

天创时尚股份有限公司
2019 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



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。

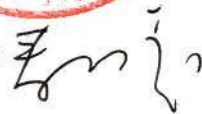
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【521】号 02

分析师

姓名：
安晓敏 胡长森
电话：
010-66216006
邮箱：
anxm@cspengyuan.com

评级日期：
2019年09月16日

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
方法已披露于公司官方
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

天创时尚股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过6亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：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

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”）对天创时尚股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：603608.SH）本次拟公开发行不超过6亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产品具有一定的品牌知名度，产销匹配较好，收入不断增长，现金生成能力较强，负债水平较低。同时中证鹏元也关注到，公司直营店占比增加，库存规模增长，应收账款及存货对公司资金形成一定占用，库存商品存在跌价风险；公司高溢价收购形成较大规模商誉，存在减值风险等风险因素。

正面：

- 公司品牌具有一定的知名度。公司旗下经营的鞋类品牌包括 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso 和 KissKitty 等自有品牌，并代理西班牙品牌 Patricia。公司经营品牌的目标群体主要为 25-45 岁中高收入群体，具有一定的品牌知名度。
- 公司鞋品产销匹配情况较好，销售收入不断增长。公司采用“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，产销率维持在较高水平，2016-2018 年分别为 106.79%、100.89%和 93.84%。近年公司鞋品销售收入仍保持增长，2016-2018 年分别为 15.15 亿元、16.61 亿元和 17.11 亿元。
- 公司盈利能力较好，现金生成能力较强，负债水平较低。2016-2018 年，公司营业收入保持增长，综合毛利率分别为 57.16%、57.75%和 56.01%，整体盈利良好；公司销售回款稳定，现金生成能力较强，从经营现金流来看，2016-2018 年分别为 2.12

亿元、2.70 亿元及 3.04 亿元，经营现金流表现较好。2019 年 6 月末，公司资产负债率为 19.73%，负债水平较低；有息负债为 7,800.00 万元，规模较小。

关注：

- 公司旗下产品线下销售占比较大且以直营为主，鞋品库存规模加大。公司终端销售的品牌产品依靠直营渠道、加盟商渠道及电商平台进行销售，2016-2018年公司鞋业板块直营渠道销售收入占鞋业收入的比重分别为75.76%、71.53%和74.38%。2016年以来公司直营店数量不断增加，导致公司商品库存规模逐年增长，2018年末库存商品余额为43,624.77万元，占当期末总资产的比重为16.08%。
- 应收账款及存货对公司资金形成一定占用，存货存在跌价风险。截至2019年6月末，公司账面应收账款为29,973.30万元，占总资产的比重为11.52%，应收账款规模较大；截至2019年6月末，账面存货余额为44,597.90万元，占总资产的比重为17.14%，近年随着直营店数量增加导致公司库存规模增加，在终端需求未能明显改善的环境下，较大规模的存货存在一定跌价风险。
- 公司溢价收购形成大额商誉，面临业务整合风险及商誉减值风险。公司收购小子科技100%股权产生商誉61,339.28万元，占2018年末总资产的比重为22.61%，小子科技100%股权的评估增值率达871.06%，评估增值率较高，若未来小子科技经营不达预期，公司商誉面临减值风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年6月	2018年	2017年	2016年
总资产	260,148.15	271,267.13	283,281.73	182,218.71
归属于母公司所有者权益	206,819.96	215,444.55	200,764.87	152,958.99
有息债务	7,800.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	19.73%	19.89%	28.54%	14.84%
流动比率	2.62	2.69	2.05	4.94
速动比率	1.72	1.77	1.51	3.45
营业收入	104,629.01	205,234.21	173,384.36	154,798.24
营业利润	14,194.92	28,959.48	22,877.32	14,239.84
净利润	12,208.10	24,485.94	18,573.67	11,806.01
综合毛利率	55.13%	56.01%	57.75%	57.16%
总资产回报率	-	10.17%	9.90%	10.43%
EBITDA	-	35,898.76	28,242.99	21,691.96
EBITDA 利息保障倍数	-	198.89	-	42.49

经营活动现金流净额	14,354.02	30,374.14	27,009.02	21,244.12
-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为广州天创鞋业有限公司，成立于2004年4月，初始注册资本为1,000万港元，高创有限公司（以下简称“香港高创”）持股比例为100.00%。后经历三次股东增资及股权变更，2011年5月广州天创鞋业有限公司注册资本增至2,557.03万元。2012年1月，广州天创鞋业有限公司召开董事会，全体股东共同发起将公司整体改组为股份有限公司，同年5月完成工商登记变更，公司正式更名为广州天创时尚鞋业股份有限公司，改组后公司注册资本为2.1亿元，香港高创、平潭禾天投资咨询合伙企业（以下简称“平潭禾天”）、平潭尚见投资咨询合伙企业（以下简称“平潭尚见”）持股比例分别为32.24%、30.21%和17.83%。2016年1月13日，经中国证券监督管理委员会核准，公司于2016年2月18日在上海证券交易所主板上市，股票代码603608.SH，首次公开发行人民币普通股7,000万股，公司总股本增加至28,000万股。此后，经过资本公积转增股份和股权激励等，截至2019年6月末，公司总股本为43,140.22万股，香港高创及平潭禾天持股比例分别为21.66%和20.59%。同时，梁耀华和李林还分别直接持有公司0.01%和1.72%的股份，二人合计直接和间接共同控制公司43.98%的股份，为公司的实际控制人¹。

截至2019年6月末，公司前十大股东持股情况见表1；其中平潭禾天的股份质押数量为32,469,100股，平潭尚见的股份质押数量为30,153,600股。

图1 截至2019年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

¹ 梁耀华、李林、香港高创及广州禾天于2011年12月7日签订了《一致行动协议》，并于2016年12月7日根据协议约定续期，有效期为5年，为一致行动人。

表1 截至2019年6月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例
1	高创有限公司	境外法人	93,430,856	21.66%
2	平潭禾天文化创意合伙企业(普通合伙)	境内非国有法人	88,830,630	20.59%
3	平潭尚见文化创意合伙企业(普通合伙)	境内非国有法人	51,064,868	11.84%
4	李怀状	境内自然人	19,162,830	4.44%
5	西藏创源文化创意有限公司	境内非国有法人	15,740,466	3.65%
6	西藏善靛商贸有限公司	境内非国有法人	10,833,100	2.51%
7	天创时尚股份有限公司回购专用证券账户	其他	9,230,020	2.14%
8	刘晶	境内自然人	8,099,726	1.88%
9	李林	境内自然人	7,400,317	1.72%
10	林丽仙	境内自然人	6,321,740	1.47%

资料来源：公司 2019 年半年度报告，中证鹏元整理

公司主要从事时尚女皮鞋的研发、生产、分销及零售业务，自创立以来一直专注于时尚女皮鞋市场，拥有KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso和KissKitty等自有品牌，并代理西班牙品牌Patricia。截至2019年6月末，公司纳入合并范围子公司详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：天创时尚股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过6亿元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由股东大会授权的公司董事会及董事会授权人士根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权的公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本期发行可转债的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和上一个交易日的公司股票交易均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债。如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少二十个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本期发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权的公司董事会及其授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为不超过6亿元（含），募集资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占总投资比例
智能制造基地建设项目	92,912.97	52,000.00	55.97%
补充流动资金	-	8,000.00	-
合计	92,912.97	60,000.00	-

