



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

海澜之家股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

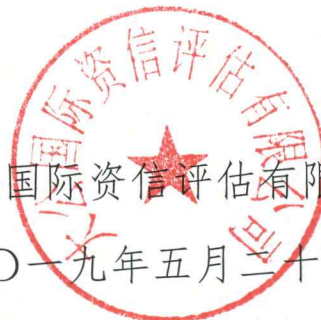
大公报 SD【2019】071 号

大公国际资信评估有限公司通过对海澜之家股份有限公司及“海澜转债”的信用状况进行跟踪评级，确定海澜之家股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“海澜转债”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年五月二十九日





评定等级

主体信用					
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					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
海澜转债	30	6	AA+	AA+	2018.8

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019.3	2018	2017	2016
总资产	309.16	295.91	250.98	243.77
所有者权益	141.74	130.95	111.77	101.09
总有息债务	52.77	50.40	27.06	18.68
营业收入	60.89	190.90	182.00	170.00
净利润	12.08	34.56	33.29	31.23
经营性净现金流	12.22	24.19	28.80	29.28
毛利率	43.59	40.84	38.95	38.99
总资产报酬率	5.40	15.77	17.54	16.84
资产负债率	54.15	55.75	55.47	58.53
债务资本比率	27.13	29.23	19.49	15.59
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	56.52	721.90	-
经营性净现金流/总负债	7.35	15.91	20.43	19.95

注: 公司提供了 2018 年及 2019 年 1~3 月财务报表, 天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年采用 2018 年追溯调整数据, 公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。

主要观点

海澜之家股份有限公司(以下简称“海澜之家”或“公司”)主要从事服装的生产和销售业务。跟踪期公司作为服装纺织行业面临良好的政策环境, 公司主要产品具有较高品牌认知度, 类直营的加盟店管理模式实现门店统一管理和快速扩张; 但同时公司所处行业竞争较为激烈, 公司城市布局不均衡及存货规模较大, 存在一定的风险。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 我国城镇化率及人均可支配收入的不断提高将长期推动居民在服饰方面的消费支出, 鼓励性政策的出台使得服装纺织行业面临良好的政策环境;
- 公司主要品牌“海澜之家”的认知度较高, 仍具有较强的品牌竞争优势;
- 公司在采购环节采取多种合作模式, 充分利用服装生产资源, 扩大产业规模;
- 类直营的加盟店管理模式, 实现门店统一管理和快速扩张; 2018 年以来, 公司收入及利润持续增长, 整体盈利能力较强。

主要风险/挑战:

- 经济下行压力增大、生产成本居高不下、行业的竞争越来越激烈、个性化要求高、渠道变迁以及国内外品牌加速抢滩市场等因素, 增加了服装品牌和企业的转型升级压力;
- 公司门店主要分布于三、四线城市, 城市布局及受众消费人群不均衡, 不利于竞争力的持续提升;
- 公司存货规模较大, 存在一定的风险。

评级小组负责人: 马映雪

评级小组成员: 宋玉丽 张 建

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公纺织服装企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的海澜之家存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合其外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

2019 年 1 月 21 日,公司可转换公司债券进入转股期。自 2019 年 1 月 21 日起至 2019 年 3 月 31 日期间,累计共有 384,000 元“海澜转债”转换成公司股票,因转股形成的股份数量为 30,944 股,占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0007%。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况 (单位:亿元)

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
海澜转债	30	29.99	2018.07.13 ~ 2024.07.12	募集资金承诺投资 6.20 亿元用于产业链信息化升级项目, 19.18 亿元用于物流园区建设项目, 4.30 亿元用于爱居兔研发办公大楼建设项目。	已按募集资金要求使用

数据来源:根据公司提供资料整理

截至 2018 年 12 月末,公司累计使用募集资金 15,239.90 万元,其中,向产业链信息化升级项目累计投入 5,352.86 万元,该项目预计 2020 年 7 月项目达到预定可使用状态;向物流园区建设项目累计投入 9,887.04 万元,预计 2021 年 7 月达到预定可使用状态;爱居兔研发办公大楼建设项目尚未有募集资金投入。

发债主体

公司前身为成立于 1997 年 1 月的江阴奥德臣精品面料服饰有限公司(以下简称“江阴奥德臣”),主要从事中高档服装、精纺呢绒的生产和销售以及染整加工业务。1999 年 6 月,经江苏省人民政府批准,江阴奥德臣由有限责任公司变更为股份有限公司,同时更名为奥德臣实业股份有限公司(以下简称“德臣股份”)。2000 年 12 月,德臣股份首次公开发行股票并在上海证券交易所挂牌交易(证券代码:600398.SH,股票简称“德臣股份”);2001 年 3 月,德臣股份更名为凯诺科技股份有限公司(以下简称“凯诺科技”)。2013 年 7 月,凯诺科技启动了与国内服装品牌连锁运营公司海澜之家服饰股份有限公司(现更名为



“海澜之家品牌管理有限公司”，以下简称“海澜品牌管理”）的重组。

2014 年 1 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准凯诺科技发行 3,846,153,846 股份购买海澜集团有限公司（以下简称“海澜集团”）、荣基国际（香港）有限公司、国星集团有限公司、江阴恒盛国际贸易有限公司（原海澜国际贸易有限公司）、万成亚太投资有限公司、江阴市晟汇国际贸易有限公司及上海挚东投资管理有限公司持有的海澜品牌管理 100.00% 股权，同时海澜集团以 50,895.50 万元现金协议收购江阴第三精毛纺有限公司持有的凯诺科技 150,578,388 股存量股份，凯诺科技更名为海澜之家股份有限公司；2014 年 4 月，公司证券简称变更为“海澜之家”。

2018 年 2 月 2 日，荣基国际与深圳市腾讯普和有限合伙企业（有限合伙）（以下简称“腾讯普和”）签订了《股份转让协议》，拟以 10.48 元/股的价格转让 238,549,618 股公司股份予腾讯普和，股份转让总价为人民币 2,499,999,997 元，本次转让股份占公司总股本的 5.31%。2018 年 5 月 25 日，办理完成过户登记手续。

2018 年 3 月，公司与深圳市邦德文化发展有限公司（以下简称“邦德文化”）创始股东及实际控制人黄小羽签署了《关于深圳市邦德文化发展有限公司之股权转让协议》，转让公司所持邦德文化 24.00% 股权。

2018 年 7 月，江阴海澜之家投资有限公司（以下简称“海澜投资”）与北京红杉铭德股权投资中心（有限合伙）（以下简称“红杉铭德”）、FLASH BUSINESS LIMITED、快尚时装（广州）有限公司（以下简称“快尚时装”）及其他相关方签订相关协议，海澜投资将其持有的快尚时装 14.00% 的股权转让给红杉铭德，将其持有的快尚时装 5.00% 的股权转让给 FLASH BUSINESS LIMITED，转让完成后海澜投资不再持有快尚时装的股权。

2018 年 7 月，公司使用公开发行可转换公司债券募集资金净额 29.68 亿元人民币及募集资金到账至增资完成期间的银行利息对全资子公司海澜品牌管理增资实施募集资金投资项目。资金全部用于认缴新增注册资本，增资完成后，公司仍持有海澜品牌管理 100% 的股权。

2018 年 9 月，海澜品牌管理以自有资金对湖州男生女生品牌管理有限公司（以下简称“男生女生”）增资，以人民币 2.6 亿元认购男生女生新增注册资本人民币 1,083.33 万元，获得其 52.00% 股权，已完成出资及工商变更。

2018 年 12 月，公司发布《未来五年（2018-2022）回购公司股份规划公告》，未来五年内（2018-2022 年）公司将以自有资金通过证券交易所集中竞价交易方式等中国证监会、上海证券交易所（以下简称“上交所”）认可的方式回购公司境内上市人民币普通股（A 股）；回购股份的价格区间根据中国证监会和上交所



的规定确定；每年以不低于预案发布前一会计年度经审计的归属于上市公司股东的净利润的 20.00%且不超过预案发布前一会计年度经审计的归属于上市公司股东的净利润的 30.00%的资金回购公司股份；回购的股份将用于减少公司注册资本、员工持股计划或者股权激励、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券、维护公司价值及股东权益等中国证监会和上交所认可的方式处置。截至 2019 年 5 月 17 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 45,297,460 股，占公司总股本的比例为 1.01%，已支付的总金额为 4.27 亿元（不含交易费用）。

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 44.93 亿元，海澜集团持有公司 39.31% 股权，为公司控股股东；荣基国际持有公司 24.65%，为公司第二大股东；周建平直接持有公司 0.20% 股权，同时通过控股江阴市海澜投资控股有限公司间接持有海澜集团 100% 股权，为公司实际控制人。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规的规定，结合公司实际情况，不断完善公司法人治理结构，建立健全内部控制制度，加强信息披露工作。股东大会是公司最高权力机构，审议通过了《公司章程》及《股东大会议事规则》，对相关事项进行了详细的规定。股东大会下设董事会及监事会，董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2019 年 3 月 15 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件。截至本报告出具日，公司在公开市场发行的债务融资工具“海澜转债”，尚未到首个付息日。

