权出让方应按约定向公司进行现金补偿¹。

需要关注的是，超琦电商2018年业务结构大幅调整，2018年超琦电商净利润为857.12万元，勉强达到业绩承诺标准，2019年净利润（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准）为1,096.70万元，未达到承诺标准1200万元，若未来超琦电商存在实际净利润达不到前述的承诺业绩，公司账面商誉存在减值风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

¹ 业绩补偿金额=（3,600万元-业绩承诺期内累计实现的实际净利润数）÷业绩承诺期内各年承诺的净利润数总和（3,600万元）×股权出让方所出售标的资产的交易价格（4,500万元）

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告及报表均采用新会计准则编制，2019年公司新设1家子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司为7家，详见附录二。

资产结构与质量

公司存货及应收账款规模较大，对资金形成一定占用，且账面商誉存在减值风险

2019年末公司总资产为127,099.18万元，同比增长14.46%，主要系发行本期债券所致。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2020年3月末流动资产占比为77.66%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,860.52	8.95%	14,073.12	11.07%	10,260.70	9.24%
交易性金融资产	5,000.00	4.12%	8,000.00	6.29%	0.00	0.00%
应收账款	41,606.04	34.27%	45,486.87	35.79%	45,324.38	40.82%
预付款项	8,591.49	7.08%	7,006.14	5.51%	1,691.88	1.52%
存货	23,426.31	19.30%	20,793.62	16.36%	23,607.66	21.26%
流动资产合计	94,286.50	77.66%	99,654.50	78.41%	83,681.43	75.36%
固定资产	16,516.96	13.60%	16,741.95	13.17%	17,393.74	15.66%
商誉	6,336.20	5.22%	6,336.20	4.99%	6,336.20	5.71%
非流动资产合计	27,120.88	22.34%	27,444.67	21.59%	27,365.03	24.64%
资产总计	121,407.38	100.00%	127,099.18	100.00%	111,046.46	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金余额14,073.12万元，同比增长明显，主要系发行本期债券所致，其中使用受限的其他货币资金为3,343.23万元，主要为银行承兑汇票保证金。2019年末公司交易性金融资产为8,000.00万元为购买银行理财产品。

2019年末公司应收账款为45,486.87万元，占总资产的比重为35.79%，主要为应收相关团购单位货款，前五名单位分别为中国人民解放军总后勤部军需物资油料部军需军事代表局、广东省公安厅、中国人民武装警察部队后勤部物资采购站、广州铁路（集团）公司站车服务中心和中国人民武装警察部队消防局，前五名欠款合计22,382.85万元，占应收账款合计数的48.36%，公司应收账款账龄1年以内部分占比85.00%，公司按照账龄分析法当年计提坏账准798.29万元，公司应收账款主要客户质量较好，应收账款坏账风险相对较小，但是回款相对较慢，对公司资金占用较大。2019年末公司预付款项金额为7,006.14万元，

同比增长314.10%，其中一年以内的预付账款占比95.33%，主要系公司拟为沈阳军区的招标工作计划在沈阳购置一个写字楼预付的定金。

2019年末公司存货为20,793.62万元，占总资产的比重为16.36%，同比下降11.92%，主要系在产品的减少，其中库存商品15,016.59万元，在产品1,829.94万元，原材料4,017.53万元，公司库存商品的库龄主要集中在1年以内，2019年公司计提存货跌价准备86.98万元。公司生产的终端销售的品牌产品，由于现阶段中端品牌市场竞争压力较大，终端需求未能明显改善环境下，公司品牌产品存在一定的销售压力，需关注公司库存的品牌产品跌价风险。

公司非流动资产主要为固定资产和商誉。2019年末公司固定资产为16,741.95万元，同比变化不大，其中房屋建筑物和机器设备占比分别为74.86%和22.53%，公司账面价值14,391.68万元的固定资产（厂房、宿舍楼及办公楼）已用于借款抵押。2019年末公司商誉为6,336.20万元，系2018年收购超琦电商产生，占总资产的比重为4.99%，如超琦电商经营不达预期，公司商誉面临减值风险。