资料来源：公司提供

根据公司提供的《天创时尚股份有限公司关于天创时尚总部创意产业园-智能制造基地建设项目可行性研究报告》（以下简称“募投项目可研报告”），智能制造基地建设项目建设地点位于广东省广州市南沙区东涌镇万洲工业园，项目用地面积60,456平方米，拟通过购置 FMSS 全自动柔性制鞋生产流水线、RSA 罗伯特自动化数据采集系统、智能皮革裁剪机器人等国内外现代化、智能化先进设备，新建4条自动化智能生产线及4条柔性生产线。项目计划建设期4年，计划总投资92,912.97万元，拟使用募集资金不超过52,000.00万元。

公司已取得《建设用地规划许可证》（地字第穗规南地证[2016]38号）、《不动产权证书》（粤（2016）广州市不动产权第11202250号）、《建设用地批准书》（穗南国土建用字[2016]第0031号）、《关于天创时尚总部创意产业园-智能制造基地建设项目环境影响报告表审批意见的函》（穗南审批环评[2019]203号），目前项目备案已完成，施工许可证已取得。根据公司提供的募投项目可研报告，该项目在债券存续期内可累计实现收入28.00亿元，净利润5.47亿元；项目税后财务内部收益率16.09%，税后投资回收期（含建设期）7.98年。

表3 募投项目在本期债券存续期内的收益情况（单位：万元）

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	合计
营业收入	0	0	12,474	52,638	97,786	117,060	279,958
税金及附加	0	0	10	10	907	1,342	2,269
总成本费用	0	0	10,102	39,376	70,806	84,439	204,723
利润总额	0	0	2,362	13,252	26,073	31,279	72,966
应纳税所得额	0	0	2,362	13,252	26,073	31,279	72,966
所得税	0	0	591	3,313	6,518	7,820	18,242
净利润	0	0	1,771	9,939	19,555	23,459	54,724
净利润率	0	0	14%	19%	20%	20%	20%

资料来源：募投项目可研报告

同时中证鹏元也关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入

使用存在不确定性；另外，受需求市场等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

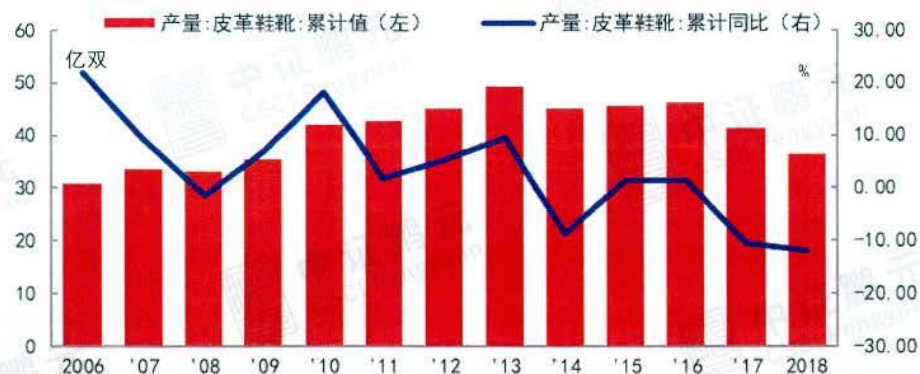
四、运营环境

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，主要生产中高端鞋；（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。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，2016-2018 年我国皮革鞋靴产量分别为 46 亿双、41 亿双及 36 亿双，2017 年和 2018 年连续两年下滑幅度超过 10%，产量减少形势较为严峻。

图2 近年中国皮革鞋靴产量及同比增长情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

强劲的经济发展势头，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，2016-2018 年我国鞋类出口额分别为 471.95 亿美元、481.64 亿美元和 469.04 亿美元，同比分别增长-11.8%、2.0%和-2.7%。

我国人均衣着消费支出逐年增加，但受居民消费结构调整影响，衣着消费占比持续下滑

近年来我国不断推进城镇化进程，截至2018年末，中国城镇人口已达8.31亿人，城镇化率达到59.58%；城镇居民人均可支配收入与人均消费性支出稳步增长，2018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39,251.00元和26,112.00元，较上年同期分别增加7.84%和6.82%。服装需求是居民生活基础性需求，受国民收入水平影响较大，虽然近年来我国居民收入水平持续提升为衣着消费释放提供了支持条件，但受居民消费结构中居住、医疗等支出挤占影响，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，2018年降低至6.92%。

图3 我国城镇居民家庭人均衣着消费占比持续下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

随着城市化发展和人均可支配收入的提高，我国服装行业销售规模不断增长。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。2005-2014年，我国社会消费品零售总额年均复合增长率为16.58%；与之相应，我国服装鞋帽、针纺织品零售额年复合增长率为22.53%。但2014年以来，我国服装类零售额和社会消费品零售总额整体增速有所放缓，2016-2018年基本保持平稳。

图4 国内服装鞋帽零售增速较为平稳



注：图中2017-2018年绝对值和增速趋势不同，系统统计口径影响；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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4 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：中证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，单纯的品牌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5 女鞋类主要上市企业经营品牌情况

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
天创时尚	KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty、KASMASE	Patricia
千百度	千百度、伊伴、太阳舞、米奥、百吉利·米西卡 (BADGLEY MISCHKA)	United Nude
星期六	ST&SAT、SAFIYA、FONDBERYL、D:FUSE、IIXVIIIX、GAVAKLAS	STONEFLY
哈森股份	HARSON、KADINA、COVER、ALLER-A、HARSON BUSINESS	ROBERTA、AS、DANSKO、SPERRY

资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

受终端需求疲软影响，近年鞋企存货水平依然较高，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，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 2018 年的 -11.97%，增速已连续 2 年下滑超过 10%。而与此同时，鞋企整体存货规模保持在高位水平，2015-2018 年末，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业存货规模分别为 1,067.80 亿元、1,075.00 亿元、1,074.00 亿元和 1,054.00 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、千百度门店数量下降较为明显，2018 年末分别

为 1,378 家和 1,710 家，较 2016 年末分别下降 433 家和 404 家；天创时尚和奥康国际门店数量也有所下降，但降幅小于上述两家，且 2017-2018 年门店数量基本上保持稳定。

表6 主要上市鞋企门店数量及存货情况（单位：家、亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	门店	存货	门店	存货	门店	存货
星期六	1,378	14.09	1,589	13.79	1,811	15.12
天创时尚	1,925	4.83	1,927	4.18	1,959	3.99
千百度	1,710	6.52	1,994	8.30	2,114	7.84
奥康国际	2,989	7.71	3,086	8.49	3,148	10.37

资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

近年来，我国电子商务快速发展，国家统计局电子商务交易平台调查显示，2018 年全国电子商务交易额为 31.63 万亿元，同比增长 8.5%。其中商品、服务类电商交易额 30.61 万亿元，同比增长 14.5%。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。而在制鞋行业库存较高背景下，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。