偿债环境

公司面临良好的偿债环境。服装纺织行业政策环境较好，城镇化率及人均可支配收入的不断提高将长期推动城镇居民在服饰方面的消费支出。但我国休闲服饰行业市场集中度较低，国内服装品牌的竞争压力不断加大；传统的实体店铺销售模式将会持续受到零售渠道变迁以及电子商务销售快速发展而带来的冲击。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全



国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，比上年增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。2018 年，全社会消费品零售总额同比名义增长 9.00%，增速同比降低 1.20 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.70%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.30%，高出全国整体增速 3.60 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.20%，增速同比下降 1.20 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.20 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.00%，增速同比减少 20.20 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。

（二）产业/行业环境

我国服装行业市场集中度较低，国内服装品牌的竞争压力不断加大；我国出台一系列鼓励性政策，服装纺织行业面临较好政策环境。

我国服装行业的市场格局较为分散，市场集中度较低，市场份额呈现向优势品牌集中的趋势，但绝大部分市场仍被品牌附加值很低或无品牌附加值的产品占据，尚未形成具有绝对优势的领导企业。从行业集中度指标 CR5（五个企业集中度）来看，除运动装以外其他品类集中度均明显低于美国和日本，其中以内衣和女装差距最大，根据中国产业信息网的数据显示，我国 2017 年内衣 CR5 为 7.10%（为美国、日本的 1/8、1/9），女装 CR5 为 6.30%（为美国、日本的 1/3、1/6），



其他品类集中度亦低于国外，运动服饰虽然集中度较高，但国际强势品牌阿迪、耐克占据了前两大龙头地位及合计 40.90%的份额，本土品牌安踏位于第三、占据 8.00%份额，其他本土品牌李宁、361 度、特步分别占据 5.30%、4.00%、3.80%的市场份额，相比于国际龙头，本土品牌在中国市场集中度偏低，存在份额提升空间。同时，国内服装企业面临着来自国际服装企业的激烈竞争。由于看好我国服装市场的发展潜力，越来越多的国际服装品牌进军国内市场；与国内品牌相比，国际品牌服饰具有强大的品牌号召力、快速的反应能力、卓越的全球资源整合能力以及较成熟的快时尚品牌文化，因此，国际企业的国内市场份额逐年增加，对国内服装品牌，尤其是对在一、二线城市布局的服装企业形成较大的冲击。随着国际品牌对国内服装市场的不断拓展，以及逐渐向三、四线城市下沉，服装企业竞争压力仍将持续并加大。

2012 年，工信部下发《关于加快推进服装家纺自主品牌建设的指导意见》并提出，依托行业组织，选择 100 家左右自主创新能力较强、品牌管理基础较好，有一定市场影响力的服装家纺自主品牌企业进行重点跟踪培育；2012 年 12 月，商务部下发《关于促进中国品牌消费的指导意见》，有助于推动国内品牌服装消费的持续增长。2013 年 1 月，国家安全监管总局下发《服装生产企业安全生产标准化评定标准》以进一步推进服装生产企业安全生产标准化，推动企业建立安全生产长效机制。2016 年 9 月，国务院办公厅印发《消费品标准和质量提升规划（2016~2020 年）》（以下简称“规划”），规划提出服装服饰行业要适应个性消费、时尚消费、品质消费、品牌消费的发展需求，壮大个性定制、规模定制和高端定制产业，以精准设计、精准生产、精准服务赢得消费市场。2017 年 3 月，工业和信息化部制定了《2017 年消费品工业“三品”专项行动计划》并提出，发挥中国服装智能制造技术创新战略联盟的平台作用，开发推广“三衣两裤”全流程自动化技术装备，支持重点企业开发功能型纺织品服装系列新产品。

我国城镇化率及人均可支配收入的不断提高将长期推动城镇居民在服饰方面的消费支出。

随着我国经济的发展和城市化进程的不断推进，城镇居民的人口数量和人均可支配收入也不断增加；2016~2018 年，我国城镇居民家庭人均可支配收入同比分别增长 7.80%、8.30%和 7.80%，其中，2018 年我国城镇居民家庭人均可支配收入达 39,251 元。我国服装消费市场在人口红利和城镇化进程中经历了快速增长，市场空间不断扩大，但是服装零售行业属于顺周期性行业，2012~2016 年，随着我国宏观经济增速下滑，规模以上的纺织服装、服饰工业增加值累计同比增长率出现大幅度的下降，服装零售额增速也同样出现下降；服装行业 2016 年触底，2017 年开始回暖，2018 年全国鞋帽服饰类零售总额达 13,707 亿元，与



去年同期增长 8.00%，增速同比提升 0.20 个百分点，服装鞋帽行业的表现基本与去年持平，服装零售行业的消费需求增速的放缓对服装销售企业产生一定不利影响；但是从长期来看，我国城镇化率和人均可支配收入将不断提高，服装需求潜力仍很大，服装消费市场将保持持续发展。此外，随着交通工具的升级以及手机上网、微博等快速传播媒介的广泛应用，消费者活动范围和效率得到提升，信息传播速度得以提高，时尚资讯得以快速传播，一二三线城市消费者对于时尚类产品的认知和需求愈加一致，为主打时尚产品的企业提供了新的发展机遇。

随着国内人均可支配收入的不断提高，消费者逐步转变穿衣思维，对于服装已由简单的追求保暖转向对设计、时尚等品牌价值的追求，服装市场产品的细分化逐渐明显，如男装细分出精致、休闲及商务男装，女装细分基本款及时尚款等。消费者对服装产品细分化需求的不断提高也推动了服装零售企业对产品的不断调整和创新；未来服装市场产品品系仍保持着向细分化、精细化的发展。综上，产品定位清晰且能够进行产品创新和产品差异化经营的服装零售企业具备较好的竞争力。

传统的实体店铺销售模式将会持续的受到零售渠道变迁以及电子商务销售快速发展而带来的冲击。

近几年，线下的服装消费渠道已由传统的百货商场、步行街转向可提供“一站式”服务的购物中心，国内尤其是一、二线城市的购物环境已发生了巨大的变化，集购物、休闲、娱乐、饮食为一体的“一站式服务”购物中心成为主流的消费场所，对于休闲服饰的主要消费群体来说，步行街、百货商场等购物方式逐步被淘汰。由于对品牌的定位不同，国内中端大众的服装品牌依然较少进驻购物中心，因此商圈的变迁也对中端大众的服装品牌销售造成一定程度的分流。此外，电子商务的飞速发展逐步改变了居民的消费模式，网络购物成为服装消费一大趋势。近年来，我国服装网络购物市场保持着较高增速，根据 Wind，2017 年，我国纺织服装行业电子商务交易额达到 52,800.00 亿元，同比增长 18.65%，而纺织服装行业电子商务交易额在 2011 年仅为 14,000.00 亿元，2011~2017 年，年复合增长率达到 24.76%。由于我国服装行业的市场格局分散，休闲服饰的品牌忠诚度普遍较低，同时网络线上销售降低了众多中小服装企业的广告宣传费用，因此可供消费者在网络平台选择的服装品牌明显增多，从而对利用实体门店进行销售的传统模式带来一定冲击。受此影响，国内众多服装品牌运营商均开始向线上线下的 O2O¹运营模式转型。

消费升级为服行业带来了发展空间，但新的经济形势下服装行业竞争愈发激烈，加剧了行业两级分化。

¹ O2O 全称为 Online To Offline，主要是指在网上寻找消费者，然后将其带到现实的商店中去，即在线支付线下产品、服务，再到线下去享受服务。



消费升级的加快、消费群体和消费方式的改变，给国内服装企业带来了巨大的发展空间，但经济下行压力增大、消费疲软、生产成本居高不下、行业的竞争越来越激烈、个性化要求高、渠道变迁以及国内外品牌加速抢滩市场等因素，增加了服装品牌和企业的转型升级压力。服装行业的发展呈现出新的特点。

从服装行业来看，一方面定位个性化、时尚化的品牌，以小而美的方式参与市场竞争，且愈发激烈；另一方面定位大众消费品的行业龙头，在供应链、渠道等方面的优势越来越突出，理性消费的趋势下，服装行业集中度加速提升，新品牌进入的壁垒越来越高，行业两极分化进一步加剧。

财富创造能力

公司仍主要从事品牌经营和服装生产，品牌运营和服装生产销售仍是公司收入和利润的主要来源；2018 年以来，公司营业收入及毛利润均有所增长。

公司主要从事品牌服装的连锁经营以及职业装的生产与销售。公司品牌经营主要是对海澜之家及爱居兔等品牌在品牌管理、供应链管理和营销网络管理等方面进行的运营管理；服装生产主要是自主品牌圣凯诺的生产与销售；其他业务主要包括材料销售，电、汽销售以及租赁业务等。

