

跟踪评级公告

联合[2017]758号

九牧王股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

九牧王股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
九牧王股份有限公司公开发行的“16 九牧 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

九牧王股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：**AA** 评级展望：稳定

上次评级结果：**AA** 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16九牧01	2亿元	3年	AA	AA	2016年9月14日

跟踪评级时间：2017年6月19日

主要财务数据：

项目	2015年	2016年	17年3月
资产总额(亿元)	53.94	55.20	55.90
所有者权益(亿元)	42.89	44.61	46.42
长期债务(亿元)	0.00	1.99	1.99
全部债务(亿元)	5.54	4.06	3.83
营业收入(亿元)	22.57	22.71	6.64
净利润(亿元)	4.04	4.22	1.59
EBITDA(亿元)	5.84	5.86	--
经营性净现金流(亿元)	5.40	4.47	2.12
营业利润率(%)	56.78	55.59	56.43
净资产收益率(%)	9.27	9.64	3.49
资产负债率(%)	20.49	19.18	16.96
全部债务资本化比率(%)	11.43	8.34	7.62
流动比率(倍)	2.69	3.75	4.41
EBITDA全部债务比(倍)	1.05	1.44	--
EBITDA利息倍数(倍)	84.54	158.03	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.92	2.93	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3.2017年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“九牧王”）作为国内领先的男装生产和销售企业，仍然在品牌知名度、生产规模、销售渠道覆盖和管理能力等方面具有较为明显的优势。2016年，受到纺织服装行业景气度缓慢回升影响，公司经营业绩较上年有所提升，盈利规模有所扩大，整体盈利能力有所提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处服装行业竞争激烈，生产经营受原材料价格波动、极端天气、电子商务渠道竞争以及消费者快速变化以及多元化需求等影响因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司调整渠道结构、增加品牌和品类、不断提升设计能力，公司经营有望保持稳健增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16九牧01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016年，公司仍作为国内服装业的龙头企业之一，“九牧王”品牌在国内享有较高知名度和良好的口碑，为公司的发展提供了较好的支持。

2. 公司男装生产规模仍较大，生产管理规范成熟且具有较高灵活性，能够满足市场需求。

3. 公司加强整合资源，整改店铺，加强终端渠道管理，为公司产品销售和获取市场信息提供了良好保障。

4. 公司持续推进线上线下一体化进程，加强线上研发和企划开发，公司加大了线上和线下渠道的拓展力度。

5. 公司财务结构稳健，负债水平低，债务负担轻；公司毛利率较高，现金流情况良好。

关注

1. 目前，国内服装市场整体景气度缓慢回升，受宏观需求增速缓慢的影响，未来一段时间公司仍将面临较为严峻的市场环境。

2. 作为服装类企业，公司须面对终端客户多变的需求，市场需求快速变化给公司生产经营带来一定的不确定性。

3. 目前公司销售网络仍以线下店面为主，近年来随着电子商务的快速发展，部分专业服装电子商务企业快速成长，可能对公司市场份额产生影响。

4. 极端天气频发会对公司产品销售以及生产经营产生不利影响。

5. 期间费用对公司利润有一定的侵蚀。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

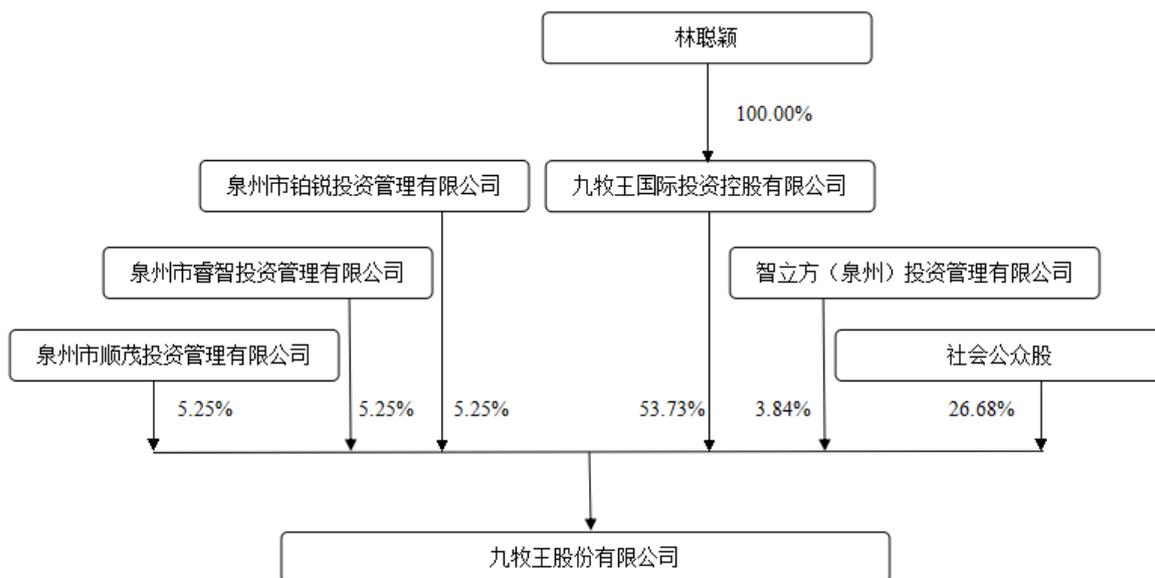


联合信用评级有限公司

一、主体概况

九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“九牧王”）的前身为九牧王（中国）有限公司（以下简称“九牧王中国”），成立于2004年3月，为外商独资企业，注册资本6,000万港币。后经股权转让及增资，截至2009年底，九牧王中国注册资本变更为8,000万港币，公司类型变更为有限责任公司（台港澳与境内合资）。2010年2月，九牧王中国董事会决议将九牧王中国整体变更为外商投资股份有限公司，九牧王中国经审计截至2009年12月底的净资产51,897.47万元，按照1:0.867094244的比例折为股份有限公司股本45,000万股，每股面值1元，净资产超过股本总额的部分6,897.47万元计入资本公积，发起人按照各自在九牧王中国的出资比例持有相应数额的股份。2010年3月，公司类型变更为股份有限公司，完成工商注册变更登记。公司发行的人民币普通股（A股）股票于2011年5月30日在上海证券交易所上市，股票简称：“九牧王”，证券代码：“601566.SH”。截至2016年底，公司注册资本5.75亿元，控股股东为九牧王国际投资控股有限公司（以下简称“九牧王国际”），持股比例为53.73%；公司实际控制人为林聪颖，间接持有公司53.73%的股权，公司股权结构相对集中。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至2016年底，公司设有商品管理中心、计划采购中心、制造中心、销售管理中心、市场品牌中心、商品研发中心、财务管理中心、人力资源管理中心等15个职能部门（详见附件1）；公司下辖8家控股子公司。截至2016年底，公司拥有在职员工合计7,506人，经营范围较上年无变化。