整体来看，公司资产规模不断增长，部分资产使用受限，2019年公司存货及应收账款合计占总资产的比重为52.15%，对营运资金形成较大占用，且存货中品牌产品存在一定跌价风险；另外，如果投资标的未能产生如期效益，将带来一定商誉减值风险。

资产运营效率

公司运营效率有所下降

公司营业收入主要来源于团购业务，军需团购业务现场验货交货即确认收入，相关军需单位收到货物，系统流程至付款存在一定时滞。2019年应收账款周转天数为238.77天，同比增加38.50天，主要系营业收入下降及应收账款小幅增长所致。公司存货主要为团购业务产生，2019年公司存货周转天数为171.70天，同比减少4.73天，系在产品减少使得存货规模下降。2019年公司应付账款周转天数为116.31天，同比下降24.63天，主要系2019年公司预付款项的增加。整体来看，受以上因素综合影响，公司2019年净营业周期为294.16天，同比增加58.40天。由于营业收入规模的小幅下降，公司流动资产周转天数和总资产周转天数有所增加。

表12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	238.77	200.27
存货周转天数	171.70	176.43

应付账款周转天数	116.31	140.94
净营业周期	294.16	235.76
流动资产周转天数	488.51	428.68
固定资产周转天数	90.96	89.62
总资产周转天数	634.55	552.68

注：应收账款周转天数同时考虑了预收款项，应付账款周转天数同时考虑了应付票据、预付款项。
资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司净利润下滑明显，且受“新冠疫情”影响，2020年一季度出现亏损，公司面临较大的经营压力

2019年营业收入为67,553.56万元，同比下降2.58%。其中，团购业务收入占营业收入的比重为70.54%，同比下降2.61个百分点，团购业务毛利润占公司业务毛利润总额的比重为64.28%，同比变化不大，公司收入及利润主要由团购业务贡献。但是2019年公司团购业务新签合同金额为36,229.73万元，同比下降50.99%，主要系公司2018年度与解放军总后勤部军需物资油料部军需军事代表局所签合同为两年期的，2019年度合同尚在有效期内，未与其新签合同，但是与其交易24,488.18万元。

2019年公司综合毛利率为31.10%，同比下降2.44个百分点，各渠道销售收入毛利均有不同程度的下降。2019年期间费用率为27.07%，同比上升2.45个百分点，主要系研发费用和财务费用大幅增加所致。2019年公司净利润为2,942.92万元，同比下降31.14%，主要系营业收入减少和期间费用增加所致。

2020年一季度，公司营业收入为4,327.06万元，同比下降66.78%，净利润为-2,920.82万元，同比大幅下降720.58%，主要受“新冠疫情”影响，本期较上年同期销售减少所致，鉴于目前国内疫情防控形势仍严谨，且国外疫情尚未控制，公司面临较大的经营压力。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	4,327.06	67,553.56	69,339.96
营业利润	-2,946.86	3,031.86	5,150.46
利润总额	-2,947.48	3,093.46	5,152.38
净利润	-2,920.82	2,942.92	4,273.92
综合毛利率	16.04%	31.10%	33.54%
期间费用率	81.79%	27.07%	24.62%
营业利润率	-68.10%	4.49%	7.43%

总资产回报率	-	4.56%	6.29%
净资产收益率	-	5.23%	8.73%
营业收入增长率	-66.78%	-2.58%	14.77%
净利润增长率	-720.58%	-31.14%	14.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净额有所好转，但仍存在一定的资金压力

2019年公司整体生产经营较为稳定，收现比为1.14，同比有所提高。由于利润的下降，2019年公司FFO为6,392.36万元，同比下降17.20%。但受益于存货及应收账款对营运资本的占用减少，2019年公司经营活动净现金流由上年的净流出转为净流入3,040.21万元。投资活动现金流主要系购买银行理财产品。筹资活动现金流主要系发行本期债券所致。