表 2 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	60.89	100.00	190.90	100.00	182.00	100.00	170.00	100.00
品牌经营	54.79	89.98	166.18	87.05	159.52	87.65	148.94	87.62
服装生产	4.93	8.10	21.21	11.11	18.80	10.33	16.28	9.57
其他	1.17	1.92	3.51	1.84	3.68	2.02	4.78	2.81
毛利润	26.54	100.00	77.96	100.00	70.90	100.00	66.28	100.00
品牌经营	23.82	89.74	67.41	86.46	61.24	86.37	57.79	87.19
服装生产	2.61	9.85	10.44	13.40	9.42	13.29	8.11	12.23
其他	0.11	0.41	0.11	0.14	0.24	0.34	0.39	0.58
毛利率	43.59		40.84		38.95		38.99	
品牌经营	43.47		40.56		38.39		38.80	
服装生产	52.98		49.25		50.13		49.81	
其他	9.39		3.09		6.43		8.10	

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，随着业务规模的扩大，公司营业收入及毛利润有所增长，其中品牌经营业务收入及毛利润占比仍保持在 85.00% 以上，分别为 166.18 亿元和 67.41 亿元，同比分别增长 4.18% 和 10.07%；服装生产业务收入 21.21 亿元，同比增加 12.80%，毛利润 10.44 亿元，占比 13.40%，同比增长 10.88%，是利润的重要组成部分；其他业务收入 3.51 亿元，同比有所减少，且对毛利润的贡献率较低。



从毛利率来看，2018 年，公司毛利率为 40.84%，同比提高 1.89 个百分点。分板块来看，品牌经营业务毛利率为 40.56%，同比增长 2.17 个百分点；服装生产业务毛利率为 49.25%，同比小幅下降 0.88 个百分点；其他业务毛利率水平相对较低，为 3.09%，同比下降 3.34 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.89 亿元，同比增长 5.23%；毛利润为 26.54 亿元，同比增长 14.94%；毛利率为 43.59%，同比增长 3.69 个百分点

公司产品种类齐全，2018 年以来，各类产品销售均持续增长；销售区域分布较广，但城市布局及受众消费人群不均衡，不利于公司竞争力的持续提升。

表 3 2016~2018 年公司各类主要产品业务收入、毛利润及毛利率情况² (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	187.39	100.00	178.32	100.00	165.22	100.00
裤子	43.66	23.30	40.91	22.94	37.02	22.41
衬衫	24.00	12.81	23.20	13.01	22.79	13.79
T 恤衫	24.12	12.87	21.95	12.31	21.03	12.73
西服	22.15	11.82	20.33	11.40	20.23	12.24
羽绒服	23.25	12.41	21.82	12.24	16.98	10.28
茄克衫	14.22	7.59	13.19	7.40	11.53	6.98
针织衫	10.93	5.83	11.96	6.71	9.94	6.01
其他	25.06	13.37	24.95	13.99	25.71	15.56
主营业务毛利润	77.85	100.00	70.66	100.00	65.90	100.00
裤子	18.59	23.87	16.46	23.29	15.46	23.46
衬衫	9.50	12.20	8.65	12.24	8.39	12.73
T 恤衫	10.40	13.36	8.78	12.43	8.44	12.80
西服	10.99	14.11	8.70	12.32	8.91	13.53
羽绒服	9.92	12.74	9.01	12.76	7.42	11.26
茄克衫	5.58	7.17	4.88	6.90	4.53	6.87
针织衫	4.18	5.37	4.56	6.45	3.84	5.83
其他	8.70	11.17	9.62	13.62	8.91	13.52
主营业务毛利率		41.55		39.63		39.88
裤子		42.57		40.23		41.76
衬衫		39.56		37.27		36.82
T 恤衫		43.12		39.99		40.13
西服		49.62		42.80		44.06
羽绒服		42.66		41.32		43.68
茄克衫		39.26		36.98		39.28
针织衫		38.25		38.14		38.66
其他		34.72		38.56		34.65

数据来源：根据公司提供资料整理

² 该收入为主营业务收入，不包含材料销售，电、汽销售以及租赁业务等其他业务收入。



公司服装业务主要产品为裤子、衬衫、T恤衫、西服、羽绒服、茄克衫和针织衫等大类。2018 年，除针织衫营业收入小幅下降外，公司各类主要产品收入均有所增长；除其他类产品（其他类产品包括裙子、鞋袜、服饰配件等）毛利率小幅下降，其余各主要产品毛利率均有所增长。

2018 年末，公司旗下所有品牌的线下门店总数达到 6,673 家（不含男生女生门店），净增 881 家，遍布全国 31 个省（自治区、直辖市），覆盖 80% 以上的县、市，并进一步拓展到东南亚海外市场。从公司各区域销售情况来看，2018 年以来，公司业务销售仍以华东地区为主，占比为 39.72%，稍有下降；中南、华北、西南地区销售占比小幅提升；西北和东北地区业务占比均相对较低，且小幅下降；现阶段公司境外业务量占比很低，2018 年稍有提升。

近年来，公司在巩固三、四线城市门店覆盖的基础上，积极向一、二线城市渗透和辐射，同时加大对购物中心门店的拓展力度，不断优化门店网络营销布局。但现阶段公司布局仍是以三、四线城市为主，公司产品的主要消费人群亦集中于三、四线城市，一、二线城市消费贡献度相对较低；而在一、二线城市的布局方面，受门店租金和各项支出费用较高等因素影响，整体门店数量有待提高，城市布局有待进一步完善。同时，公司门店销售的产品以男装为主，女装等其他产品在主营业务收入中占比均较低，受众消费人群不均衡，产品结构有待改善。综合来看，城市布局及受众消费人群的不均衡，不利于公司竞争力的持续提升。

表 4 2016~2018 年公司销售区域情况(单位: 亿元、%)

品牌	2018 年		2017 年		2016 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华东	74.44	39.72	72.57	40.70	70.81	42.86
中南	43.80	23.37	40.17	22.53	34.76	21.04
华北	22.15	11.82	20.30	11.38	19.51	11.81
西南	21.93	11.70	20.54	11.52	17.56	10.63
西北	14.72	7.86	14.30	8.02	13.29	8.04
东北	9.80	5.23	10.38	5.82	9.29	5.62
境外	0.56	0.30	0.06	0.03	-	-
合计	187.39	100.00	178.32	100.00	165.22	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要品牌“海澜之家”的认知度较高，具有较强的品牌竞争优势。

公司为我国大型服装企业，主要拥有海澜之家、圣凯诺、爱居兔、黑鲸、OVV 等服装品牌，以海澜之家、圣凯诺、爱居兔为主。2018 年，公司在主品牌精耕细作的基础上，继续利用公司的资源和资本平台，推进新品牌的差异化发展，形成大众品牌、轻奢品牌、时尚潮流品牌、家居生活品牌的多品牌协同发展，以满足不同层次、不同群体的市场需求，加速实现公司生活消费类多品牌战略。

**表 5 公司主要品牌定位情况**

品牌	定位	目标消费人群
海澜之家	快速消费品、生活必需品	20~45 岁左右的男士
爱居兔	时尚、休闲风格的都市女装	25~30 岁的女性顾客
圣凯诺	职业装团体定制	商务人士
黑鲸	城市日常轻时尚、潮流中性服装	居住于新一线与二三线城市、消费心理年龄在 18~35 岁的年轻人
OVV	不费力、高性价比的高级成衣	28~48 岁的现代都市时尚女性
AEX	用亲民的价格打造“科技新男装”	现代男士
海澜优选生活馆	全新生活方式类家居品牌	-
男生女生	高品质高性价比一站式全品类儿童时尚、休闲服饰品牌	6 个月至 16 岁的孩子

资料来源：根据公司提供资料整理

从各个品牌的收入及占比情况来看，2018 年，公司主要品牌海澜之家业务收入 151.44 亿元，同比提高 2.62%，占公司主营业务收入的比重为 80.82%，对收入贡献度很高；圣凯诺采用传统的自主生产经营模式，2018 年圣凯诺品牌业务收入为 21.21 亿元，同比增长 12.82%，对收入的贡献度有所提升；爱居兔及其他品牌在收入中占比相对较低，分别为 5.86%和 2.01%。2019 年 1~3 月，海澜之家系列品牌业务收入 49.93 亿元³，同比增长 2.16%，对收入贡献度仍很高；圣凯诺及爱居兔系列的业务收入分别为 4.93 亿元和 3.43 亿元，同比均有所增加；其他品牌的业务收入 1.43 亿元，同比增长 11.39 倍，主要由于并入了男生女生品牌的主营业务收入。

表 6 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主营业务收入按品牌分类（单位：亿元、%）

品牌	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
海澜之家系列	49.93	83.61	151.44	80.82	147.58	82.76	140.31	84.92
圣凯诺	4.93	8.26	21.21	11.32	18.80	10.54	16.28	9.85
爱居兔系列	3.43	5.74	10.98	5.86	8.95	5.02	5.10	3.09
其他品牌	1.43	2.39	3.77	2.01	2.99	1.68	3.53	2.14
合计	59.72	100.00	187.39	100.00	178.32	100.00	165.22	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主打品牌海澜之家通过款式新颖、品类齐全的门店陈列，真正营造“海澜之家——男人的衣柜”的消费体验；通过广告宣传、明星代言等方式整合营销模式，已经在消费者当中树立了鲜明的品牌形象，业绩获得了稳定增长，现已成为男装行业的龙头。2018 年，公司先后荣获“最具社会责任上市公司奖”、“2018