截至2016年底，公司合并资产总额55.20亿元，负债总额10.59亿元，所有者权益合计44.61亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计44.58亿元。2016年公司实现营业收入22.71亿元，净利润（含少数股东损益）4.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.23亿元；经营活动产生的现金流量净额4.47亿元，现金及现金等价物净增加额-3.28亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额55.90亿元，负债总额9.48亿元，所有者权益合计

46.42 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 46.38 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.64 亿元，净利润（含少数股东损益）1.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.12 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.06 亿元。

公司注册地址：泉州市经济技术开发区清蒙园区；法定代表人：林聪颖。

二、债券发行及募集资金使用情况

2016 年 1 月 4 日，经中国证监会证监许可[2015]3072 号文核准，公司公开发行面值总额不超过 16 亿元的公司债券。债券名称为“九牧王股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券于 2016 年 9 月 27 日完成发行，债券规模 2.00 亿元，发行票面利率为 3.70%，期限 3 年，每年付息，到期还本。本期债券已于 2016 年 10 月 21 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称：“16 九牧 01”，债券代码：“136729.SH”。本期债券的第一个付息日为 2017 年 9 月 26 日，目前尚未开始付息。

截至 2016 年底，扣除发行费用后，本期债券募集资金已全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析

1. 行业概况

公司主营业务为男裤、衬衫、茄克等男士系列服饰产品的生产和销售，属于服装行业，产品主要定位为中高档男士系列服饰。

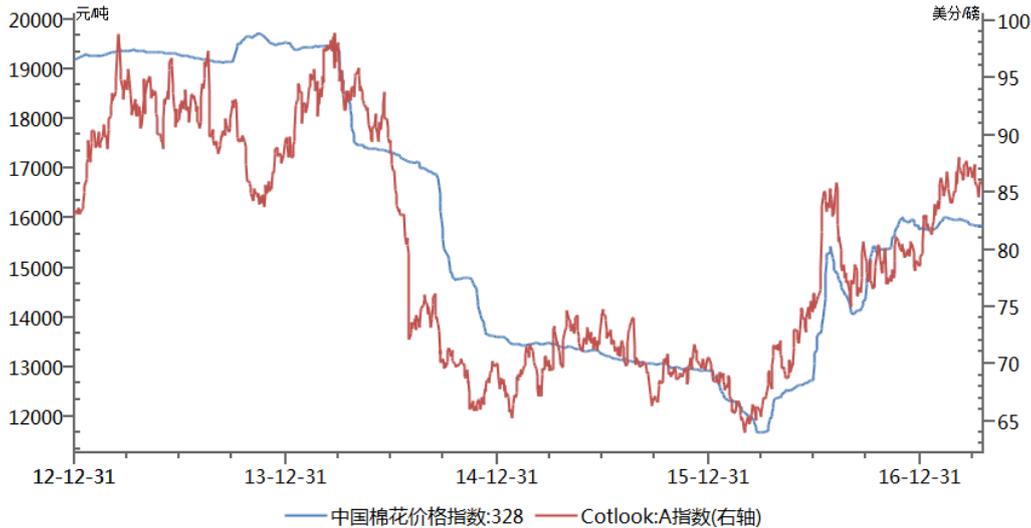
2016 年，在全球经济低迷、市场需求偏弱的复杂形势下，我国服装行业深入推进转型升级，积极落实供给侧结构性改革，服装行业全年实现平稳增长，增速放缓，行业盈利能力稳定，运行质量持续改善，但企业成本负担依然较重，各项指标增速较 2015 年有不同程度下降，行业面临较大发展压力。根据国家统计局公布的数据，2016 年全国居民人均衣着支出增长 3.30%，在消费支出中的比重为 7.00%，支出比上年减少 0.40 个百分点。

2016 年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速延续了 2015 年以来的平缓增长状态，主要由于国内外市场需求低迷、产品附加值过低、行业竞争加剧、资源环境约束增大以及生产要素成本上升等不利因素造成，但更深层次的原因是中国纺织业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题。国际市场方面，全球经济复苏缓慢，国际贸易壁垒以及我国人工成本增加、棉花价格倒挂等因素导致国际订单转移，影响了我国服装出口增长。2016 年，服装及衣着附件出口额累计 1,578.19 亿美金，同比下降 9.40%，出口增速进一步下滑为负值。国内市场方面，受宏观经济缓中向好、服装行业需求增加带动景气度回升以及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平缓增长趋势。2015 年，服装类零售额实现 9,588.10 亿元，同比增长 9.30%；社会消费品零售总额 30.09 万亿元，同比增长 10.70%；2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，同比增长 10.40%；服装类零售额 10,217.60 亿元，同比增长 6.80%，增速进一步趋缓。

原材料方面，2016 年，受国际油价上涨以及供给侧结构性改革初见成效等因素影响，大宗商品价格随之上涨，主要原料棉花和化纤原料价格呈止跌启涨趋势。棉花价格方面，2016 年以来，棉花价格水平持续上涨，截至 2016 年底，国内 328 棉花价格已涨至 15,798 元/吨。国际棉价方面，2016 年以来，受国际油价上涨、美棉出口情况较好以及印度新棉上市量较少等因素影响，国际市场棉

价也呈现上涨趋势，国外棉价仍低于国内棉价，但整体看，国内外棉花价差有所减小使得棉纺企业对棉花需求有所增加。化纤类服装面料价格方面，2016年化纤产品价格指数较2015年呈现普遍上涨趋势，化纤板块的14种商品中，同比上涨的商品共13种，涨幅前3的商品分别为涤纶FDY(44.53%)、涤纶POY(42.33%)、涤纶DTY(35.52%)。同比下降的商品仅有1种，跌幅是氨纶(-11.36%)。截至2016年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的66.34涨至年底的85.36。主要原材料的价格上涨加重服装制造企业成本压力。

