



上海美特斯邦威服饰股份有限公司 2013 年度公司债券信用评级报告

大公报 D【2012】1012 号

公司债券信用等级: **AA**

主体信用等级: **AA**

评级展望: **稳定**

发债主体: 上海美特斯邦威服饰股份有限公司

发行规模: 本次债券发行总额不超过人民币 16 亿元且不超过发行时最近一期净资产的 40%, 首期发行金额 8 亿元

债券期限: 不超过 10 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还贷款、补充流动资金

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2012	2011	2010
总资产	70.06	88.82	85.87
所有者权益	41.32	41.26	33.31
营业收入	95.10	99.45	75.00
利润总额	11.03	15.76	10.34
经营性净现金流	28.56	9.77	-10.54
资产负债率 (%)	41.03	53.55	61.21
债务资本比率 (%)	28.59	46.12	50.73
毛利率 (%)	44.55	44.17	45.41
总资产报酬率 (%)	18.24	20.11	13.08
净资产收益率 (%)	20.56	29.23	22.75
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	16.39	4.64	-11.85
经营性净现金流/总负债 (%)	74.87	19.51	-27.31

吕向东 赵娜

评级小组负责人: 吕向东

评级小组成员: 郑孝君 赵娜

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

上海美特斯邦威服饰股份有限公司 (以下简称“美邦服饰”或“公司”) 主要进行品牌休闲服饰的设计、外包生产和销售。评级结果反映了服装消费市场空间不断扩大, 公司全国店铺数量持续增加、配送能力和供应链整体的运营效率得到进一步提升等优势; 同时也反映了国际品牌进入我国市场增加了休闲服饰品牌竞争压力, 电子商务销售模式对传统实体店销售模式产生一定的冲击, 公司存货在流动资产中占比较高不利因素。综合分析, 公司偿还债务的能力很强, 本次债券不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年, 公司的经营情况将保持平稳, 大公对美邦服饰的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 我国城镇化率不断提高, 推动了城镇居民在服饰方面的消费支出, 服装消费的市场空间不断扩大;
- 公司采用直营和加盟相结合的模式建立了覆盖全国的营销网络, 2012 年全国店铺数量持续增加;
- 公司产品设计能力较强, 拥有完善的物流配送体系和信息管理系统, 配送能力和供应链整体的运营效率得到进一步提升;
- 公司建立了严格的供应商筛选机制和内部生产组织体系, 有效地保证了产品质量。

主要风险/挑战

- 我国休闲服饰行业竞争激烈, 国内外品牌的竞争压力仍将持续甚至加大;
- 房地产租赁及销售价格走高, 面辅料等原材料价格波动, 在一定程度上加大了服饰企业成本控制压力;
- 电子商务销售模式的发展对传统实体店销售模式产生一定的冲击;
- 公司存货规模相对偏大, 在流动资产中占比较高。

大公国际资信评估有限公司
二〇一三年五月二十七日

大公信用评级报告声明

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、大公及其评级分析师、评审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、及时性和完整性不作任何明示、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。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，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。

发债主体

公司于 2008 年 8 月 28 日在深圳证券交易所上市交易（股票名称“美邦服饰”，股票代码 002269）。经多次增资后，截至 2012 年末，公司实收资本为人民币 10.05 亿元，上海华服投资有限公司（以下简称“华服投资”）持股 80.60%，胡佳佳持股 8.96%，社会公众持股 10.44%；华服投资的实际控制人周成建为公司的实际控制人，周成建和胡佳佳为父女关系。

公司主要以自主设计、外包生产、直营与加盟相结合的经营模式进行品牌休闲服饰的生产、采购和销售。公司实施多品牌多系列运作，拥有 Meters/bonwe 和 ME&CITY 两个品牌，形成了 MTEE、MJEANS、MPOLAR 及 MSHOOZ 等风格清晰的产品系列，并于 2011 年推出了定位于都市时尚系列品牌“TAGLINE”及独立童装品牌“MooMoo”。此外，公司还推出了具有强烈设计感和中国元素的鞋配饰品牌“祺 CH' IN”。2012 年，公司再度被评为“2012 年度中国上市公司市值管理百佳”企业。

发债情况

债券概况

公司拟在中国境内公开发行面值总额不超过 16 亿元且不超过发行时最近一期净资产 40%的公司债券，分期发行，首期发行金额为 8 亿元人民币，发行期限不超过 10 年。本次债券是美邦服饰面向境内社会公众公开发行、在深圳证券交易所上市交易的公司债券。本次债券采用固定利率，在存续期内固定不变，在存续期内采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券票面价值为 100 元人民币，采取实名制记账式平价发行，到期日按照面值兑付。

募集资金用途

首期发行的 8 亿元公司债券募集资金部分用于偿还贷款，部分用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

2013 年一季度，中国国民经济增速继续放缓，固定资产投资增长较快，货币供应量稳定增长，新增贷款同比增长；预计未来 1~2 年，中国经济增长水平将阶段性放缓，但长期来看经济将保持平稳较快增长

2013 年一季度，中国国民经济增速继续放缓，实现国内生产总值（GDP）11.89 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，增速同比下降 0.4 个百分点；分产业来看，第一产业增加值 7,427 亿元，同比增



长 3.4%；第二产业增加值 54,569 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 56,859 亿元，同比增长 8.3%。从环比看，一季度国内生产总值增长 1.6%。

2013 年一季度，固定资产投资较快增长，为 58,092 亿元，同比名义增长 20.9%，增速与 2012 年同期持平，比 2012 年全年加快 0.3 个百分点。分产业看，第一产业投资 930 亿元，同比增长 31.4%；第二产业投资 24,635 亿元，增长 16.2%；第三产业投资 32,527 亿元，增长 24.5%。在第二产业投资中，工业投资 24,254 亿元，同比增长 17.4%；其中，采矿业投资 1,338 亿元，增长 2.7%；制造业投资 20,473 亿元，增长 18.7%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资 2,443 亿元，增长 15.3%。