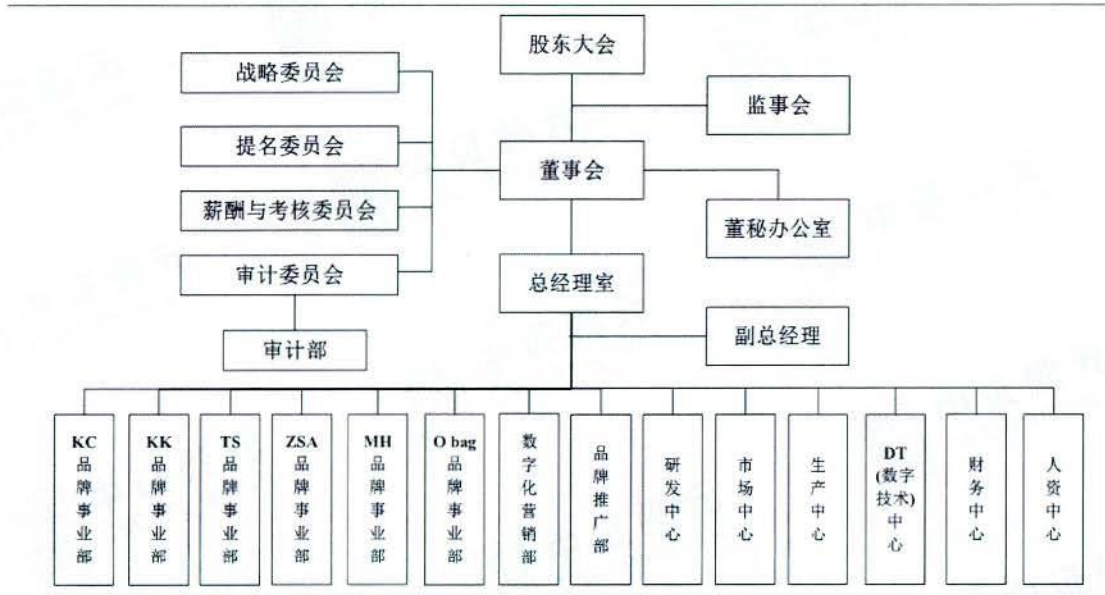
五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，以及《公司章程》的规定建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。另外，公司制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等各项规章制度，并建立了《信息披露制度》等一系列法人治理制度。

股东大会是公司的权力机构，公司不存在控股股东，由大股东香港高创和平潭禾天共同控制，梁耀华和李林二人为公司的实际控制人，截至 2019 年 6 月末，二人直接和间接共同控制公司 43.98% 的股份。公司设董事会，董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 名、董事会秘书 1 名，独立董事 3 名，现任董事长为李林先生。公司董事由股东大会选举或更

换，任期三年，任期届满，可连选连任。董事会下设战略、审计、薪酬与考核、提名四个专业委员会。

图5 截至2019年6月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

公司监事会由 3 人组成，设监事会主席 1 人。公司监事按照《监事会议事规则》的要求履行职责，对公司财务状况、重大事项的合法、合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘；副总经理若干人，由董事会聘任或解聘；公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理每届任期 3 年，连聘可以连任，对董事会负责。

公司根据现代企业制度的要求和自身经营管理需要构建了内部组织架构。公司总经理下设 KC、KK、TS 等 6 个品牌事业部，以及数字化营销部、品牌推广部、研发中心、市场中心、生产中心、财务中心、人资中心等职能部门。

人员方面，截至 2018 年末，公司拥有在职员工 7,116 人。公司员工以生产人员和销售人员居多。从公司员工的学历构成来看，中专以下的占比超过 80%，主要是对学历要求不高的生产和销售人员。

表7 截至2018年末公司人员构成情况

专业构成		
类别	人数	占员工总数的比例
生产人员	1,602	22.51%

销售人员	4,311	60.58%
技术人员	512	7.20%
财务人员	91	1.28%
行政人员	95	1.34%
管理人员	138	1.94%
后勤及其他	367	5.16%
合计	7,116	100.00%

教育程度

类别	人数	占员工总数的比例
本科及以上	489	6.87%
大专	844	11.86%
中专、高中及以下	5,783	81.27%
合计	7,116	100.00%

资料来源：公司提供

发展战略方面，公司坚持以“用户为中心”，以多品牌、全产业链一体化运营，围绕“多品牌、好产品、快运营、精组织、新零售”的经营战略方针，公司将持续以差异化细分定位的品牌与产品满足消费者多样化需求，持续提升品牌力巩固市场地位；持续升级优化生产线及供应链模式，数字化研发、数字化智造打造优质产品。

六、经营与竞争

公司主要从事时尚女皮鞋的研发、生产、分销及零售业务，2017 年收购小子科技后新增移动互联网数字营销业务。鞋品为公司重要收入来源，公司旗下拥有自有品牌 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty 和 KASMASE，并代理西班牙品牌 Patricia。2016-2018 年，公司主营业务收入分别为 154,240.98 万元、172,782.52 万元和 204,674.71 万元，其中鞋品收入占比分别为 98.23%、96.16%和 83.58%。按品牌划分来看，公司收入主要由自有品牌 KISSCAT 和 tigrisso 贡献，2016-2018 年上述两品牌合计实现的收入占营业收入的比重分别为 76.31%、74.26%和 74.50%。按渠道划分来看，公司收入主要源于线下门店销售，2016-2018 年鞋履服饰线下收入占营业收入的比重分别为 90.19%、86.14%和 85.38%。毛利率方面，2016-2018 年，公司主营业务毛利率分别为 57.19%、57.78%和 56.21%，其中鞋品毛利率稳中有升。2019 年 1-6 月，公司主营业务收入 104,449.69 万元，同比增长 4.33%，毛利率 55.21%，同比下降 2.84 个百分点，主要受互联网数字营销业务毛利率下滑影响。

表8 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鞋	83,858.30	58.78%	171,066.25	58.87%	166,142.46	58.38%	151,508.30	57.34%
互联网数字营销	17,639.24	38.78%	30,384.26	42.26%	2,428.68	44.97%	0.00	-
包及其他	2,952.15	51.89%	3,224.20	46.44%	4,211.38	41.66%	2,732.68	48.77%
合计	104,449.69	55.21%	204,674.71	56.21%	172,782.52	57.78%	154,240.98	57.19%

资料来源：公司提供

公司自有品牌具有一定知名度,近年来采取自主与外协生产相结合的方式合理调配鞋品产能,鞋品产销量均不断增长,且产销匹配情况较好

公司是国内产销规模大、产品种类多、整体配套能力强的中高端时尚女鞋研发生产企业之一。目前公司经营品牌主要包括自有品牌KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty及代理品牌Patricia,公司Patricia品牌代理属于买断销售,产品均从西班牙进口,旗下自有品牌KISSCAT、KissKitty具有一定知名度。

表9 公司主要品牌定位情况(单位:元)