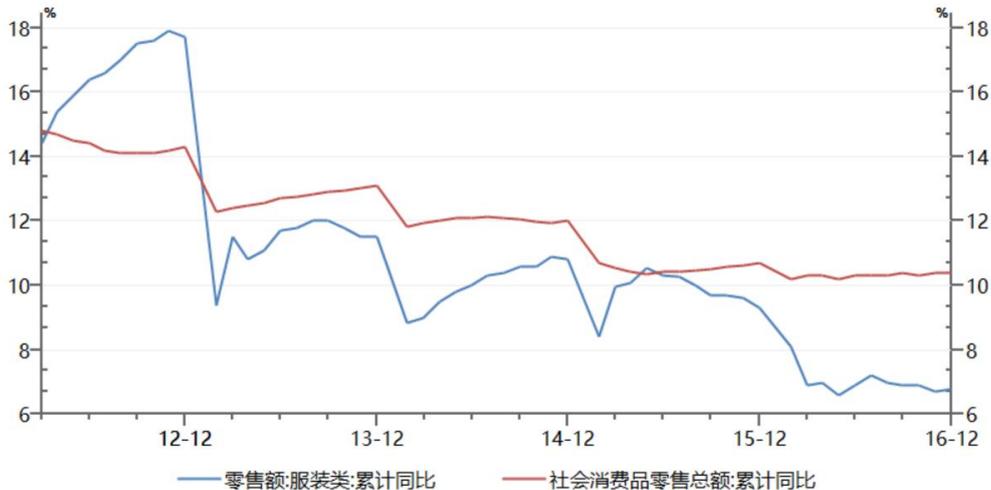
图2 近年国内外棉花价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：Wind 资讯

2016年前三个季度，极端天气频发，给消费者出门购物带来不便，服装行业实体终端销售受到较大影响。从9、10月份开始，随着天气的正常化，消费者逐渐开始回流到实体终端，部分服装品牌企业，尤其是中高端服装品牌及国际奢侈品牌在中国国内的销售于第三季度末及第四季度开始出现回暖迹象。但服装行业在消费环境、产业链环境变化的背景下仍处于深度调整与转型发展的缓慢增长阶段。

图3 2012年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

从盈利状况上看，2016年，我国纺织服装、服饰行业主营业务收入达到23,605.10亿元，同比增长4.60%，增速较上年下降1.00个百分点；利润总额为1,364.70亿元，同比增长2.40%，增速较上年下降1.60个百分点，增速有所放缓。2016年，纺织服装行业收入水平增速和盈利能力有所放缓。

总体看，2016年，在宏观经济放缓的大环境下，纺织服装行业依旧延续缓慢增长的趋势。

2. 行业政策

2016年4月，《长丝织造产业“十三五”发展指导意见》（以下简称“指导意见”）发布，“指导意见”指出，“十三五”期间长丝产业发展将以差异化、功能化、健康化、时尚化为产品开发主方向，坚持把质量效益、品牌建设、节能减排、绿色发展、两化融合与智能制造有机结合，充分挖掘内需市场潜力、努力拓展国际市场空间，继续保持长丝织造产业在纺织面料中的竞争优势。

总体看，由于纺织行业在国民经济中具有重要的基础产业的地位，因此得到了国家政策上的大力支持。

3. 行业关注

（1）节能环保

国家在淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，受环保问题影响，发展形势更为严峻。2015年新的环保法实施，2016年国家对于污染排放监管范围和标准不断提升，行业环保压力更加突出。部分地区对印染企业采取不准改造的一刀切限制政策，不仅不利于促进节能减排，也将影响纺织全产业链的转型升级。

（2）汇率变动影响

纺织服装作为对外依存度较高的行业，对于人民币汇率变化十分敏感，尤其是行业内存在的大量中小纺织企业，由于其缺乏议价能力且成本消化能力较弱，因此易受到人民币升值的不利影响。色纺行业作为纺织子行业，也具有出口比例较高的特点，因此也将会在一定程度上受到汇率变动的影响。

（3）调整升级任务紧迫

原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大。

（4）贸易壁垒

受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。可以预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

4. 行业发展

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。当前国内市场竞争激烈，销售渠道成为行业主要的进入门槛。品牌和渠道处于价值链的高端，在国内纺织服装行业品牌尚处于培育阶段，但与大量加工企业相比，已体现出远超行业平均水平的盈利能力。中国品牌服装处于成长阶段，相比海外企

业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合中国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。

总体看，2016年，中国纺织服装行业深入推进转型升级已进入平稳发展期，但受竞争激烈、人工成本压力以及原材料价格波动等不利因素影响，行业发展仍然面临较大压力。预计未来纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、管理分析

2016年，公司根据相关法律法规进一步完善公司法人治理结构，健全内部控制系统。公司股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、相互制衡，管理运作正常。2016年以来，公司管理层人事变动如下：

纪子有先生因个人原因辞任，自2016年9月10日起不再担任公司副总经理。陈志高先生因个人原因辞任，自2016年4月29日起不再担任公司财务总监，由陈振文先生担任财务总监。

公司新任财务总监陈振文先生，曾任厦门天健会计师事务所有限公司审计、UPSSCS (Singapore) Pte Ltd财务、石川岛中骏建机有限公司财务经理、海信科龙股份有限公司财务总监及公司秘书、公司财务副总监。

总体看，跟踪期内，除以上管理人员存在变动外，公司其他核心团队稳定，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营服装服饰的生产和销售。2016年，受服装市场较为平稳影响，公司实现营业收入22.71亿元，较上年增长0.65%；实现净利润4.22亿元，较上年增长4.31%。

2016年，公司主营业务收入为22.40亿元，占营业收入的98.62%，公司主营业务突出；从各板块收入来看，2016年，公司男裤收入为10.99亿元，较上年下降1.85%，占比由49.99%下降至49.05%，变化不大，男裤依旧是公司收入和利润的主要来源；茄克实现收入5.06亿元，较上年增长0.85%，占比由22.43%上升至22.61%；衬衫实现收入2.94亿元，较上年增长2.52%，占比由12.81%上升至13.13%；西装实现收入1.48亿元，较上年下降6.75%，占比由7.10%下降至6.62%；T恤实现收入1.55亿元，较上年增长13.10%，主要系公司主打品牌FUN品牌的T恤销量增长所致。