³ 自 2019 年起其他品牌仅包含海澜优选、OVV、AEX、男生女生品牌，原其他品牌中的海一家数据并入“海澜之家系列品牌”进行统计。



资本市场年度责任之星”；并入选“2017 中国服装上市公司市值排行榜 100 强”、“BrandZ2018 最具价值中国品牌 100 强”、“2017 沪深上市公司商标品牌价值排行榜”，并位列纺织服装业榜首；连续 4 年上榜“《财富》中国 500 强”。

公司围绕品牌、产品和营销节点进行宣传和推广，不断提升品牌影响力和美誉度。开启与腾讯、美团的跨界合作，拓展品牌在年轻人群中的影响力，形成传播矩阵，提升品牌好感度，强化粉丝粘性。赞助综艺节目《奇葩说第五季》、《下一站传奇》，吸引年轻消费群体的关注，扩大品牌辐射人群，实现品牌深度和广度的快速传播，促进消费转化。

公司在采购环节采取多种合作模式，致力于供应链的资源整合，支持核心供应商，巩固产业链协同力。

公司零售品牌的产品采取直接向供应商采购的形式，采购合作模式包括不可退货模式和可退货模式。海澜之家品牌的采购模式为“可退货为主，不可退货为辅”，其他品牌因规模较小均主要采用不可退货的采购合作模式。可退货模式下，公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，产品实现销售后，逐月与供应商进行货款结算，适销季结束后仍未实现销售的产品，可剪标后退还给供应商，由其承担滞销风险。

为保障产品在终端的竞争优势，公司致力于供应链的资源整合，积极输出管理培育和扶持优质供应商，协同参与供应商的信息化建设、产品研发、面辅料采购、产品生产、质量管控、成本核价、供应商评价等各个环节，做到了全流程的把控，持续提升产品性价比。

公司通过在产品质量、供货速度、管理水平等方面对供应商进行全方位评比，提升供应商合作的积极性和稳定性，增强对整个供应链业务的共同责任感。推进核心供应商信息一体化平台建设，包括供应商协同管理、供应商直发门店管理等关键业务，提升供应链协同能力和供应链整体反应效率。

公司线下销售环节采取直营、加盟和联营多种管理模式，类直营的加盟店管理模式，实现门店统一管理和快速扩张；海澜之家品牌线上销售采取与线下同时同款同价的销售模式。

线下销售采用直营、加盟和联营模式多种管理模式。在加盟模式下，加盟店采取类直营的管理方式，公司不收取加盟费，加盟商拥有加盟店的所有权，将门店的内部管理委托公司负责，公司与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险，商品实现最终销售后，加盟店与公司根据协议约定结算公司的营业收入。通过对加盟店的类直营管理，实现门店统一管理和快速扩张。公司没有设置各级代理，所有加盟商均直接与公司签订《特许经营合同》，而加盟店已经直接面向消费者，缩减销售环节可以减少销售



环节的逐级加价。在公司销售模式下，加盟商承担加盟店经营费用，公司负责品牌维护和加盟店具体管理，在所有权与经营权分离的经营模式下实现合作共赢。

在线下渠道管理上，公司对所有门店实行统一标准化管理，包括统一的形象策划、供货、指导价格、业务模式、服务规范等，实现了统一管理的高品质营销网络。线下销售收入仍是公司收入的主要来源，2018 年及 2019 年 1~3 月，分别实现线下收入 175.88 亿元和 57.11 亿元⁴，占主营业务收入的比重分别为 93.86%和 95.62%，毛利率分别为 40.67%和 43.98%，呈逐年增长趋势。

表 7 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司线上、线下收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

渠道	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
线上	2.61	50.25	11.51	54.88	10.54	57.60	8.54	60.00
线下	57.11	43.98	175.88	40.67	167.78	38.50	156.67	38.79
合计	59.72	44.26	187.39	41.55	178.32	39.63	165.22	39.88

数据来源：根据公司提供资料整理

公司线上销售围绕“平台”和“产品”开展工作，实现多个网络销售平台的渠道布局。海澜之家品牌采取线上线下“同时同款同价”的策略，对每款产品做好上架时间优化、上新产品分析、产品库存调控、销售评论分析、提供线上产品线下换货服务等一系列营销措施，优化网站结构，让消费者购物操作更快捷，下单更精准，不断提升用户体验。截至 2018 年末，公司线上会员总数达到 1,384 万人，同比增长 28.00%；2018 年公司实现线上营业收入 11.51 亿元，同比增长 9.25%，线上销售收入在主营业务收入中占比为 6.14%，毛利率 54.88%，同比有所下降但仍处于较高水平。2019 年 1~3 月，线上销售收入 2.61 亿元，在主营业务收入中占比 4.38%，毛利率 50.25%，处于较高水平。

公司目前线上销售的业务规模仍较小，公司正逐步加大与国内大型电商的合作力度，公司可通过合作获得低成本的流量，提供相应的配套以提升购物体验，提高精准营销，合作双方共享线上线下数据，以形成协同效应。

公司重点加大购物中心门店的拓展力度，同时优化存量门店，推进海外门店的拓展与布局；2018 年以来，随着加盟店数量的快速增加，公司门店总量增长较快。

2018 年，公司根据商圈、位置、租金、销售的综合把控，坚持“黄金地段、钻石店铺”的开店原则，稳步推进各个品牌的渠道拓展。继续加大购物中心的进驻力度，开发具有标杆性的购物中心店；根据商圈、市场销售的变化，进一步优化门店分布结构，提升各门店运营效率。采取多国家、多品牌的国际化策略，深耕东南亚市场，成功进驻马来西亚、泰国、新加坡、越南 4 个国家，扩大公司品

⁴ 线下收入包含了圣凯诺品牌的销售收入。



牌在国际市场的影响力和占有率,并尝试开拓日本、韩国市场,使公司的品牌影响力从东南亚辐射亚洲多国。公司根据新品牌的定位及客户群体的特征,总结选址经验并积累数据,做好新品牌的拓展规划,以此寻求精准对焦。

表 8 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司实体门店数量 (单位:家)⁵

品牌	门店类型	2019 年 3 月末	2019 年初	2018 年末	2017 年末	2016 年末
海澜之家系列	直营店	195	181	175	31	8
	加盟店及联营店	5,174	5,116	4,922	4,472	4,229
爱居兔系列	直营店	32	32	32	6	5
	加盟店及联营店	1,241	1,249	1,249	1,044	625
其他品牌	直营店	95	78	84	10	6
	加盟店及联营店	870	889	211	229	370
合计	-	7,607	7,545	6,673	5,792	5,243

数据来源:根据公司提供资料整理

2018 年,公司新开店门店 1,181 家,关店 300 家,净增 881 家,公司门店总数达 6,673 家,同比增长 15.21%。截至 2019 年 3 月末,公司门店总数 7,607 家,其中海澜之家系列 5,369 家,包含 195 家直营店和 5,174 家加盟店及联营店;爱居兔系列 1,273 家,包含 32 家直营店和 1,241 家加盟店及联营店;其他品牌 965 家,包含 95 家直营店和 870 家加盟店及联营店,其他品牌门店数量较大幅增长,主要因为并入了男生女生品牌门店。2018 年以来,直营店数量增长,主要由于商圈、市场变化,公司加大购物中心店的拓展力度,根据部分商场、购物中心的要求开直营店;此外,海外门店也采取直营店的开店模式。

公司设立总部物流园区,利用信息系统和合理的路线设计,形成了高效的补货机制。

公司在江阴市设立了大型总部物流园区作为全国物流中心,配备了先进的物流仓储设备及 SAP 信息系统,负责对所有门店货品的统一收发和存储。公司的 SAP 信息系统将门店销售、物流园区存储、供应商的生产等信息进行有效连接,实现智能化入库、存储、配货、拣选、发货,不仅提高了公司对库存的管控和产品的周转,还能对缺货进行预测,为上游供应商提供足够的支撑,从而带动整个产业链的高效运营。

公司实现了总部物流园区与各门店的直线联系,节约了中间环节的资源投入,做到了对现有门店铺货、补货、退货的快速反应。通过覆盖所有门店的销售管理系统,公司对门店销售情况做到及时掌握,并根据门店的需求和门店的地理

⁵ 2018 年及以前年度未包含男生女生品牌门店数;自 2019 年起其他品牌仅包含海澜优选、OVV、AEX、男生女生品牌,原其他品牌中的海一家数据并入“海澜之家系列品牌”进行统计披露,2019 年的期初数亦同步调整。



位置，精确计算运输路线，达到了单线运输的最大效用，能够保证旺季时每周对每一家门店进行两次补货。高效的补货机制可控制门店的库存水平，提高公司的存货周转率。

偿债来源

2018 年公司盈利能力持续提升，营业利润、利润总额和净利润稳定增长；流动性偿债来源以经营性净现金流为主；可变现资产整体变现能力较好；但存货规模较大，存在一定的风险。