总体而言，公司应收账款及存货占款相对较多，需加强收付款项的匹配管理以改善经营活动现金流。2019年末公司资产负债率为52.53%，有息债务规模为50,605.94万元，公司经营活动现金流如难以满足偿债及项目建设需求，将面临较大的资金压力，预计未来对筹资活动将持续依赖。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.14	0.99
净利润	2,942.92	4,273.92
非付现费用	1,159.14	2,142.33
非经营损益	2,290.30	1,304.31
FFO	6,392.36	7,720.56
营运资本变化	-3,352.15	-16,493.16
其中：存货的减少	2,743.60	-2,078.80
经营性应收项目的减少	-5,981.38	-13,773.61
经营性应付项目的增加	-114.37	-640.75
经营活动产生的现金流量净额	3,040.21	-8,772.61
投资活动产生的现金流量净额	-10,020.27	-6,325.22
筹资活动产生的现金流量净额	9,840.10	2,681.15
现金及现金等价物净增加额	2,874.45	-12,392.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所增加，其中有息债务占比较大，且以短期债务为主，公司面临较大

的偿债压力

2019年末，公司负债总额为66,761.63万元，同比增长13.63%；所有者权益为60,337.55万元，同比增长15.39%；产权比率为110.65%，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	63,995.98	66,761.63	58,756.01
所有者权益	57,411.40	60,337.55	52,290.44
产权比率	111.47%	110.65%	112.36%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司负债中流动负债占比78.87%，有所下降，主要系发行本期债券所致。2019年末公司短期借款为24,559.00万元，其中信用借款1,430.00万元，抵押借款21,129.00万元，抵押物为公司相关房产，质押借款2,000.00万元。2019年末，公司应付票据为7,658.14万元，主要系为缓解资金压力以及降低融资成本，公司使用银行承兑汇票与供应商结算所致；应付账款为12,861.16万元，主要为应付原材料采购及外协单位货款。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为4,151.58万元，主要是一年内到期的融资租赁款。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24,459.00	38.22%	24,559.00	36.79%	30,884.42	52.56%
应付票据及应付账款	19,079.63	29.81%	20,519.30	30.74%	18,254.76	31.07%
一年内到期的非流动负债	4,056.45	6.34%	4,151.58	6.22%	540.00	0.92%
流动负债合计	50,475.37	78.87%	52,524.40	78.67%	54,689.60	93.08%
长期借款	97.89	0.15%	232.89	0.35%	772.89	1.32%
应付债券	12,602.68	19.69%	12,343.93	18.49%	0.00	0.00%
长期应付款	820.04	1.28%	1,660.40	2.49%	3,293.52	5.61%
非流动负债合计	13,520.60	21.13%	14,237.23	21.33%	4,066.41	6.92%
负债合计	63,995.98	100.00%	66,761.63	100.00%	58,756.01	100.00%
其中：有息债务	49,336.06	77.09%	50,605.94	75.80%	40,573.60	69.05%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务合计50,605.94万元，其中短期有息债务占比71.87%，面临较大的偿债压力。

偿债指标方面，2019年末公司资产负债率为52.53%，变化不大。由于存货规模较大，公司速动比率数值较低。2019年公司EBITDA同比小幅下降，叠加利息支出增加，2019年EBITDA利息保障倍数降至3.14。由于公司负债总额及有息债务规模较大，EBITDA及经营

活动净现金流对整体负债的保障能力相对较差。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	52.71%	52.53%	52.91%
流动比率	1.87	1.90	1.53
速动比率	1.40	1.50	1.10
EBITDA（万元）	-	7,337.45	8,321.89
EBITDA 利息保障倍数	-	3.14	5.41
有息债务/EBITDA	-	6.90	4.88
债务总额/EBITDA	-	9.10	7.06
经营性净现金流/流动负债	-	0.06	-0.16
经营性净现金流/负债总额	-	0.05	-0.15

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2020年5月21日），公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司品牌具有一定的品牌知名度，2019年继续加大研发投入，公司团购业务与军需单位及大型企业合作发展较稳定。