品牌	品牌定位	目标客户
KISSCAT	有爱、有为、有趣	22-45岁上班族和职业女性
tigrisso	优雅、精致	24-45岁追求优雅精致生活的女性
ZsaZsaZsu	时尚、质感	25-38岁追求中高端时尚生活的女性
KissKitty	潮趣、好玩、独特	18-28岁年轻态生活的潮流女性
Patricia	简约、优雅、舒适、时尚	30-48岁追求高品质生活的成熟女性

资料来源：公司提供

公司围绕数字化和健康时尚两大核心理念打造设计研发体系。公司重视产品的研发设计,具备一定的设计、研发能力。目前公司拥有一个287人的设计、研发团队,每年完成几千款设计及成型,公司研发人员大多设计经历资深、对各产品品牌定位认知深入。另外,公司通过运用时尚机构预测、时尚展示和时尚媒体等渠道与国内外时尚前沿接轨,获取未来市场流行色彩元素和经典款式,同时结合销售市场反馈的销售数据,完成产品的原创。

表10 公司设计人员及经费情况(单位:人、万元)

项目	2018年	2017年	2016年
设计人员	287	258	225
年度设计经费	3,557.99	2,110.92	1,766.77
年度设计经费占营业收入的比重	1.73%	1.22%	1.14%

资料来源：公司提供

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,公司生产基地位于广州市南沙区东涌镇。目前公司女鞋年产能约为250万双,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，委外加工由公司提供原材料并支付加工费，外协厂商仅代为加工，目前公司有固定的几家委外加工供应商，由于目前的委外加工供应商较为固定，故对外协产品具有一定程度的质量把控能力。2016-2018年外协产量部分占比较大。从产销匹配情况来看，公司主要根据市场需求及订单情况组织生产，所以产销率维持在较高水平。

表11 公司鞋品产销情况（单位：万双）

项目	2018年	2017年	2016年
产量	469.73	459.00	392.76
销量	440.80	463.08	419.42
产销率	93.84%	100.89%	106.79%

资料来源：公司提供

公司旗下品牌产品线下销售占比较大且以直营为主，近年来加盟店减少，直营店增加，鞋品库存规模加大

公司终端销售的品牌产品依靠直营渠道、加盟商渠道及电商平台进行销售，2016-2018年，公司通过上述渠道实现的销售收入分别为154,240.98万元、170,353.84万元和174,290.45万元，其中直营渠道销售占比大，且直营渠道销售毛利率较高，2016-2018年分别为60.59%、60.71%和61.16%，代理商渠道毛利率一般在42%-45%之间。电商渠道收入及利润贡献不断提升，且毛利率亦有所增长。

表12 公司门店及电商销售情况（单位：万元）

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	61,857.42	60.59%	130,048.98	61.16%	124,017.26	60.71%	117,273.08	60.59%
加盟店	8,999.80	44.80%	18,765.44	42.74%	22,728.62	44.23%	21,833.74	44.51%
电商渠道	15,953.23	58.41%	25,476.03	57.50%	23,607.95	56.78%	15,134.17	49.14%
合计	86,810.45	58.55%	174,290.45	58.64%	170,353.84	57.96%	154,240.98	57.19%

资料来源：公司提供

因终端消费需求乏力，国内女鞋品牌众多，加之国外品牌冲击，近年来代理商渠道经营压力较大。公司在直营渠道管理方面拥有一定的资源整合能力与成本控制优势，近年来在优化直营店铺的同时，也将部分加盟店铺转为直营店铺管理，直营店数量同比增加。截至2018年末，公司门店总数为1,925家。从品牌来看，由于KISSCAT和tigrisso为公司主打品牌，2018年末上述品牌门店数量占比分别达52.31%和22.18%。

表13 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	84,032.42	56.88%	88,227.04	57.11%	84,405.43	56.34%
tigrisso	46,235.42	62.00%	40,524.18	62.15%	33,723.98	62.59%

KissKitty	16,517.85	56.30%	19,389.80	53.95%	17,979.22	51.65%
ZsaZsaZsu	15,331.48	62.34%	12,442.76	60.14%	8,846.91	57.40%
其他品牌	12,173.28	56.59%	9,770.07	53.53%	9,285.45	55.87%
合计	174,290.45	58.64%	170,353.84	57.96%	154,240.98	57.19%

资料来源：公司提供

表14 公司门店情况统计（单位：家）

品牌	类型	2019年1-6月			2018年			2017年			2016年		
		期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
KISSCAT	直营店	635	21	46	660	81	64	643	65	66	644	35	119
	加盟店	339	11	19	347	28	89	408	29	62	441	47	73
ZsaZsaZsu	直营店	137	10	10	137	39	9	107	30	6	83	16	16
	加盟店	10	1	0	9	7	3	5	0	0	5	0	1
tigrisso	直营店	321	17	22	326	62	37	301	44	35	292	31	56
	加盟店	101	0	0	101	21	37	117	12	17	122	12	27
KissKitty	直营店	160	9	39	190	62	51	179	24	41	196	17	72
	加盟店	67	3	1	65	4	25	86	15	28	99	15	23
其他品牌	直营店	65	6	5	64	19	11	56	11	6	51	8	7
	加盟店	26	1	1	26	2	1	25	1	2	26	5	8
直营店合计		1,318	63	122	1,377	263	172	1,286	174	154	1,266	107	270
加盟店合计		543	16	21	548	62	155	641	57	109	693	79	132
合计		1,861	79	143	1,925	325	327	1,927	231	263	1,959	186	402

资料来源：公司提供

公司直营店由公司自行租赁或购买经营场地，其货品、资金和人员由公司本部统一调配，直营客户主要包括天虹、百盛、万达等百货商场。加盟店方面，公司通常授权加盟商在特定区域内销售公司旗下品牌的女鞋产品，公司主要通过向加盟商销售货品实现销售收入，加盟商多为区域内的商贸公司，公司与加盟商签订加盟合同，加盟商负责专卖店开设并进行经营管理，为保证品牌形象一致性，加盟商需根据公司要求对店面陈设进行布置等。公司与加盟商的加盟合同通常每年签订一次，并采取共同制定年度销售计划及销售指标的管理方式，在加盟合同中约定年度/季度销售目标，加盟商以季节划分，分4批次向公司订货，订货时支付30%货款，余款于后期分批提货前支付。加盟店的库存由加盟商自行处置。

电商渠道方面，目前公司合作的主要有唯品会、天猫、淘宝等电商平台，业务模式分为直销和代销，直销由电商平台支付回款，代销由消费者支付回款，结算周期以客户收货后7天结算为主。电商渠道的库存由公司进行处置。近年由于电商渠道销售比例的提高，且电商渠道销售回款较传统的百货商场快，公司应收账款整体周转效率有所提高。

近年随着加盟店数量缩减，直营店数量不断增加，导致公司库存规模逐年增加，

2016-2018年存货库存商品期末余额分别为37,699.17万元、38,203.13万元和43,624.77万元，占当期末总资产的比重分别为20.69%、13.49%和16.08%。

表15 公司鞋品库存情况

项目	2018年	2017年	2016年
库存量（万双）	232.92	203.98	208.06
存货-库存商品期末余额（万元）	43,624.77	38,203.13	37,699.17
直营店单店摊销库存（万元）	31.68	29.71	29.78