表1 2015~2016年公司主营业务收入和毛利率构成（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
男裤	111,939.77	49.99	60.66	109,864.44	49.05	60.54
茄克	50,217.94	22.43	53.95	50,644.26	22.61	52.83
衬衫	28,681.23	12.81	60.61	29,404.23	13.13	57.94
西装	15,893.48	7.10	54.80	14,820.67	6.62	51.60
T恤	13,670.33	6.10	59.76	15,460.86	6.90	58.76
其他	3,520.34	1.57	31.19	3,793.08	1.69	31.80
合计	223,923.09	100.00	58.22	223,987.54	100.00	57.25

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016年，公司男裤的毛利率为60.54%，较上年下降0.12个百分点，变化不大；茄克的毛利率为52.83%，较上年下降1.12个百分点；衬衫的毛利率为57.94%，较上年下降2.67个百分点；西装毛利率为51.60%，较上年下降3.20个百分点；T恤的毛利率为58.76%，同比减少1.00个百分点。公司主营业务毛利率由2015年的58.22%下降至2016年的57.25%，变化不大。

2017年1~3月，受市场景气度逐渐提升影响，公司实现营业收入6.64亿元，较上年同期增长13.60%，公司实现净利润1.59亿元，较上年同期增长23.87%，公司营业收入和净利润均有所提高。

总体来看，2016年，公司主营业务突出，男裤为公司的核心产品，持续盈利，各业务板块经营情况稳定，主营业务收入比较稳定，毛利率小幅下降，仍处于较高水平。

2. 原材料采购

公司采购的原材料主要包括面料、辅料和成衣等三大类。

原材料采购定价方面，公司采用报价竞标的方式，在保证原料品质的前提下，尽量控制原材料成本。付款方面，公司根据采购原材料种类不同、来源不同，采用不同的付款方式。对于面料采购，进口面料公司先款后货，国产面料公司收到面料后先付90%货款，余下10%待所有面料交齐后再支付，货款滚动结算；对于成衣采购，公司先支付20%订金，收货时付70%货款，待所有成衣交齐后再支付余下10%货款。

从原材料采购量看，2016年，受行情向好，整体产量增长的影响，公司各项主要原材料采购量均有所增长。其中面料采购量较2015年增长22.00%至1,322.29万米；辅料采购量较2015年增长25.70%至24,008.92万米/万个；裤类采购量较2015年增长19.84%至192.48万条；T恤类采购量较2015年增长43.24%至73.18万件；衬衫采购量较2015年增长46.64%至129.94万件，其中衬衫和T恤的采购量增长较多主要系线上需求量较大及FUN产品采购增加所致；西装采购量较2015年增长4.15%至19.06万件；茄克采购量较2015年增长30.73%至85.76万件。

表2 2015~2016年公司采购情况（单位：万元、万件/万条/万米/万个、元/件、元/条、元/米）

序号	原料	项目	2015年	2016年
1	面料	采购金额	31,010.56	33,163.73
		采购数量	1,083.87	1,322.29
		采购均价	28.61	25.08
2	辅料	采购金额	6,784.08	8,230.13
		采购数量	19,099.70	24,008.92
		采购均价	0.36	0.34
3	成衣—裤类	采购金额	16,116.05	18,624.01
		采购数量	160.61	192.48
		采购均价	100.34	96.76
4	成衣—T恤类	采购金额	5,388.43	6,868.34
		采购数量	51.09	73.18
		采购均价	105.47	93.86
5	成衣—衬衫类	采购金额	9,120.49	11,673.07
		采购数量	88.61	129.94
		采购均价	102.93	89.83

6	成衣—西装类	采购金额	4,076.67	4,583.51
		采购数量	18.30	19.06
		采购均价	222.77	240.48
7	成衣—茄克类	采购金额	18,140.03	24,022.99
		采购数量	65.60	85.76
		采购均价	276.52	280.12
8	其他（包装物和其他成衣等）	采购金额	3,294.56	5,770.58
		采购数量	--	--
		采购均价	--	--
采购金额合计			93,930.87	112,936.36

资料来源：公司提供

从原材料采购均价来看，2016年，除西装和茄克外，各主要原材料均价均出现不同程度的下滑；其中面料采购均价同比下降12.34%，主要系公司团购订单增加导致面料采购均价下降所致；辅料和裤类的采购均价同比分别下降5.56%和3.57%；T恤采购均价同比下降11.01%，主要系电商专供款价格较低以及FUN产品采购增加所致；衬衫采购均价同比下降12.73%，主要系公司电商专供款价格较低所致；西装和茄克采购均价同比分别增长7.95%和1.30%，变化不大。

从采购集中度看，前五名供应商采购额17,335.61万元，占年度采购总额17.04%；其中前五名供应商采购额中无关联方采购。公司前五大供应商采购金额略有上升，集中度仍较低，在采购地域上，公司采购地主要集中于福建、广东和浙江。

表3 2016年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

采购单位	采购产品	采购金额	占总采购额比重
第一名	材料/成衣	4,574.99	4.50
第二名	成衣	3,788.53	3.72
第三名	材料	3,396.53	3.34
第四名	成衣	2,866.20	2.82
第五名	成衣	2,709.36	2.66
合计		17,335.61	17.04

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司原材料采购数量整体上升，除西装和茄克价格小幅上升外，各原材料采购价格均有所下滑，其中衬衫的价格下降幅度较大。原材料采购成本的下降有利于公司降低生产成本。

3. 产销情况

2016年，公司仍然采用“自制生产为主、委托加工为辅”的生产模式。

从产能来看，截至2016年底，公司茄克类产品（茄克、衬衫和T恤）的标准产能为52.00万件/年，较上年底增长4.00%；公司西裤类（西装、西裤和休闲裤）的标准产能为500.00万件/年，较上年底无变化。

从产量来看，2016年，受市场需要，产品备货增加以减轻原材料价格波动的影响，公司各类产品产量均有所增加；其中，裤类产量较2015年增长9.27%至565.84万条；茄克产量较2015年增长24.01%至120.39万件；衬衫产量较2015年增长35.14%至179.32万件；西装产量较2015年增长16.38%

至41.50万件；T恤产量较2015年增长46.22%至93.17万件。从产能利用率来看，2015~2016年，公司茄克类产品和西装类产品的产能利用率均呈上涨趋势，主要系上述产品产量受市场行情向好影响所致；整体上看，2016年，公司各类产品产能利用率均在85%以上，特别是茄克、衬衫、T恤类产品的产能利用率均超过95%，公司整体产能利用率较好。