（一）盈利

2018 年，公司业务规模增长带动整体盈利能力提升；由于销售费用及管理费用增长且占比较高，公司期间费用有所增长，期间费用控制能力有待加强。

2018 年，随着业务规模增长，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 45.55 亿元、45.78 亿元和 34.56 亿元，同比分别增长 4.47%、4.15%和 3.80%；归属于母公司所有者的净利润为 34.55 亿元，同比增加 3.78%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 15.77%和 26.39%，同比有所下降。

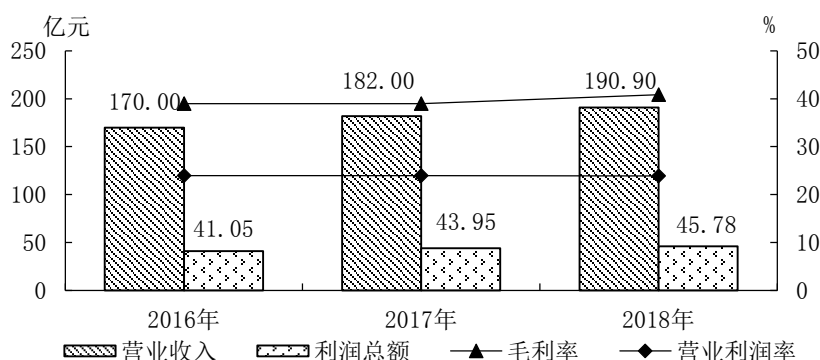


图 1 2016~2018 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

期间费用方面，2018 年，随着公司业务规模的增长，公司期间费用为 29.45 亿元，同比增长 18.62%，其中销售费用为 17.99 亿元，同比增加 16.17%；管理费用为 11.00 亿元，同比增加 6.93%；财务费用为-0.04 亿元，同比增长 1.17 亿元，其中利息费用 0.89 亿元，同比增长 12.61 倍，主要为 2018 年度计提的债券利息增加所致，利息收入 1.03 亿元，同比减少 20.95%；研发费用 0.49 亿元，同比增长 95.74%，主要由于公司新品牌增加。公司期间费用率为 15.43%，同比小幅增长。

2018 年，公司资产减值损失 3.83 亿元，同比增长 2.57 亿元，主要由于存货跌价损失同比大幅增加，存货跌价损失为 3.59 亿元，同比增长 1.92 倍；投资



收益 1.61 亿元，同比增加 1.48 亿元，主要是处置可供出售金融资产取得投资收益 1.51 亿元；营业外收入为 0.37 亿元，同比减少 0.06 亿元；营业外支出 0.14 亿元，同比增加 0.07 亿元，主要为对外捐赠金额增加。

2019 年 1~3 月，营业利润、利润总额和净利润同比均有所增长，分别为 16.53 亿元、16.63 亿元和 12.08 亿元，同比分别增长 7.13%、7.18%和 6.78%；公司期间费用 8.65 亿元，同比增长 33.16%，期间费用率 14.20%，同比增长 2.98 个百分点，期间费用增加幅度较大，主要是直营店费用及广告费用增加导致销售费用同比增加 50.73%；资产减值损失 1.51 亿元，同比增加 84.36%，主要为计提存货跌价准备增加所致；投资收益-0.12 亿元，同比减少 0.16 亿元；公允价值变动收益 0.65 亿元，同比增加 0.67 亿元，主要为交易性金融资产的公允价值变动收益增加所致；总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.40%和 8.52%。

（二）自由现金流

2018 年，公司经营性净现金流继续保持为净流入，对债务和利息的保障程度较强；对外投资较 2017 年大幅减少，投资性净现金流净流出大幅减少。

2018 年，经营性净现金流为 24.19 亿元，持续净流入，同比有所下降；投资性净现金流-8.22 亿元，持续为负，由于 2017 年收购快尚时装、英氏婴童用品有限公司（以下简称“英氏婴童”）等公司部分股权以及流动性金融产品投资增加导致投资性现金流流出较大，2018 年流动性金融产品投资、长期股权投资以及购买可供出售金融资产支付的现金均大幅下降，导致净流出同比减少 13.86 亿元。由于 2018 年发行可转债导致利息支出增加，经营性净现金流利息保障倍数为 27.11 倍，虽然同比大幅降低，但仍保持在较高水平，对债务和利息的保障程度较高。此外，截至 2018 年末，公司在建工程项目为服装工业城南区和辅助配套仓库，预计总投资为 14.84 亿元，工程累计投入占预算的比例分别为 85.97%和 60.40%。

表9 2016~2018年及2019年1~3月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	12.22	24.19	28.80	29.28
投资性净现金流	1.03	-8.22	-22.08	-5.81
筹资性净现金流	-1.35	6.61	-16.62	-14.83
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	25.53	27.11	439.17	-
经营性净现金流/流动负债	9.38	19.10	23.45	23.77

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 12.22 亿元，同比增加 11.75%；投资性净现金流为 1.03 亿元，同比增加 5.20 亿元，主要为对外投资支付的现金减少所致。公司经营性净现金流持续为净流入，对债务和利息的保障能力较强。



（三）债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，与多家银行保持良好的合作关系；公司作为 A 股上市公司，于 2018 年 7 月成功发行可转换公司债券，具有较强的直接融资能力。

公司融资渠道畅通，与多家银行保持良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信 69.00 亿元，尚未使用银行授信额度 64.05 亿元；公司作为 A 股上市公司，于 2018 年 7 月成功发行 30.00 亿规模的可转换公司债券，具有较强的直接融资能力。

2018 年，公司筹资性净现金流为 6.61 亿元，同比净流入增加 23.23 亿元，主要是发行债券收到的现金增加所致。2019 年 1~3 月，筹资性净现金流为-1.35 亿元，同比净流出增加 0.32 亿元，主要是由于回购股份。

表 10 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	-	30.00	5.08	-
借款所收到的现金	-	0.00	5.00	-
筹资性现金流出	1.35	23.39	21.70	14.83
偿还债务所支付的现金	0.01	0.03	0.01	-

数据来源：根据公司提供资料整理

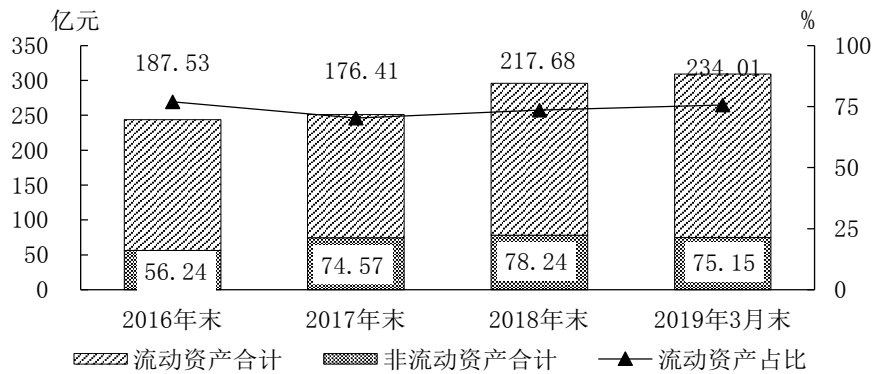
（四）外部支持

2018 年，公司收到政府补助 0.76 亿元，同比增加 0.59 亿元，对偿债来源的影响不大。

（五）可变现资产

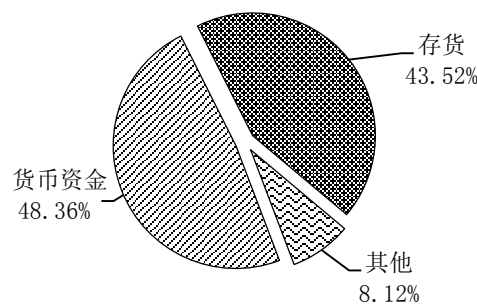
2018 年以来，公司资产规模继续增长，仍以流动资产为主；可变现资产整体变现能力较好；但公司存货规模较大，存在一定的风险。

截至 2018 年末，公司资产总额为 295.91 亿元，同比增长 17.90%，其中流动资产在总资产中的比重为 73.56%，资产结构仍以流动资产为主；2019 年 3 月末，公司资产总额为 309.16 亿元，较 2018 年末增长 4.47%，其中流动资产在总资产中的占比为 75.69%。


图2 2016~2018年末及2019年3月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、存货等构成。2018年末，公司流动资产为217.68亿元，同比增加23.39%。其中，公司货币资金105.26亿元，同比增长34.23%，主要是由于发行30.00亿元人民币的可转换公司债券，其中受到限制的货币资金23.51亿元，用于开具银行承兑汇票。存货为94.74亿元，主要为库存商品和委托代销商品，同比增加11.55%，主要是公司OVV、海澜优选生活馆、AEX、男生女生等品牌备货增加所致。公司存货规模较大，占总资产的比重为32.01%，存货中库存商品和委托代销商品分别为36.72亿元和51.36亿元，占比分别为38.76%和54.21%。同期，公司共计提存货跌价准备4.38亿元，新增存货跌价准备3.59亿元，转回或转销跌价准备1.15亿元，计提净增加2.44亿元，主要由于公司连锁品牌中附可退货条款的商品不计提存货跌价准备，而对于不可退货的商品需要计提跌价准备；附可退货条款的商品占比由去年的69.98%下降到53.24%，而公司对不可退货商品跌价准备的计提比例为海澜之家系列品牌2年之内不计提存货跌价准备，库龄2~3年计提70.00%跌价准备，3年以上全额计提跌价准备；爱居兔系列品牌1年之内不计提存货跌价准备，库龄1~2年计提25.00%跌价准备，2年以上全额计提跌价准备。