资料来源：公司提供

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的环境下，公司产品存在一定的销售压力，截至2018年底，公司库存商品已计提存货跌价准备977.20万元，需关注公司库存商品周转及跌价风险。

近年主要原材料价格上涨，公司材料成本压力提升

公司主要经营女鞋产品，近年营业成本中，除外协成本外，原材料成本占据一定比例。公司女鞋所耗用材料主要为皮料、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。

表16 公司营业成本分析表（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占总成本比重	金额	占总成本比重	金额	占总成本比重
鞋						
原材料	23,042.64	25.71%	24,427.10	33.49%	25,115.24	38.04%
人工及制造费用	13,018.61	14.53%	14,532.88	19.92%	14,981.16	22.69%
外协成本	34,290.69	38.26%	30,194.21	41.39%	24,530.21	37.15%
小计	70,351.94	78.50%	69,154.19	94.80%	64,626.61	97.88%
包及其他	1,726.84	1.93%	2,456.74	3.37%	1,400.04	2.12%
互联网数字营销	17,542.61	19.57%	1,336.38	1.83%	0.00	0.00%
合计	89,621.39	100.00%	72,947.31	100.00%	66,026.65	100.00%

资料来源：公司提供

原材料采购管理方面，公司采用“订单+预测”的采购模式，销售部门根据预测及订单制定生产计划，生产部门依据生产计划以及样板的产品物料耗用表，计算出原料耗费，结合原料库存制定原材料采购请购单，向采购部门提交采购申请，采购部门据此安排采购。

2016-2018年，公司原材料采购总额分别为31,611.51万元、34,835.17万元和39,428.92万元，其中主要皮料采购额占比分别为50.47%、48.76%和46.49%，皮料主要包括面料及里料；辅助材料采购额占比分别为17.39%、17.90%和18.50%。采购价格方面，2016-2018年公司面料采购单价不断增长。

表17 公司主要原材料的采购价格变动趋势（单位：元/尺）

项目	2018年		2017年		2016年	
	单价	增减	单价	增减	单价	增减
面料	27.3	5.08%	25.98	3.55%	25.09	-2.83%
里料	5.47	-2.67%	5.62	0.18%	5.61	-1.06%

注：由于公司面料、里料的品种较多，且度量单位包括米、尺等，难以统一，因此面料以牛皮为代表材料、里料以猪皮为代表材料反映价格趋势，牛皮及猪皮占面料及里料采购金额比重分别约为 50%。

资料来源：公司提供

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。从供应商来看，近年公司前五大供应商占比不高，供应商较为分散。公司可对主要供应商享受一定的应付款账期，通常在40-60天不等，近年公司较注重营运资金管理，对供应商方面的应付账期有所延长，从而可以进一步压缩自身的营业周期。此外公司鞋品生产部分采取委外加工的方式，近年公司主要原材料及委外加工供应商情况如下：

表 18 公司前五大原材料采购及委外供应商情况（单位：万元）

年份	供应商具体名称	采购金额	占当期采购总额比重
2018年	安徽宿州锦兴皮革有限公司	3,213.82	3.78%
	佛山市富宝鞋业有限公司	2,829.88	3.33%
	中牛集团有限公司	2,784.21	3.27%
	广州市宝晖鞋业有限公司	2,250.61	2.65%
	广州吾纤鞋业有限公司	2,218.26	2.61%
	合计	13,296.78	15.63%
2017年	中牛集团有限公司	2,872.13	4.58%
	佛山市富宝鞋业有限公司	2,738.09	4.36%
	广州市宝莱鞋业有限公司	2,127.06	3.39%
	广州市宝晖鞋业有限公司	2,072.44	3.30%
	广州市白云区崑博鞋材厂	1,669.41	2.66%
	合计	11,479.13	18.29%
2016年	中牛集团有限公司	2,358.44	4.61%
	S.SALO SALORD Y C.DOUX SL.	2,338.64	4.57%
	广州市宝莱鞋业有限公司	1,700.73	3.33%
	S.PONS SANTIAGO PONS QUINTANA S.A.	1,538.42	3.01%
	圣马可(东莞)制革皮草有限公司	1,349.86	2.64%
合计	9,286.09	18.16%	

资料来源：公司提供

公司溢价收购小子科技形成大额商誉，未来若小子科技经营不达预期，公司商誉面临减值风险

小子科技成立于2014年，主营业务为移动互联网营销，具体包括移动应用分发与推广

以及移动互联网广告的程序化投放。小子科技服务过的客户包括天猫、闲鱼、淘宝、支付宝、瓜子二手车、滴滴出行、高德地图、酷我音乐、58到家等，接入的媒体渠道包括UC浏览器、阿里云应用商店、百度手机助手、金山手机助手等。小子科技通过为互联网广告主提供移动应用分发与推广、程序化投放等服务获得收入，同时也为移动互联网媒体渠道提供了良好的流量价值变现渠道。公司自2017年收购小子科技以来，双方合作协同效应显现，公司借助小子科技数字化运营优势，构建用户画像，精准匹配用户、提升复购率及销售转化率，促进线上业务增长，2018年公司电商渠道销售收入为2.55亿元，同比增长7.91%；2019年1-6月电商渠道销售收入为15,953.23万元，同比增长26.31%。2018年小子科技收入3.04亿元，同比增长30.98%，净利润1.00亿元，同比增长47.73%；2019年1-6月，小子科技完成收入17,639.24万元，同比增长40.55%，完成净利润4,647.84万元，同比增长16.66%，收入利润仍保持一定的增速。同时小子科技收现情况较好，2016-2018年，其经营活动净现金流分别为4,043.76万元、3,579.94万元及12,734.36万元，为公司贡献了一定的经营现金流量。

根据中通诚资产评估有限公司出具的编号为中通评报字[2017]185号的《资产评估报告》，截至评估基准日2017年3月31日，小子科技100%股权按照合并收益法的评估值为87,776.00万元，较合并口径股东权益账面值9,039.18万元增值80,614.82万元，增值率891.84%。参考上述评估价值并经交易各方协商同意，小子科技100%股权的交易价格最终确定为87,750.00万，其中现金支付36,400.00万元，股份支付51,350.00万元。本次收购完成后，2017年12月小子科技完成工商登记变更，公司持有小子科技100%的股权，小子科技成为公司的控股子公司，同时公司账面因本次收购产生商誉61,339.28万元，占2018年末总资产的比重为22.61%。

小子科技股权出让方向公司承诺：小子科技2017年、2018年、2019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6,500万元、8,450万元、10,985万元，三年累计承诺净利润不低于25,935万元。如小子科技在利润承诺期限内业绩未达预期，则业绩承诺主体应就未达到承诺部分向上市公司承担补偿责任，补偿方式优先以现金形式进行²，如以现金方式无法完成补偿义务，业绩承诺主体应以其所持公司股份进行补偿³。同时公司也设置了业绩奖励机制，如果小子科技在利润承诺期限内累计实现的净利润超过累计承诺净利润的10%（不含10%）的，超额利润（指超过累计承诺净利润总额10%的部分）