表 4 2015~2016 年公司产能及产量情况（单位：万件、%）

品类	折算标准品类	指标	2015 年	2016 年
茄克	茄克	标准产能	50.00	52.00
衬衫				
T 恤				
茄克	茄克	折算产量	47.99	54.85
衬衫				
T 恤				
产能利用率			95.98	105.48
西装	西裤	标准产能	500.00	500.00
西裤				
休闲裤				
西装	西裤	折算产量	398.30	430.41
西裤				
休闲裤				
产能利用率			79.66	86.08

资料来源：公司提供

2016 年，公司仍采用直营和加盟相结合的销售模式，网上销售作为补充。公司直营模式接受公司统一管理运营，经营收益与风险均由公司承担；公司对其拥有较强的渠道控制能力。公司与加盟商的结算方式一般为现款现货，赊销额度和期限需经公司审批。网上销售，主要销售渠道为天猫、京东、唯品会和苏宁易购等第三方平台，电子商务业务定位由原来的去库存为主，变为销售线上专供款为主。

从销量来看，2016 年，公司茄克销量较 2015 年增长 2.23%至 99.92 万件；衬衫销量较 2015 年增长 17.65%至 152.61 万件，主要系衬衫电商专供款增加，线上销量增加所致；T 恤销量较 2015 年增长 25.22%至 74.83 万件；受极端天气以及消费习惯的改变影响，裤类和西装的销量分别较 2015 年下降 0.66%和 4.96%。从产销率来看，受公司产量增加较多影响，存货增加，2016 年，各项产品的产销率均有所下降。

表 5 2015~2016 年公司分产品产销量情况（单位：万元、万条、万件、%）

产品名称	项目	2015 年	2016 年
裤类	销售金额	111,939.77	109,864.45
	销量	502.70	499.38
	产量	517.86	565.84
	产销率	97.07	88.25
茄克	销售金额	50,217.94	50,644.26
	销量	97.74	99.92
	产量	97.08	120.39
	产销率	100.68	83.00

衬衫	销售金额	28,681.23	29,404.23
	销量	129.71	152.61
	产量	132.69	179.32
	产销率	97.75	85.10
西装	销售金额	15,893.48	14,820.67
	销量	38.32	36.42
	产量	35.66	41.50
	产销率	107.46	87.76
T恤	销售金额	13,670.33	15,460.85
	销量	59.76	74.83
	产量	63.72	93.17
	产销率	93.79	80.32
其他	销售金额	3,520.34	3,793.08
	销量	49.67	50.61
	产量	47.68	72.92
	产销率	104.17	69.40

资料来源：公司提供

从公司销售渠道来看，2016年，公司销售主要渠道仍然为加盟和直营，两者合计占比较2015年有所降低，为87.69%。2016年，公司一、二级加盟渠道销售从2015年的55.90%下降至51.45%，占比小幅下降。

表6 2015~2016年公司各类模式销售业务情况（单位：万元、%）

销售方式		2015年		2016年	
		金额	收入占比	金额	收入占比
国内销售	直营	76,785.59	34.29	81,174.26	36.24
	一级加盟	33,135.26	14.80	33,786.43	15.08
	二级加盟	92,023.63	41.10	81,464.22	36.37
	团购	5,475.23	2.45	5,530.34	2.47
	网购	16,503.38	7.36	22,032.29	9.84
总计		223,923.09	100.00	223,987.54	100.00

资料来源：公司提供

从销售分布区域来看，2016年，公司的销售地区主要仍然集中在华东地区、中南地区和华北地区，各区域收入以及占比较2015年变化不大。

表7 2016年公司门店终端与营业收入地域分布情况（单位：万元、%）

地域	营业收入	占比	营收变动率
华东	94,118.75	42.02	0.01
中南	47,906.74	21.39	-1.22
华北	30,207.44	13.49	2.42
西南	20,650.93	9.22	1.14
西北	19,734.02	8.81	-0.80
东北	11,369.66	5.07	-1.24
合计	223,987.54	100.00	0.03

资料来源：公司年报

2016年，公司前五名客户销售额 32,871.37 万元，占年度销售总额 14.68%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 9,099.46 万元，占年度销售总额 4.06%，占比不大。

总体看，2016年，公司产品结构比较稳定，产量和销量均有所提升，盈利水平较好。

4. 经营效率

2016年公司应收账款周转次数由上年的 12.60 次上升至 13.58 次，主要系营业收入有所提高且应收账款减少所致；存货周转次数由上年的 1.41 次下降至 1.31 次，主要系公司产品备货增加所致；总资产周转次数由上年的 0.43 次下降至 0.42 次。

表8 2016年服装类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
杉杉股份	3.20	3.97	0.44
海澜之家	27.09	1.14	0.71
江苏阳光	7.52	2.54	0.48
七匹狼	12.22	1.70	0.34
九牧王	14.47	1.48	0.42

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

从同行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转率、公司存货周转率和公司总资产周转率处于行业一般水平；总体看，公司整体经营效率尚可。

整体看，2016年，公司经营效率尚可，处于行业中游水平。

5. 重大事项

2014年9月15日，为合理利用店铺，公司2014年第二次临时股东大会审议通过《关于拟转让部分以募集资金购置的商铺的议案》，公司根据募集资金购置商铺所在商圈情况及商铺实际使用情况，为更有效地优化资源，决定将15个以募集资金购置的商铺按市场公允价格或评估价格转让给非关联第三方，上述商铺的原购置成本约为人民币2.5亿元，具体授权公司经营层办理，有效期二年，将会缓解募投资金集中占用压力。经2016年5月16日召开的2015年年度股东大会审议通过，公司将上述募集资金购置的商铺转让期限延长两年至2018年9月14日。但受到终端零售及商业地产投资疲软影响，截至2016年底，上述募集资金购置的商铺尚未实施转让。

6. 经营关注

（1）宏观经济波动对服装产品需求的影响

服装行业具有周期性，特别是中高端及高时尚度服装品牌，易受宏观经济波动的影响。当前，中国经济进入新常态，经济增速进入换挡期，GDP由高速增长转为中速增长，未来较长一段时间将延续这一趋势，这将影响消费者服装消费金额与消费习惯；特别是2014年下半年以来，中国股市大幅调整，中国中高收入群体财富缩水较大，直接影响了居民服装消费支出。公司服装产品定位于中高端，受居民收入变化影响较大，公司需及时调整运营策略。