图3 2018年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理



2019 年 3 月末，公司流动资产为 234.01 亿元，较 2018 年末增加 7.50%。其中，由于执行新的金融工具准则，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产重分类为交易性金融资产，导致这两个会计报表项目变化较大；货币资金 116.80 亿元，较 2018 年末增长 10.96%；其他流动资产为 2.28 亿元，较 2018 年末增加 57.81%，主要为增值税留抵税金增加所致；流动资产其他各主要科目较 2018 年末无重大变化。

2018 年末，公司非流动资产为 78.24 亿元，同比变化不大，仅增加 4.92%。非流动资产主要由固定资产、长期股权投资、投资性房地产、可供出售金融资产、无形资产以及递延所得税资产等构成。其中，固定资产为 40.36 亿元，同比增加 28.57%，主要是由于在建工程服装工业城南区转入所致；长期股权投资 7.70 亿元，新增 0.55 亿元，同比变化不大，主要为向英氏婴童追加投资 0.50 亿元；投资性房地产期末账目价值 7.50 亿元，同比变化不大；可供出售金融资产为 5.49 亿元，其中按公允价值计量的 2.82 亿元，按成本计量的 2.67 亿元，可供出售金融资产同比减少 48.76%，主要是转让深圳市邦德文化发展有限公司、快尚时装部分股份所致；无形资产为 5.31 亿元，递延所得税资产 4.93 亿元，同比均变动不大。

2019 年 3 月末，公司非流动资产为 75.14 亿元，较 2018 年末减少 3.95%，其中，由于执行新的金融工具准则，其他权益工具由可供出售金融资产重分类产生，导致这两个会计报表项目变化较大；在建工程 1.93 亿元，较 2018 年末增长 14.07%；其他非流动资产 1.48 亿元，较 2018 年末减少 32.89%，主要为预付设备采购款减少所致；其余非流动资产主要科目较 2018 年末变动不大。

从资产周转效率来看，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 286.35 天和 249.28 天。同期，应收账款周转天数⁶分别为 12.07 天和 9.67 天，应收账款回收速度较快，主要是公司受加盟商委托管理加盟店，加盟店内的存货属于公司所有，产品实现销售后，公司与加盟商按照特许经营合同的约定定期进行收入分成，公司对加盟商的应收账款规模较小；公司应收账款主要是圣凯诺定制服务业务产生的应收账款，由于圣凯诺定制服务业务占公司收入比例较小，公司应收账款金额较小，应收账款周转率一直处于较高的水平。

从资产受限情况看，截至 2018 年末，公司受限资产为 23.69 亿元，在总资产中占比为 8.01%，在净资产中占比为 18.09%，公司受限资产均为受限货币资金，主要为银行承兑汇票提供担保。截至 2019 年 3 月末，海澜集团累计质押所持公司股份为 95,000.00 万股，占公司总股本的 21.15%，占其所持公司股份的 53.79%。

预计未来 1~2 年，公司可变现资产结构变化不大，其对短期有息债务的保

⁶ 公司年报按照计提坏账准备前的金额计算，本报告按照计提坏账后的金额计算。



障能力将保持稳定。

总体看，公司盈利能力持续增强，经营性净现金流继续保持净流入，融资渠道畅通，授信额度较大；公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主；但公司存货规模较大，存在一定的风险。

2018 年以来，公司业务规模持续增长，公司净利润规模持续扩大，整体盈利能力继续增强；公司经营性现金流持续为净流入，对债务及利息的保障程度较高；作为上市公司，公司融资渠道畅通，与多家银行保持良好的合作关系，具有较强的直接融资能力，银行授信稳定。可变现资产方面，公司资产规模持续增长，但存货占总资产比重仍很大，存在一定风险。

偿债能力

2018 年末，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；公司的业务经营模式使得应付账款规模较大；2018 年加盟店采用移动支付等收款方式后使得其他应付款大幅增加。

2018 年末，公司负债规模 164.97 亿元，同比增长 18.50%。公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比有所下降，同比下降 11.30 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司总负债为 167.41 亿元，较 2018 年末增加 1.48%，其中流动负债占比 78.60%。

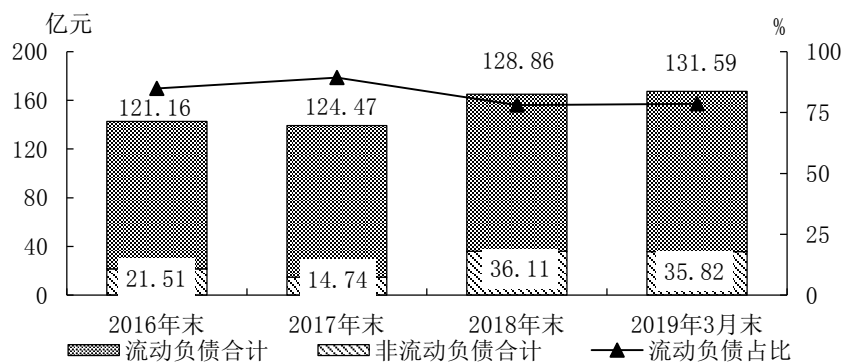


图 4 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债结构情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司流动负债为 128.86 亿元，同比增长 3.52%。流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费等构成。公司应付票据及应付账款为 80.27 亿元，同比下降 5.23%，其中应付票据 22.58 亿元，同比增长 28.40%，主要是银行承兑汇票有所增加；应付账款 57.69 亿元，同比减少 14.05%，主要由于应付货款减少；其他应付款为 15.65 亿元，同比增长 6.35 倍，主要为代收加盟店款项增加 14.37 亿元所致，公司加盟店采用移动



支付等收款方式后，其零售收入先全额汇款至公司相关账户，定期与加盟商进行结算，公司扣除应收加盟店的货款后计入代收加盟店款项，账龄基本在一年以内，其他应付款中账龄在一年以内的为 15.15 亿元，占比 97.09%；预收款项 13.21 亿元，同比减少 20.50%，主要为预收货款同比减少；应交税费 10.13 亿元，同比减少 1.89%；应付职工薪酬 5.90 亿元，同比下降 5.17%，变化不大。

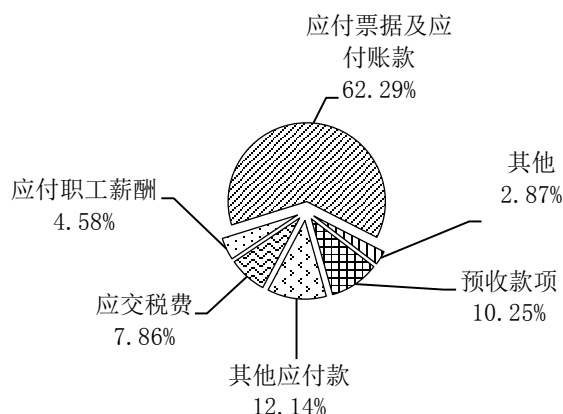


图 5 2018 年末公司流动负债构成

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 3 月末，公司流动负债为 131.59 亿元，较 2018 年末增加 2.12%。其中，预收款项为 18.32 亿元，较 2018 年末增加 38.73%，主要为销售货物预收款增加所致；应付职工薪酬 3.30 亿元，较 2018 年末减少 44.06%，主要为计提未发的奖金本期发放所致；流动负债其他主要科目较 2018 年末均无重大变化。

公司非流动负债主要以应付债券、长期应付款、长期借款和递延所得税负债为主。2018 年末，公司非流动负债为 36.11 亿元，同比增加 144.96%。其中应付债券为 22.85 亿元，为 2018 年公司发行 30.00 亿元可转债；长期应付款为 5.96 亿元，同比减少 34.51%，主要由于退还加盟商缴纳的经营保证金；公司长期借款余额 4.94 亿元，同比变化不大；递延所得税负债 2.37 亿元，同比增长 1.72 亿元，主要为可转换公司债券产生的应纳税暂时性差异增加所致。2019 年 3 月末，公司非流动负债为 35.82 亿元，较 2018 年末减少 0.79%，在总负债中占比 21.40%；其中，长期应付款 5.27 亿元，较 2018 年末下降 11.62%；非流动负债其他科目较 2018 年末均无重大变化。

2018 年以来，发行可转债导致公司有息债务规模大幅上升，长期有息债务和短期有息债务各占总息债务的一半。

2018 年末，由于可转债的发行，公司总有息债务规模同比上升 86.23%，为 50.40 亿元。长期有息负债金额同比增长 4.56 倍，主要为应付债券金额大幅增加所致；短期有息债务同比基本没有变化，基本为应付票据。短期有息债务和长期有息债务