² 业绩补偿金额=（标的公司截至当期期末累计承诺净利润-标的公司截至当期期末累计实际净利润）÷利润承诺期限内标的公司各期累计承诺净利润×标的资产交易价格-已补偿金额

³ 应补偿的股份数量=（应补偿金额-已用现金补偿金额）÷本次交易的股份发行价格

的30%由公司奖励给业绩承诺主体指定的小子科技管理团队。2018年小子科技完成了本年的业绩承诺。

表19 小子科技主要财务数据（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
流动资产	17,428.05	19,361.79	10,081.86
非流动资产	215.04	301.50	483.20
资产总额	17,643.09	19,663.29	11,365.06
流动负债	5,115.80	5,167.45	2,159.77
负债总额	5,115.80	5,167.45	2,159.77
所有者权益	12,527.30	14,495.85	9,205.28
营业收入	30,384.26	23,196.87	17,670.19
营业利润	10,769.51	6,913.37	5,433.77
利润总额	10,772.23	6,918.83	5,523.32
净利润	10,031.45	6,790.56	5,344.10
经营活动现金净流量	12,734.36	3,579.94	4,043.76

资料来源：公司提供

需要关注的是，公司收购小子科技溢价较高，账面形成大额商誉。小子科技成为公司控股子公司，公司将逐步开始介入其内部治理和日常运营管理，公司和小子科技在企业管
理、营销模式、企业文化等方面需要时间磨合，本次交易后的整合能否顺利实施以及整合
效果能否达到并购预期存在一定的不确定性。同时受宏观经济波动、市场因素等影响，小
子科技存在实际净利润可能达不到前述承诺业绩的风险，公司账面商誉存在减值风险。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具
标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报表，报告均采用
新会计准则编制，2016年数据采用2017年审计报告期初数。2016年以来合并范围变化情况
如下表所示。

表20 公司合并范围子公司变动情况（单位：家）

项目	2019年 1-6月	2018年	2017年	2016年
合并子公司家数	25	25	22	14
其中：当年增加 或减少家数	增加1家 减少1家	增加3家	增加8家	增加4家

增加或减少原因	新设	新设	新设、合并	新设
增加或减少子公司名称	图木舒克锐行网络科技有限公司（增加） 霍尔果斯邦卡网络科技有限公司（减少）	上海云桃网络科技有限公司 霍尔果斯邦卡网络科技有限公司 天津同行皮具护理有限公司	天津型录智能科技有限公司 北京意奇商贸有限公司 小子科技 北京云享时空科技有限公司 上海云趣科技有限公司 江西小子科技有限公司 霍尔果斯普力网络科技有限公司 天津大筱姐服饰设计有限公司	天津型录互联网科技有限公司 天津意奇服饰有限公司 天津蕴意汇奇商贸有限公司 西藏美创实业有限公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司非公开发行股份进行外延式并购，资产规模大幅提升，其中存货及应收账款对公司资金形成一定占用，需关注存货跌价风险，同时并购形成的大额商誉存在减值风险

2019年6月末公司总资产为260,148.15万元，较2016年末增长42.77%；从资产构成来看，货币资金、应收账款、存货及商誉占比较大。

2019年6月末公司货币资金余额40,326.15万元，其中受限资金205.30万元。2018年末公司应收账款为32,522.46万元，占总资产的比重为11.99%，主要为应收商场及电商等客户货款，账龄集中在6个月以内，2018年度计提坏账准备1,110.05万元。2018年末公司账面存货余额为48,282.45万元，占总资产的比重为17.80%，存货中库存商品占比88.32%，2018年度原材料及库存商品分别计提跌价准备200.38万元和583.00万元，当年分别转销121.14万元和1,056.10万元，当期末累计计提跌价准备分别为135.91万元和977.20万元。由于现阶段中端品牌市场竞争压力较大，公司品牌产品存在一定的销售压力，需关注公司库存商品周转及跌价风险。2018年末公司账面其他流动资产5,298.21万元，主要为公司购买的理财产品，同比下降较大，系公司理财产品到期所致；到期赎回的资金公司即用来支付了并购小子科技的股权转让款。2019年6月末，随着公司持有的其他理财产品陆续到期，该科目余额进一步下降。

表21 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40,326.15	15.50%	48,511.84	17.88%	35,865.58	12.66%	30,079.00	16.51%
应收账款	29,973.30	11.52%	32,522.46	11.99%	33,236.44	11.73%	25,429.93	13.96%
存货	44,597.90	17.14%	48,282.45	17.80%	41,780.01	14.75%	39,914.48	21.90%
其他流动资产	778.54	0.30%	5,298.21	1.95%	37,302.36	13.17%	31,374.73	17.22%
流动资产合计	130,731.54	50.25%	141,869.00	52.30%	157,271.84	55.52%	132,471.33	72.70%

固定资产	37,597.15	14.45%	33,840.19	12.47%	29,020.74	10.24%	24,096.48	13.22%
在建工程	4,591.66	1.77%	5,586.83	2.06%	9,168.78	3.24%	2,384.26	1.31%
无形资产	9,212.52	3.54%	9,565.02	3.53%	10,559.59	3.73%	6,556.88	3.60%
商誉	61,714.59	23.72%	61,714.59	22.75%	62,209.55	21.96%	0.00	0.00%
非流动资产合计	129,416.61	49.75%	129,398.13	47.70%	126,009.89	44.48%	49,747.38	27.30%
资产总计	260,148.15	100.00%	271,267.13	100.00%	283,281.73	100.00%	182,218.71	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2018年末公司账面固定资产33,840.19万元，主要为生产、管理用房屋建筑物及设备。2018年末在建工程及无形资产分别为5,586.83万元和9,565.02万元，在建工程主要为天盈写字楼，2018年天盈写字楼转固定资产3,830.04万元，无形资产主要为土地使用权和计算机软件等。2018年末公司账面商誉61,714.59万元，占总资产的比重为22.75%，主要系并购小子科技100%股权和天津大筱姐服饰设计有限公司（以下简称“大筱姐”）65%股权产生，当年公司对大筱姐商誉计提减值494.97万元，公司账面资产商誉占比较高，如并购标的经营不达预期，公司商誉面临减值风险。

整体来看，因2017年非公开发行股票筹集资金进行外延式并购，公司资产规模得到大幅提升，但高溢价并购导致账面商誉价值较大，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。同时公司应收账款及存货对资金形成一定占用，需关注公司货款回收及存货跌价情况。

资产运营效率

公司净营业周期缩短，但应收款项及存货规模较大，对资金形成一定占用，且并购导致账面商誉较大，影响了总资产运营效率

近年公司存货及应收账款增速低于营业收入增速，应付账款增速远高于营业成本增速，近年由于电商渠道销售比例的提高，且电商渠道销售回款较传统的百货商场快，公司应收账款及存货整体周转效率有所提高。整体来看，考虑预收及预付款项后，公司应收账款周转天数波动不大，存货周转天数不断缩短，应付账款周转天数拉长，公司净营业周期缩短。公司流动资产及固定资产周转天数存在一定波动，但波动不大。因外延并购账面产生大额商誉，导致公司总资产周转天数大幅增加。