（2）公司产品设计失败的风险

服装行业潮流变化很快，公司每年更新产品设计，以适应市场需求的变化。一旦公司产品设

计结果与市场需求不符，将会显著影响公司当季产品的销售。

（3）电商渠道对公司销售渠道的竞争

近年来，电商在我国发展迅猛，传统销售渠道受到极大冲击，零售领域正在经历一场新的革命。目前，公司来自电子商务渠道的销售收入在公司销售收入中占比较小，如果公司不能提高电子商务销售渠道收入，未来将可能处在不利的竞争位置。

（4）极端天气影响销售收入的风险

近年来，极端天气的出现越来越频繁。公司销售收入主要来自于线下销售终端，销售订单主要采用订货制的期货模式，暴雨、暴雪、台风等给消费者出门购物带来不便，暖冬、倒春寒和极热天气等也影响了消费者的消费行为。极端天气对公司销售收入将产生不利影响，并对公司零售和商品管理带来了一定的影响。

7. 未来发展

未来几年，公司将继续以“领跑中国男裤，成为商务男装的领导品牌”为品牌愿景，通过开展零售转型、加强商品风格化、利用分标牌服务不同细分消费者，做强男裤，成为商务男装的领导品牌；同时，公司将积极探索服装相关产业投资，不断推动股东价值最大化。

面对个性化和时尚化的消费潮流与消费市场的深度细分，公司将启动基于深度分众的竞争模式深化工程和商业模式系统创新工程。在深化传统业务与应对消费升级挑战的同时捕捉新的市场机遇，强化服装主业竞争力，未来五年公司将在现有“九牧王”、“J1”和“FUN”等品牌的基础上，通过自主经营、直接投资培育和兼并收购等多种方式打造“精工质量平台”、“时尚品质平台”和“潮流时尚平台”三大服装平台，为不同的目标消费者提供差异化的产品与服务。

总体看，公司未来发展战略清晰，经营务实稳健；未来随着研发能力和销售能力的提高，公司的整体竞争力有望进一步提高。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司 2017 年 1~3 月合并财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2016 年公司按照《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号），要求全面试行营业税改征增值税后，将“营业税金及附加”科目名称调整为“税金及附加”科目；同时，自 2016 年 5 月 1 日起企业经营活动发生的房产税、土地使用税、车船税、印花税等相关税费从“管理费用”科目重分类至“税金及附加”科目。公司的合并报表范围符合财政部规定及企业会计准则的相关规定。本报告中 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告中的期初数和上年数。2016 年公司合并范围与上年相比未发生变动，2017 年 1~3 月，合并范围较年初未发生变动，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 55.20 亿元，负债总额 10.59 亿元，所有者权益合计 44.61 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 44.58 亿元；2016 年，公司实现营业收入 22.71 亿元，净利润（含少数股东损益）4.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.28 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 55.90 亿元，负债总额 9.48 亿元，所有者权益合计 46.42 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 46.38 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.64 亿元，净利润（含少数股东损益）1.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.12 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.06 亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至 2016 年底，公司合并资产总额 55.20 亿元，较年初增长 2.35%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 57.44% 和 42.56%，资产构成以流动资产为主，和上年相比资产结构变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 31.71 亿元，较年初增长 7.96%，主要系一年内到期的非流动资产增长较多所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 13.44%）、存货（占比 23.23%）、一年内到期的非流动资产（占比 8.97%）和其他流动资产（占比 43.33%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 4.26 亿元，较年初下降 50.33%，主要系公司偿还外币借款以及向全体股东派发现金股利所致，公司货币资金受限金额为 0.32 亿元，主要为开具银行承兑汇票支付的保证金，占比为 7.43%；公司存货净额为 7.36 亿元，较年初增长 26.04%，主要系公司产品备货增加所致，存货主要由库存商品（占 87.00%）和原材料（占 8.96%）构成，以库存商品为主，公司累计计提存货跌价准备 0.87 亿元，计提比例为 10.62%，主要为库存商品和原材料的跌价准备；公司一年内到期的非流动资产为 2.84 亿元，较年初增长 406.28%，主要系将一年内到期的可供出售金融资产重分类至本科目所致；公司其他流动资产为 13.74 亿元，较年初增长 48.01%，主要系公司购买的理财产品增加所致，其他流动资产主要由理财产品（占 97.43%）构成。

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产合计 23.49 亿元，较年初减少 4.36%，主要系可供出售金融资产和固定资产的减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 42.01%）、长期股权投资（占 11.11%）、投资性房地产（占 15.97%）、固定资产（占 21.45%）和无形资产（占 5.37%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面价值合计为 9.87 亿元，较年初下降 6.02%，主要系一年以上的理财产品减少，转入一年内到期的非流动资产所致；公司投资性房地产采用成本法计量，账面价值合计 3.75 亿元，主要由房屋及建筑物（占 91.83%）和土地使用权（占 8.17%）构成，较年初增长 41.28%，主要系新增固定资产转入投资性房地产所致；公司固定资产账面价值合计 5.04 亿元，较年初下降 24.35%，主要系外租房产由固定资产转出所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 71.43%）和办公设备及其他（占 18.49%）构成，累计计提折旧 3.20 亿元，固定资产成新率 61.14%，成新率一般，公司无固定资产受限情况；公司无形资产账面价值合计 1.26 亿元，较年初下降 13.23%，主要由土地使用权（占 79.57%）和软件（占 19.64%）构成。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 55.90 亿元，其中流动资产占比 57.79%，非流动资产占比 42.21%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2016 年公司资产规模有所上升，以流动资产为主；流动资产中其他流动资产占比较高；非流动资产中可供出售金融资产和固定资产占比较大，整体资产质量尚可。