占总息债务的比例分别为 44.87%和 55.13%。2019 年 3 月末，公司有息债务规模为 52.77 亿元，较 2018 年末变化不大。

表 11 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务 ⁷	24.60	22.61	22.07	18.68
长期有息债务	28.17	27.79	5.00	0.00
总有息债务	52.77	50.40	27.06	18.68
长期有息债务占比	53.38	55.13	18.46	0.00
总有息债务在总负债中占比	31.52	30.55	19.44	13.09

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2019 年 3 月末，公司总有息债务主要集中于未来 1 年内到期和 5 年后到期，未来 1 年内到期有息债务为 24.60 亿元，占总息债务比重为 46.62%，5 年以上的有息债务为应付债券，规模为 23.24 亿元，占比 44.04%。

表 12 截至 2019 年 3 月末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	>5 年	合计
金额	24.60	4.93	23.24	52.77
占比	46.62	9.33	44.04	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保事项。

2018 年末，随着公司盈利能力的提升，盈余公积和未分配利润有所增加，所有者权益随之增加。

2018 年末，公司所有者权益为 130.95 亿元，同比增加 17.16%。其中，股本 11.68 亿元，资本公积 20.33 亿元，同比持平；库存股 0.27 亿元，全部为本期新增，为回购股票所致；盈余公积为 15.00 亿元，同比增加 18.87%，主要是提取法定盈余公积所致；未分配利润为 76.67 亿元，同比增加 16.05%；少数股东权益新增 1.37 亿元，主要是收购男生女生 52.00%股权所致。2019 年 3 月末，公司所有者权益为 141.74 亿元，其中库存股为 1.55 亿元，较 2018 年末增加 4.68 倍，主要为回购公司股票所致；所有者权益其他科目较 2018 年末变化不大。

发行可转债导致利息支出扩大，但公司盈利能力不断提升，对利息的覆盖程度仍很高；流动性还本付息能力很强，资产变现能力较好，公司整体偿债能力很强。

2018 年，公司利润水平有所提升，但发行可转债导致利息规模扩大，EBITDA

⁷短期有息债务=短期借款+应付票据+其他流动负债（应付短期债券）+一年内到期的非流动负债（付息项）+其他应付款（付息项），其中 2016 年和 2017 年用一年内到期的非流动负债全额计算付息项。



对利息的保障程度有所下降，为 56.52 倍，但仍保持在较高水平，盈利对利息的覆盖倍数仍很高。经营性现金流利息保障倍数为 27.11 倍，经营性现金流对利息形成有效覆盖。

公司流动性还本付息能力很强，流动性来源主要包括货币资金、经营性净现金流以及未使用的银行授信。2018 年度，公司经营性现金流持续净流入，银行授信额度较大，2018 年末，货币资金规模较大，流动比率和速动比率分别为 1.69 倍和 0.95 倍，流动性偿债能力较强。

公司可变现资产主要为货币资金和存货，变现能力较好，但存货规模较大，存在一定的风险；同时，公司债务规模有所扩大。2018 年末，公司资产负债率为 55.75%，债务资本比率为 29.23%，虽然同比有所增加，但仍具有较强的长期还债能力；可变现资产对于当前负债覆盖倍数为 1.19 倍，清偿性还本付息能力较强。

总体而言，虽然 2018 年发行可转债导致利息支出增长，但公司盈利能力不断提升，对利息的覆盖程度仍然很高；流动性还本付息能力很强，资产变现能力较好，公司整体偿债能力很强。

结论

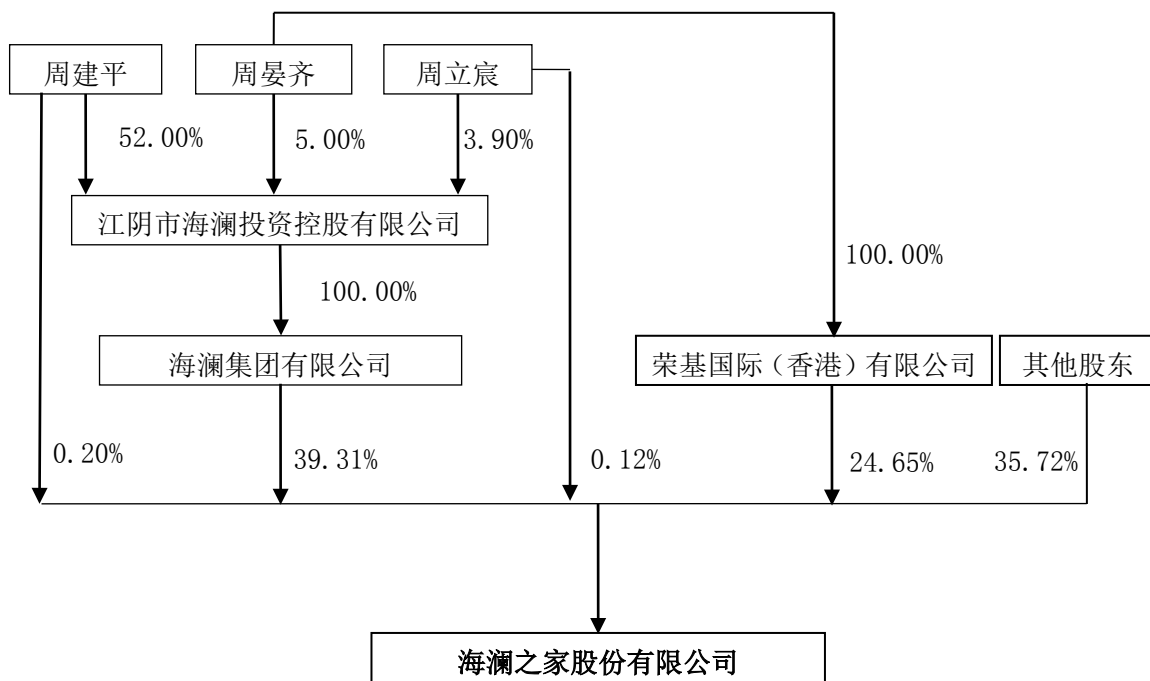
综合来看，公司的抗风险能力很强。公司保持稳定经营，品牌运营和服装生产销售仍是公司收入和利润的主要来源，公司主要品牌海澜之家的知名度不断提高，具有较强的品牌竞争优势；公司在采购环节采取多种合作模式，利用了服装生产资源，扩大产业规模，门店数量持续增长；类直营的加盟店管理模式，实现门店统一管理和快速扩张；2018 年以来，公司收入及利润持续增长，整体盈利能力较强。但是我国休闲服饰行业市场集中度较低，国内服装品牌的竞争压力不断加大，同时实体店铺销售模式将会继续受到电子商务快速发展带来的冲击；公司门店仍主要分布于三、四线城市，城市布局及受众消费人群不均衡，不利于竞争力的持续提升；公司存货规模较大，存在一定风险。