表22 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	54.12	57.39	54.46
存货周转天数	179.57	200.75	235.64

应付账款周转天数	64.75	48.92	47.82
净营业周期	168.94	209.22	242.29
流动资产周转天数	262.36	300.80	271.47
固定资产周转天数	55.13	55.14	56.62
总资产周转天数	486.37	483.26	375.63

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预付款项。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利能力较好，经营业绩稳步提升

公司主要从事女鞋开发、生产及销售，拥有品牌较多且具有较高的知名度，公司发展较为稳定。2016-2018年，公司营业收入、净利润均保持增长。

盈利能力方面，公司综合毛利率维持在57%左右，近年来期间费用控制能力较好，因有息债务规模小几乎未发生财务费用，管理费用变动不大，2016-2018年销售费用年复合增长率13.25%，销售费用与营业收入增速较为匹配，2018年公司期间费用率降至40.32%，营业利润率提升至14.11%，公司业务盈利能力有所增强。

2019年1-6月公司完成营业收入104,629.01万元，同比保持增长；完成净利润12,208.10万元，同比下滑13.63%，主要是一方面为提升用户体验，公司对鞋履产品质量进行升级，使成本上升2.71%；另一方面公司移动互联网媒体广告业务占比提高，而此业务的毛利率偏低，拉低了互联网数字营销业务的毛利水平。

表23 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
营业收入	104,629.01	205,234.21	173,384.36	154,798.24
营业利润	14,194.92	28,959.48	22,877.32	14,239.84
利润总额	14,218.10	28,008.44	23,038.45	16,329.24
净利润	12,208.10	24,485.94	18,573.67	11,806.01
综合毛利率	55.13%	56.01%	57.75%	57.16%
期间费用率	38.27%	40.32%	42.86%	45.46%
营业利润率	13.57%	14.11%	13.19%	9.20%
总资产回报率	-	10.17%	9.90%	10.43%
净资产收益率	-	11.67%	10.39%	9.74%
营业收入增长率	4.28%	18.37%	12.01%	-5.07%
净利润增长率	-13.63%	31.83%	57.32%	8.61%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务收现情况较好，经营活动现金生成能力较强

公司整体生产经营较为稳健，收现情况较好，2016-2018年收现比分别为1.11、1.08和1.08，从FFO数据来看，分别为19,290.61万元、23,236.35万元和32,458.45万元，公司现金生成能力较强。公司存货增加对营运资本需求加大，但得益于应收及应付信用政策的有效配合，公司运营资本管理能力尚可。2016-2018年公司经营活动现金净流入金额分别为21,244.12万元、27,009.02万元和30,374.14万元，持续呈净流入状态，经营活动现金流表现较好。

投资活动现金流方面，2016-2018年公司投资活动现金流入主要源于收回理财本金；公司投资活动现金流出主要为购买理财产品及项目建设所致。

筹资活动现金流方面，由于公司财务杠杆水平较低，因借款发生的筹资活动现金流入很少，2016年公司筹资活动现金流入主要源于非公开发行股份及外部借款。公司筹资活动现金流出主要为分配股利及债务偿还。

总体而言，现阶段公司主营业务收现情况较好，现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好，同时财务杠杆较低，项目投资需求小，资金压力不大。

表24 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.08	1.08	1.11
净利润	24,485.94	18,573.67	11,806.01
非付现费用	10,369.61	6,402.97	7,111.34
非经营损益	-2,397.09	-1,740.30	373.26
FFO	32,458.45	23,236.35	19,290.61
营运资本变化	-1,618.23	3,772.68	1,953.52
其中：存货的减少	-7,285.82	-2,354.73	4,950.45
经营性应收项目的减少	1,375.82	16.95	-2,282.99
经营性应付项目的增加	3,799.82	5,870.40	-713.94
经营活动产生的现金流量净额	30,374.14	27,009.02	21,244.12
投资活动产生的现金流量净额	-10,573.18	-13,690.67	-40,168.75
筹资活动产生的现金流量净额	-7,333.21	-7,552.22	30,306.63
现金及现金等价物净增加额	12,440.96	5,786.58	11,382.38

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司财务杠杆较低，债务压力较小

截至2019年6月末，公司负债总额为51,339.93万元，所有者权益为208,808.22万元，产

权比率为24.59%，公司负债处于较低水平，所有者权益对负债的保障程度较好。

表25 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年6月	2018年	2017年	2016年
负债总额	51,339.93	53,952.19	80,849.52	27,041.11
所有者权益	208,808.22	217,314.95	202,432.20	155,177.60
产权比率	24.59%	24.83%	39.94%	17.43%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报表，中证鹏元整理

2019年1-6月，公司新增7,800万元短期借款。2018年末公司账面应付账款22,610.21万元，主要为应付的材料采购款、广告渠道及鞋品外协生产单位款项；2019年6月末，公司应付账款较上年末减少，系应付材料款和鞋品采购款项减少所致。2018年末公司其他应付款12,163.34万元，主要为应付股利、合同保证金、店铺装修费及限制性股票回购义务款项等；2019年6月末，其他应付款较上年末增加，系应付股利增加所致。公司一年内到期的非流动负债为收购小子科技按约定分期支付的股权转让款项。

公司非流动负债金额较小，2018年末主要为递延收益；2017年末的长期应付款3,408.39万元为收购小子科技的应付股权转让款项。

表26 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,800.00	15.19%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	15,988.97	31.14%	22,610.21	41.91%	15,882.74	19.64%	8,492.34	31.41%
其他应付款	15,075.14	29.36%	12,163.34	22.54%	44,228.19	54.70%	5,363.40	19.83%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	3,574.07	6.62%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	49,960.74	97.31%	52,738.84	97.75%	76,605.78	94.75%	26,842.59	99.27%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3,408.39	4.22%	0.00	0.00%
递延收益	1,151.48	2.24%	919.22	1.70%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1,379.19	2.69%	1,213.35	2.25%	4,243.74	5.25%	198.53	0.73%
负债合计	51,339.93	100.00%	53,952.19	100.00%	80,849.52	100.00%	27,041.11	100.00%
其中：有息债务	7,800.00	15.19%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

注：其他应付款含应付股利及应付利息。

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1-6月财务报表，中证鹏元整理

有息债务方面，截至2019年6月末，公司有息债务为7,800万元，占负债的15.19%。从偿债指标来看，2019年6月末，公司资产负债率为19.73%，处于较低水平。由于公司财务杠杆较低，流动负债规模相较流动资产较小，因而公司流动比率及速动比率较好。随着公司业绩稳步提升，EBITDA逐年上升，且2018年及以前公司未有外部借款，EBITDA对债

务的保障程度很高，经营活动净现金流对整体债务的覆盖情况尚可，公司债务压力较小。

表27 公司偿债能力指标

指标名称	2019年6月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	19.73%	19.89%	28.54%	14.84%
流动比率	2.62	2.69	2.05	4.94
速动比率	1.72	1.77	1.51	3.45
EBITDA（万元）	-	35,898.76	28,242.99	21,691.96
EBITDA 利息保障倍数 ⁴	-	198.89	-	42.49
债务总额/EBITDA	-	1.50	2.86	1.25
经营性净现金流/流动负债	0.29	0.58	0.35	0.79
经营性净现金流/负债总额	0.28	0.56	0.33	0.79