（2）负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计为 10.59 亿元，较年初下降 4.16%，其中流动负债和非流动负债分别占 79.89% 和 20.11%，流动负债占比有所下降，主要系公司于 2016 年公司公开发行公司债券导致非流动负债规模增加所致，但负债仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 8.46 亿元，较年初下降 22.58%，流动负债主要以应付票据（占 24.49%）、应付账款（占 39.60%）、预收款项（占 15.22%）和应付职工薪酬（占 9.28%）构成。截至 2016 年底，公司应付票据合计 2.07 亿元，较年初增长 9.32%，主要为应付银行承兑汇票；公司应付账款合计 3.35 亿元，较年初增长 26.64%，主要系公司产品备货增加所致，且无账龄超过 1 年的重要应付账款；公司预收款项合计 1.29 亿元，较年初增长 42.94%，主要系公司预收货款增长所致；公司应付职工薪酬 0.78 亿元，较年初下降 12.06%，主要系公司发放年终奖减少所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 2.13 亿元，较年初增长 1,670.57%，主要系应付债券增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由应付债券（占 93.44%）构成，公司应付债券余额为 1.99 亿元，年初无应付债券，主要系公司于 2016 年 10 月发行公司债券“16 九牧 01”（2.00 亿元）所致。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 4.06 亿元，较年初下降 26.64%，主要系短期债务下降幅度较大所致，其中短期债务占 51.01%，长期债务占 48.99%，长期债务占比有所上升，主要系发行公司债券所致，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2016 年底，公司资产负债率为 19.18%，较年初减少 1.30 个百分点；公司全部债务资本化比率为 8.34%，较年初减少 3.09 个百分点；公司长期债务资本化比率由年初的 0.00% 上升至 4.27%。公司整体负债水平较年初有所降低，债务负担有所减轻。

截至 2017 年 3 月底，公司负债 9.48 亿元，较年初下降 10.47%，变化不大，其中流动负债占比 77.19%，非流动负债占比 22.81%，负债结构较年初变化不大，仍然以流动负债为主。公司全部债务合计 3.83 亿元，较年初下降 5.71%，其中短期债务占比下降至 48.03%，长期债务占比为 51.97%，债务结构以长期债务占比为主。整体债务规模较年初有所下降。

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 44.61 亿元，较年初增长 4.02%，其中归属于母公司所有者权益占比 99.92%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 12.89%、资本公积占 57.79%、盈余公积占 6.45%、未分配利润占 21.60%；公司资本公积占比较高，其中资本公积构成全部为资本溢价，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 46.42 亿元，较年初增长 4.05%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司负债规模有所缩小，流动负债占比有所减小，依然为负债的主要构成部分，公司债务负担有所下降，债务结构均衡；公司所有者权益中以资本公积为主，所有者权益较为稳定。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 22.71 亿元，较上年增长 0.65%，变化不大；公司营业成本 9.80 亿元，较上年增长 3.30%；公司实现净利润（含少数股东损益）4.22 亿元，较上年增长 4.31%，其中归属于母公司的净利润为 4.23 亿元，同比增长 4.63%。2016 年公司营业外收入为 0.40 亿元，同比增长 278.76%，主要系公司收到的政府补助增加所致。

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计为 8.25 亿元，较上年增长 4.68%；其中销售费用为 6.35 亿元，较上年增长 9.53%，主要系公司广告投入以及业务宣传费用支出增加所致；管理费用为 1.97 亿元，较上年下降 4.44%；财务费用为 -0.06 亿元，较上年下降 306.22%，主要系公司偿还外币借款引起汇兑损失减少所致。2016 年公司费用收入比为 36.33%，较上年上升 1.40 个百分点，期间费用控制能力较上年有所下降，费用控制能力一般。

2016年，公司总资本收益率为8.76%，同比增加0.05个百分点；总资产报酬率9.04%，同比减少0.42个百分点；净资产收益率分别为9.64%，同比增加0.37个百分点，变化不大。公司盈利指标呈现上涨态势，且盈利能力仍较强。从服装行业上市公司比较来看，公司处于行业中领先地位，净资产收益率处于行业较高水平，销售毛利率和总资产报酬率均处于行业内领先水平，盈利指标表现良好。

表9 2016年服装制造类上市公司盈利能力情况（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	销售毛利率	总资产报酬率
002029.SZ	七匹狼	5.23	43.93	4.27
002154.SZ	报喜鸟	-14.88	50.68	-8.02
002569.SZ	步森股份	1.26	33.08	3.05
600400.SH	红豆股份	5.07	22.96	3.30
002485.SZ	希努尔	0.38	19.97	0.58
601566.SH	九牧王	9.68	56.86	8.68

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017年1~3月，受市场景气度逐渐提升影响，公司实现营业收入6.64亿元，较上年同期增长13.60%，公司实现净利润1.59亿元，较上年同期增长23.87%，公司营业收入和净利润均有所提高。

总体看，2016年，公司营业收入和净利润均有所增长，费用对公司利润有一定的侵蚀，整体盈利能力良好。

4. 现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动产生的现金流入为27.26亿元，较上年增长3.00%，变化不大，其中收到其他与经营活动相关的现金为0.62亿元，较上年增长22.94%，主要系公司收到的政府补助增加所致；公司经营活动产生的现金流出为22.79亿元，较上年增长8.18%，其中支付其他与经营有关的现金为4.16亿元，较上年增长15.65%，主要系公司销售费用增加所致；受上述因素影响，2016年，现金流量净额为4.47亿元，较上年下降17.18%。从收入质量上看，2016年公司的现金收入比为117.27%，较上年有所提高，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入为27.99亿元，较上年下降47.36%，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致，其中收回投资收到的现金27.07亿元，较上年下降48.41%，主要系本年到期的投资理财减少所致；公司投资活动现金流出为32.32亿元，较上年下降41.71%，主要系投资支付的现金大幅下降所致；受上述因素影响，2016年，公司投资活动现金流量净额为-4.33亿元，仍为净流出，规模较上年有所扩大。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入为3.55亿元，较上年下降44.83%，主要系公司借款减少所致，其中收到其他与筹资活动有关的现金为1.56亿元，较上年增长302.29%，主要系收回借款及结售汇保证金增加所致；公司筹资活动现金流出为7.11亿元，较上年下降27.24%，主要系公司分配股利和偿付利息支付的现金减少所致；受上述因素影响，2016年，筹资活动现金流量净额为-3.56亿元，较上年增长6.57%，仍为净流出。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入为2.12亿元；投资活动产生的现金净流出为2.01亿元；筹资活动产生的现金净流出为0.03亿元；现金及现金等价物净增加额0.06亿元。

总体看，2016年，公司经营现金流呈净流入状态，现金流量净额较大，收入实现质量有所提高；投资性现金流净流出规模有所扩大，筹资现金流仍为净流出。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率由年初的2.69倍上升至3.75倍；速动比率由年初的2.15倍上升至2.88倍。2016年，公司经营现金流动负债比率由年初的49.41%提高至52.86%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较高。2016年，公司现金短期债务比由年初的2.10倍上升至2.80倍，现金类资产对短期债务保护能力有所提高，处于较高水平。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司EBITDA为5.86亿元，较年初增长0.41%，变化不大。公司EBITDA主要由利润总额（占83.53%）和折旧（占12.76%）构成，计入财务费用的利息支出（占0.63%）和摊销（占3.08%）占比较低；2016年EBITDA利息倍数由年初的85.54倍提高至158.03倍，EBITDA对利息的保障能力很高；EBITDA全部债务比由年初的1.05倍提高至1.44倍，EBITDA对全部债务的覆盖能力较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2016年12月底，公司不存在应披露的未决诉讼等或有事项，无对外担保。