综合分析，大公对公司“海澜转债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。



附件 1 公司治理

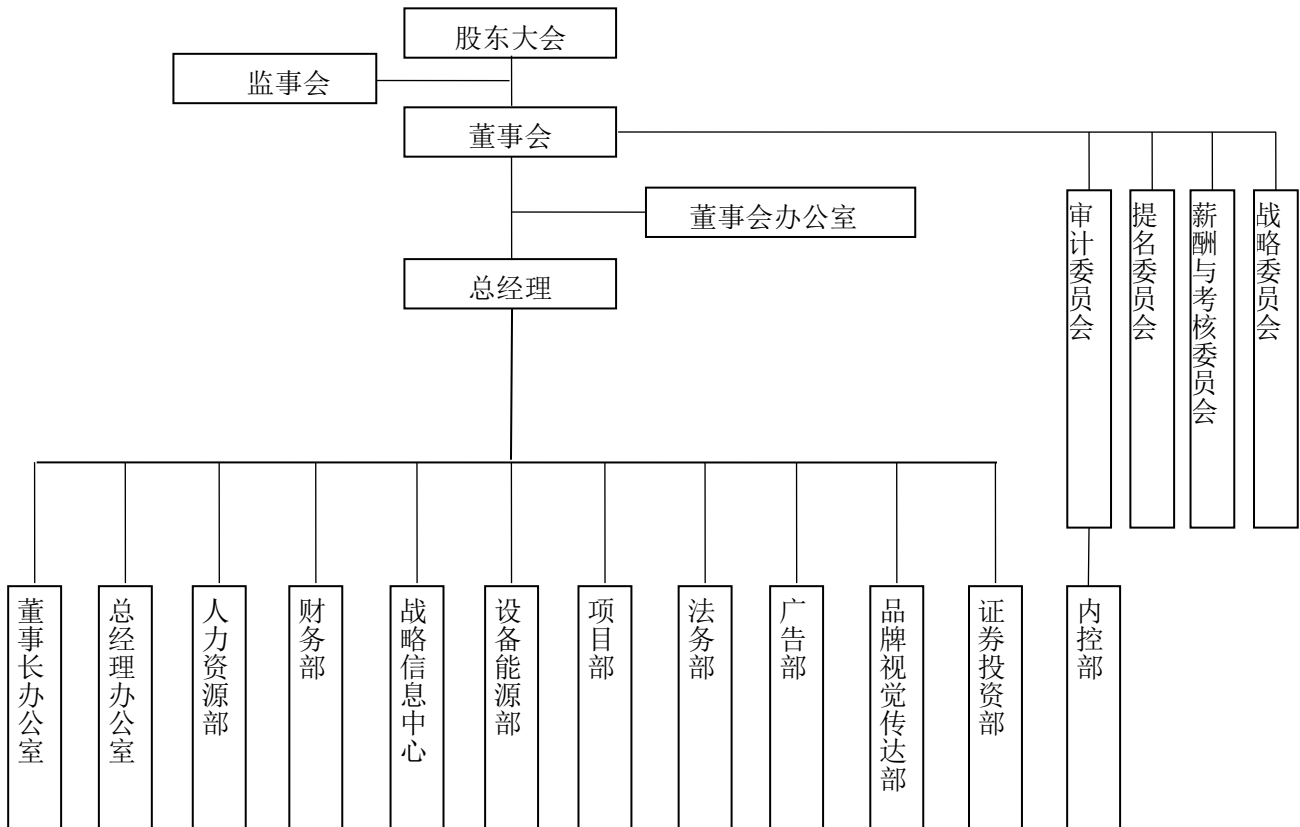
1-1 截至 2019 年 3 月末海澜之家股份有限公司股权结构图⁸



⁸ 周建平与周立宸为父子关系，周建平与周晏齐为父女关系。



1-2 截至 2019 年 3 月末海澜之家股份有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 海澜之家股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

资产类				
项目	2019年3月末 (未经审计)	2018年	2017年	2016年
货币资金	1,167,990	1,052,633	784,198	885,842
应收账款	62,290	68,511	59,487	64,593
其他应收款	46,516	42,974	6,931	5,725
预付款项	50,350	48,951	51,906	50,581
存货	955,359	947,364	849,269	863,213
流动资产合计	2,340,108	2,176,752	1,764,137	1,875,313
可供出售金融资产	0	54,912	107,157	16,275
长期股权投资	76,361	76,952	71,457	0
投资性房地产	74,172	75,018	74,125	77,360
固定资产	402,340	403,559	313,873	290,407
在建工程	19,277	16,899	81,024	82,285
长期待摊费用	20,891	19,348	10,826	10,538
递延所得税资产	52,652	49,301	34,952	32,909
其他非流动资产	105,763	86,403	52,280	52,594
非流动资产合计	751,456	782,392	745,694	562,367
总资产	3,091,564	2,959,145	2,509,830	2,437,679
占资产总额比 (%)				
货币资金	37.78	35.57	31.25	36.34
应收账款	2.01	2.32	2.37	2.65
其他应收款	1.50	1.45	0.28	0.23
预付款项	1.63	1.65	2.07	2.07
存货	30.90	32.01	33.84	35.41
流动资产合计	75.69	73.56	70.29	76.93
可供出售金融资产	0.00	1.86	4.27	0.67
长期股权投资	2.47	2.60	2.85	0.00
投资性房地产	2.40	2.54	2.95	3.17
固定资产	13.01	13.64	12.51	11.91
在建工程	0.62	0.57	3.23	3.38
长期待摊费用	0.68	0.65	0.43	0.43
递延所得税资产	1.70	1.67	1.39	1.35
其他非流动资产	3.42	2.92	2.08	2.16
非流动资产合计	24.31	26.44	29.71	23.07
负债类				
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	824,901	802,693	847,003	937,529
预收款项	183,194	132,050	166,110	95,540
其他应付款	129,147	156,482	21,301	3,830



2-2 海澜之家股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

负债类				
项目	2019年3月末 (未经审计)	2018年	2017年	2016年
应付利息	762	492	73	-
应交税费	114,633	101,337	103,288	115,826
一年内到期的非流动负债	31,020	37,025	44,804	-
流动负债合计	1,315,878	1,288,551	1,244,682	1,211,628
长期借款	49,250	49,350	49,950	-
应付债券	232,406	228,511	-	-
长期应付款	52,650	59,576	90,969	208,173
非流动负债合计	358,249	361,100	147,414	215,148
负债合计	1,674,127	1,649,651	1,392,096	1,426,776
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	49.27	48.66	60.84	65.71
预收款项	10.94	8.00	11.93	6.70
其他应付款	7.71	9.49	1.53	0.27
应付利息	0.05	0.03	0.01	0.00
应交税费	6.85	6.14	7.42	8.12
一年内到期的非流动负债	1.85	2.24	3.22	0.00
流动负债合计	78.60	78.11	89.41	84.92
长期借款	2.94	2.99	3.59	0.00
应付债券	13.88	13.85	0.00	0.00
长期应付款	3.14	3.61	6.53	14.59
非流动负债合计	21.40	21.89	10.59	15.08
权益类				
实收资本(股本)	116,815	116,812	116,812	116,812
资本公积	203,307	203,271	203,271	201,740
盈余公积	150,668	150,000	126,185	96,594
未分配利润	893,334	766,692	660,682	577,531
归属于母公司所有者权益	1,403,954	1,295,805	1,117,734	1,004,401
少数股东权益	13,483	13,689	0	6,502
所有者权益合计	1,417,437	1,309,494	1,117,734	1,010,904
损益类				
营业收入	608,868	1,908,973	1,820,009	1,699,959
营业成本	343,475	1,129,347	1,111,042	1,037,137
营业税金及附加	5,140	14,129	14,798	13,287
销售费用	56,755	179,942	154,898	142,295
管理费用	30,097	110,028	102,897	97,330



2-3 海澜之家股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

损益类				
项目	2019年1~3月(未经审计)	2018年	2017年	2016年
财务费用	-1,516	-380	-12,043	-12,091
研发费用	1,143	4,902	2,504	0
资产减值损失	15,143	38,331	12,652	18,796
投资收益/损失	-1,152	16,099	1,284	4,025
营业利润	165,260	455,517	436,046	407,359
营业外收支净额	1,088	2,261	3,501	3,188
利润总额	166,348	457,778	439,547	410,547
所得税	45,592	112,186	106,614	98,234
净利润	120,756	345,593	332,933	312,313
归属于母公司所有者的净利润	120,962	345,477	332,887	312,265
占营业收入比 (%)				
营业成本	56.41	59.16	61.05	61.01
营业税金及附加	0.84	0.74	0.81	0.78
销售费用	9.32	9.43	8.51	8.37
管理费用	4.94	5.76	5.65	5.73
财务费用	-0.25	-0.02	-0.66	-0.71
研发费用	0.19	0.26	0.14	0.00
资产减值损失	2.49	2.01	0.70	1.11
投资收益/损失	-0.19	0.84	0.07	0.24
营业利润	27.14	23.86	23.96	23.96
营业外收支净额	0.18	0.12	0.19	0.19
利润总额	27.32	23.98	24.15	24.15
所得税	7.49	5.88	5.86	5.78
净利润	19.83	18.10	18.29	18.37
归属于母公司所有者的净利润	19.87	18.10	18.29	18.37
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	122,153	241,943	287,957	292,778
投资活动产生的现金流量净额	10,345	-82,227	-220,806	-58,093
筹资活动产生的现金流量净额	-13,466	66,126	-166,196	-148,261



2-4 海澜之家股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

主要财务指标				
项目	2019年1~3月(未经审计)	2018年	2017年	2016年
EBIT	171,132.25	466,702.54	440,202.30	410,547.34
EBITDA	-	504,356.32	473,338.70	439,455.11
总有息债务	527,688	504,002	270,637	186,778
毛利率(%)	43.59	40.84	38.95	38.99
营业利润率(%)	27.14	23.86	23.96	23.96
总资产报酬率(%)	5.40	15.77	17.54	16.84
净资产收益率(%)	8.52	26.39	29.79	30.89
资产负债率(%)	54.15	55.75	55.47	58.53
债务资本比率(%)	27.13	29.23	19.49	15.59
长期资产适合率(%)	236.30	213.52	169.66	218.02
流动比率(倍)	1.78	1.69	1.42	1.55
速动比率(倍)	1.05	0.95	0.74	0.84
保守速动比率(倍)	0.91	0.82	0.64	0.73
存货周转天数(天)	249.28	286.35	277.44	316.08
应收账款周转天数(天)	9.67	12.07	12.27	13.29
经营性净现金流/流动负债(%)	9.38	19.10	23.45	23.77
经营性净现金流/总负债(%)	7.35	15.91	20.43	19.95
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	25.53	27.11	439.17	-
EBIT利息保障倍数(倍)	35.77	52.30	671.36	-
EBITDA利息保障倍数(倍)	-	56.52	721.90	-
现金比率(%)	91.31	81.81	63.43	73.15
现金回笼率(%)	122.67	114.80	121.32	116.95
担保比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00



附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数¹⁰ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

⁹ 一季度取 90 天。

¹⁰ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产= $\min(\sum \text{资产科目} \times \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = $\text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持产生的现金流净额+经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债 (确定的支出项) +其他确定的收购支出



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。