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于募投项目产生的收益。根据公司提供的数据，智能制造升级建设项目达产后，年营业收入96,408.20万元，年净利润18,996.25万元，项目税后财务内部收益率为16.09%，税后静态投资回收期（含建设期）为7.98年。但中证鹏元也关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性；另外，受需求市场等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

公司经营活动产生的营业收入及现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要补充。公司整体生产经营较为稳定，2016-2018年公司营业收入分别为154,798.24万元、173,384.36万元及205,234.21万元，营业收入保持小幅增长；公司主营业务收现情况也相对较好，从FFO数据来看，2016-2018年分别为19,290.61万元、23,236.35万元及32,458.45万元，公司现金生成能力较强，经营活动现金流保持持续净流入状态。但近年来直营店数量增加，公司存货规模保持增长，对营运资金形成一定占用。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

⁴ 公司 2016-2018 年末有息债务均无余额，2016 年、2018 年发生利息支出分别为公司 2016 年支付的一笔于当年 9 月 30 日前归还的长期借款利息支出及 2018 年应付小子科技股权转让款的未确认融资费用。

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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。

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）	2019年6月	2018年	2017年	2016年
货币资金	40,326.15	48,511.84	35,865.58	30,079.00
应收账款	29,973.30	32,522.46	33,236.44	25,429.93
存货	44,597.90	48,282.45	41,780.01	39,914.48
其他流动资产	778.54	5,298.21	37,302.36	31,374.73
固定资产	37,597.15	33,840.19	29,020.74	24,096.48
商誉	61,714.59	61,714.59	62,209.55	0.00
资产总计	260,148.15	271,267.13	283,281.73	182,218.71
短期借款	7,800.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	15,988.97	22,610.21	15,882.74	8,492.34
其他应付款	15,075.14	12,163.34	44,228.19	5,363.40
一年内到期的非流动负债	0.00	3,574.07	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	3,408.39	0.00
负债合计	51,339.93	53,952.19	80,849.52	27,041.11
有息债务	7,800.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益	206,819.96	215,444.55	200,764.87	152,958.99
营业收入	104,629.01	205,234.21	173,384.36	154,798.24
营业利润	14,194.92	28,959.48	22,877.32	14,239.84
净利润	12,208.10	24,485.94	18,573.67	11,806.01
经营活动产生的现金流量净额	14,354.02	30,374.14	27,009.02	21,244.12
投资活动产生的现金流量净额	-12,982.05	-10,573.18	-13,690.67	-40,168.75
筹资活动产生的现金流量净额	-9,558.27	-7,333.21	-7,552.22	30,306.63
财务指标	2019年6月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数（天）	-	54.12	57.39	54.46
存货周转天数（天）	-	179.57	200.75	235.64
应付账款周转天数（天）	-	64.75	48.92	47.82
净营业周期（天）	-	168.94	209.22	242.29
流动资产周转天数（天）	-	262.36	300.80	271.47
固定资产周转天数（天）	-	55.13	55.14	56.62
总资产周转天数（天）	-	486.37	483.26	375.63
综合毛利率	55.13%	56.01%	57.75%	57.16%
期间费用率	38.27%	40.32%	42.86%	45.46%
营业利润率	13.57%	14.11%	13.19%	9.20%
总资产回报率	-	10.17%	9.90%	10.43%
净资产收益率	-	11.67%	10.39%	9.74%

营业收入增长率	4.28%	18.37%	12.01%	-5.07%
净利润增长率	-13.63%	31.83%	57.32%	8.61%
资产负债率	19.73%	19.89%	28.54%	14.84%
流动比率	2.62	2.69	2.05	4.94
速动比率	1.72	1.77	1.51	3.45
EBITDA (万元)	-	35,898.76	28,242.99	21,691.96
EBITDA利息保障倍数	-	198.89	-	42.49
债务总额/EBITDA	-	1.50	2.86	1.25
经营性净现金流/流动负债	0.29	0.58	0.35	0.79
经营性净现金流/负债总额	0.28	0.56	0.33	0.79

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 6 月末纳入公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册资本 (元)	主营业务	持股比例
北京天骏行信息技术有限公司	8,000,000	技术服务	100.00%
帕翠亚(北京)服饰有限公司	2,400,000 (欧元)	销售男、女鞋类及皮革制品	75.00%
广州高创鞋业有限公司	23,248,081	实际业务主要为出租土地厂房和设备予本公司	100.00%
广州天创服饰有限公司	4,430,840	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
莎莎素国际有限公司	35,139,600 (港元)	贸易和投资	100.00%
广州天资电子商务有限公司	18,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
珠海天创时尚设计有限公司	10,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
天津世捷物流有限公司	10,000,000	仓储、物流服务	100.00%
天津天创服饰有限公司	10,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
帕翠亚(天津)服饰有限公司	25,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	75.00%
天津型录互联网科技有限公司	10,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	80.00%
天津型录智能科技有限公司	5,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
天津意奇服饰有限公司	20,000,000	销售服饰及箱包	100.00%
天津蕴意汇奇商贸有限公司	2,000,000	销售服饰及箱包	100.00%
北京意奇商贸有限公司	1,000,000	销售服饰及箱包	100.00%
西藏美创实业有限公司	10,000,000	销售男、女鞋类及皮革制品	100.00%
小子科技	1,176,500	技术开发、技术推广	100.00%
北京云享时空科技有限公司	1,000,000	技术开发、技术推广	100.00%
上海云趣科技有限公司	10,000,000	技术开发、技术咨询、技术转让、设计服务	100.00%
江西小子科技有限公司	2,000,000	工程技术研究与试验及技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	100.00%
霍尔果斯普力网络科技有限公司	1,000,000	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	100.00%
上海云桃网络科技有限公司	1,000,000	技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务	100.00%
天津大筱姐服饰设计有限公司	5,000,000	销售服饰、箱包及鞋帽等	65.00%
天津同行皮具护理有限公司	1,000,000	鞋和皮革修理	100.00%
图木舒克锐行网络科技有限公司	1,000,000	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务	100.00%

资料来源：公司提供

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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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
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。



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。跟踪评级报告于每个会计年度结束之日起6个月内披露。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。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.cspengyuan.com）、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。



营业执照 (副本)

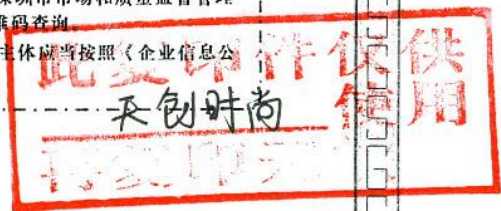
统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
 类型 其他股份有限公司（非上市）
 住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
 法定代表人 张剑文
 成立日期 1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关



2018年11月05日

6-10-38



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文
注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日



天创时尚

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：胡长森

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030214030004



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：安晓敏

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030218010001

证书取得日期：2018-01-09



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。