截至2016年12月底，公司获得银行综合授信22.65亿元，已使用2.10亿元，未使用额度20.55亿元，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据代码为G1035050100010220F的人民银行征信报告，截至2017年5月23日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力指标表现较好，经营活动现金流状况良好，整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达5.79亿元，约为“16九牧01”债本金合计（2.00亿元）的2.90倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达44.61亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的22.31倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16九牧01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为5.86亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的2.93倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入27.26亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的13.63倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，公司偿债能力较强，以及在融资渠道、品牌声誉等方面具有优势，联合评级认为，公司对“16九牧01”的偿还能力较强。

八、综合评价

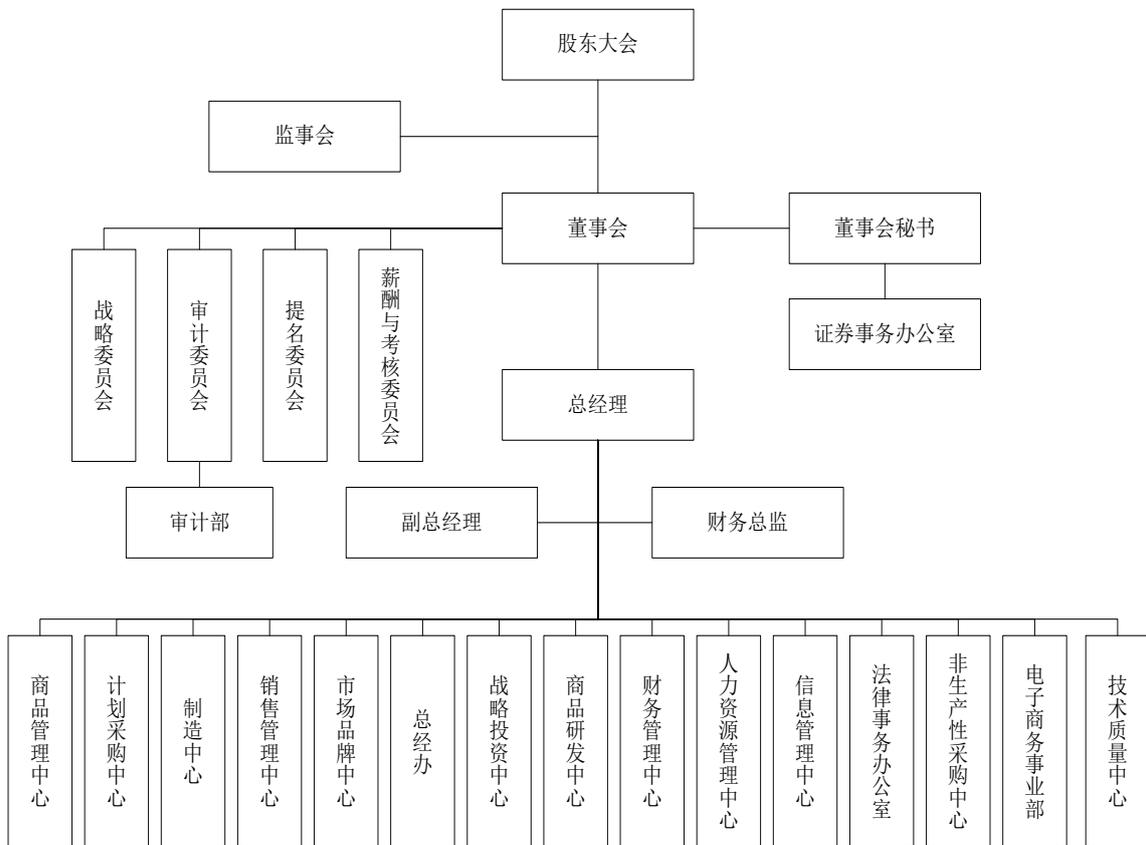
2016年，公司作为国内领先的男装生产和销售企业，仍然在品牌知名度、生产规模、销售渠道覆盖和管理能力等方面具有较为明显的优势。2016年，受到纺织服装行业景气度缓慢回升影响，公司经营业绩较上年有所提升，盈利规模有所扩大，整体盈利能力有所提高。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业竞争激烈，生产经营受原材料价格波动、极端天气、电子商务渠道竞争

以及消费者快速变化的多元化需求等影响因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司调整渠道结构、增加品牌和品类、不断提升设计能力，公司经营有望保持稳健增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16九牧 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 九牧王股份有限公司组织结构图



附件 2 九牧王股份有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	53.94	55.20	55.90
所有者权益 (亿元)	42.89	44.61	46.42
短期债务 (亿元)	5.54	2.07	1.84
长期债务 (亿元)	0.00	1.99	1.99
全部债务 (亿元)	5.54	4.06	3.83
营业收入 (亿元)	22.57	22.71	6.64
净利润 (亿元)	4.04	4.22	1.59
EBITDA (亿元)	5.84	5.86	--
经营性净现金流 (亿元)	5.40	4.47	2.12
应收账款周转次数 (次)	12.60	13.58	--
存货周转次数 (次)	1.41	1.31	--
总资产周转次数 (次)	0.43	0.42	--
现金收入比率 (%)	115.03	117.27	120.28
总资本收益率 (%)	8.71	8.76	--
总资产报酬率 (%)	9.47	9.04	--
净资产收益率 (%)	9.27	9.64	3.49
营业利润率 (%)	56.78	55.59	56.43
费用收入比 (%)	34.94	36.33	28.31
资产负债率 (%)	20.49	19.18	16.96
全部债务资本化比率 (%)	11.43	8.34	7.62
长期债务资本化比率 (%)	0.00	4.27	4.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	84.54	158.03	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.05	1.44	--
流动比率 (倍)	2.69	3.75	4.41
速动比率 (倍)	2.15	2.88	3.54
现金短期债务比 (倍)	2.10	2.80	3.12
经营现金流动负债比率 (%)	49.41	52.86	29.00
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.92	2.93	--

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

2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

3.2017 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。