同时中证鹏元也关注到，公司团购业务客户集中度较高，门店数量大幅减少，高溢价收购形成较大规模商誉存在减值风险，2019年净利润下降明显，且受新冠疫情影响，2020年一季度出现较大亏损，以及存在较大偿债压力等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为A+，维持公司主体长期信用等级为A+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	10,860.52	14,073.12	10,260.70	23,330.84
应收账款及应收票据	41,606.04	45,486.87	45,324.38	32,916.90
存货	23,426.31	20,793.62	23,607.66	21,559.02
流动资产合计	94,286.50	99,654.50	83,681.43	81,453.96
固定资产	16,516.96	16,741.95	17,393.74	17,131.21
商誉	6,336.20	6,336.20	6,336.20	0.00
非流动资产合计	27,120.88	27,444.67	27,365.03	20,404.40
资产总计	121,407.38	127,099.18	111,046.46	101,858.35
短期借款	24,459.00	24,559.00	30,884.42	31,111.84
应付票据及应付账款	19,079.63	20,519.30	18,254.77	20,639.87
一年内到期的非流动负债	4,056.45	4,151.58	540.00	0.00
流动负债合计	50,475.37	52,524.40	54,689.60	56,231.48
长期借款	97.89	232.89	772.89	0.00
长期应付款	820.04	1,660.40	3,293.52	0.00
非流动负债合计	13,520.60	14,237.23	4,066.41	0.00
负债合计	63,995.98	66,761.63	58,756.01	56,231.48
有息债务	49,336.06	50,605.94	40,573.60	37,546.68
所有者权益合计	57,411.40	60,337.55	52,290.44	45,626.87
营业收入	4,327.06	67,553.56	69,339.96	60,414.39
营业利润	-2,946.86	3,031.86	5,150.46	4,817.10
净利润	-2,920.82	2,942.92	4,273.92	3,733.24
经营活动产生的现金流量净额	-3,861.14	3,040.21	-8,772.61	-25,938.67
投资活动产生的现金流量净额	2,508.38	-10,020.27	-6,325.22	-3,564.07
筹资活动产生的现金流量净额	-1,569.16	9,840.10	2,681.15	32,872.69
财务指标		2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	238.77	200.27	133.29
存货周转天数（天）	-	171.70	176.43	169.52
应付账款周转天数（天）	-	116.31	140.94	199.66
净营业周期（天）	-	294.16	235.76	103.15
流动资产周转天数（天）	-	488.51	428.68	404.06
固定资产周转天数（天）	-	90.96	89.62	95.44
总资产周转天数（天）	-	634.55	552.68	515.41
综合毛利率	16.04%	31.10%	33.54%	30.46%
期间费用率	81.79%	27.07%	24.62%	19.44%
营业利润率	-68.10%	4.49%	7.43%	7.97%

总资产回报率	-	4.56%	6.29%	6.41%
净资产收益率	-	5.23%	8.73%	10.13%
营业收入增长率	-66.78%	-2.58%	14.77%	0.38%
净利润增长率	-720.58%	-31.14%	14.48%	0.89%
资产负债率	52.71%	52.53%	52.91%	55.21%
流动比率	1.87	1.90	1.53	1.45
速动比率	1.40	1.50	1.10	1.07
EBITDA（万元）	-	7337.45	8,321.89	6,705.97
EBITDA 利息保障倍数	-	3.14	5.41	10.25
有息债务/EBITDA	-	6.90	4.88	5.60
债务总额/EBITDA	-	9.10	7.06	8.39
经营性净现金流/流动负债	-	0.06	-0.16	-0.46
经营性净现金流/负债总额	-	0.05	-0.15	-0.46

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年末公司纳入合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例		业务性质
		直接	间接	
香港必和有限公司	390 万港币	100%	-	商贸
Coomo Company Limited	10 美元	-	100%	商标持有
Alpha Universal Limited	10 美元	-	100%	商标持有
广州天江贸易有限公司	100 万元	100%	-	商贸
广州超琦电子商务有限公司	667.14 万元	51%	-	商贸
上海悦跑信息科技有限公司	500 万元	-	51%	商贸
超琦（香港）国际贸易有限公司	500 万港币	-	51%	商贸

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值} - \text{期初预收款项账面价值} - \text{期末预收款项账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} (\text{含研发费用}) + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据中有息部分 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加

附录四 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。