货币供应量稳定增长，新增贷款同比增长。2013 年 3 月末，广义货币（M2）余额 103.61 万亿元，同比增长 15.7%，增速比 2012 年末加快 1.9 个百分点；人民币贷款余额 65.76 万亿元，人民币存款余额 97.93 万亿元。2013 年一季度，新增人民币贷款 2.76 万亿元，同比多增 2,949 亿元。

预计未来 1~2 年，受外需疲弱、劳动力增长放缓和发展方式转变等影响，中国经济增长水平将呈现一个阶段性放缓的过程。但长期来看，中国仍处于城镇化、信息化、工业化和农村现代化的进程中，经济结构正在朝着预期的方向转变，经济将保持平稳较快增长。

行业及区域环境

近年来，我国城镇人口数量、人均可支配收入不断增长，推动了城镇居民在服饰方面的消费支出；预计未来随着城镇化率的进一步提高，我国服装消费的市场空间将不断扩大

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。2000~2011 年，我国城镇居民人口从 4.59 亿增加至 6.91 亿，占总人口比重也从 36.22% 增加至 51.30%，我国城镇化率首次超过 50%。2012 年，我国城镇居民人口增加至 7.12 亿，占总人口比重增加至 52.27%，城镇化率进一步提高。2012 年，我国城镇居民的人均可支配收入达 24,565 元，同比增长 12.61%，增速较 2011 年下降 1.52 个百分点。

伴随着居民收入和消费水平的不断提高，我国服装消费市场的空间也不断扩大。2012 年，作为时尚服饰主要消费群体的城镇居民用于衣着方面的人均消费支出为 1,823 元，同比增长 8.88%，增速较 2011 年下降 7.07 个百分点；2012 年，我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类实现零售额达 9,778 亿元，同比增长 22.92%，增速同比下降 12.50 个百分点，仍高于同期中国城镇居民人均收入的增长水平。

目前我国的城镇化率仍远低于发达国家近 80% 的平均水平。从现代

化发展规律看，预计未来我国城镇化率将不断提高，这将带来投资的大幅增长和消费的快速增加，我国服装消费的市场空间将不断扩大。

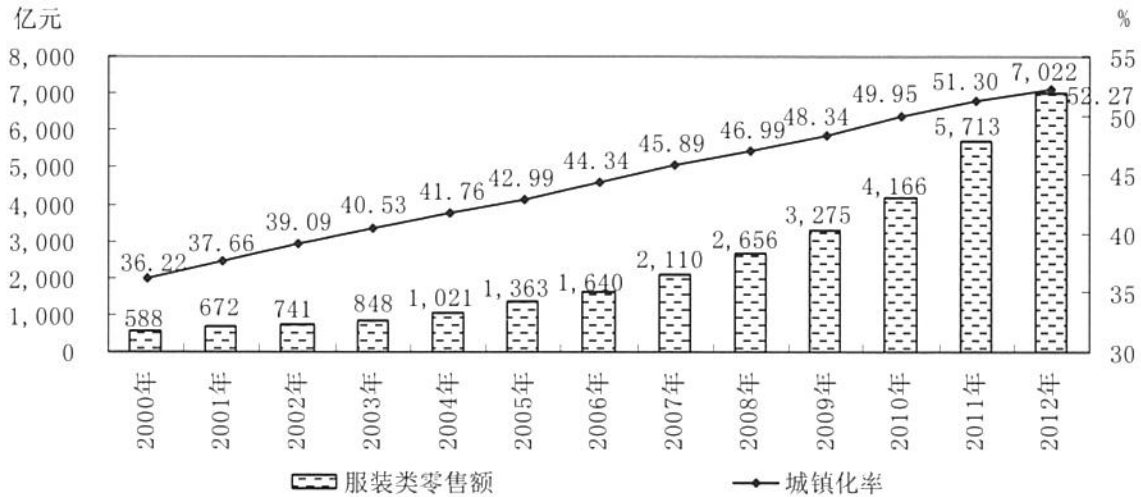


图1 2000~2012年我国城镇化率与服装类销售情况

数据来源：国家统计局、Wind 资讯

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。

综合来看，我国城镇化率的不断提高给服装消费市场带来了广阔的空间，有利于服装品牌运营商发展。

我国休闲服饰行业竞争激烈，国内外品牌的竞争压力仍将持续甚至加大，同时电子商务销售模式的发展对传统实体门店销售模式产生一定的冲击；面料辅料等原材料价格波动，在一定程度上加大了服饰企业成本控制压力

我国服装行业的市场格局较为分散。截至2012年末，我国纺织服装服饰业共14,501家企业，但行业前十大品牌的市场占有率不足10%，市场集中度较低，市场份额呈现向优势品牌集中的趋势，但尚未形成具有绝对优势的领导企业。休闲服饰零售业最主要的销售渠道是专卖店，且对专卖店所处的位置要求较高。与国际品牌相比，国内企业虽然拥有较多的店铺，但营业收入较低，随着市场的不断细分，来自国内外竞争品牌的竞争压力仍将持续甚至加大。

伴随电子商务的发展、网络终端的普及，人们服装消费的习惯也在逐渐改变，网上销售成为服装业一大趋势，电子商务销售模式的发展将可能对利用实体门店进行销售的传统模式产生冲击并带来一定的风险。

休闲服饰零售业上游为纺织行业的面、辅料子行业及成衣制造业。



从产品生产成本的角度分析，面、辅料等原材料约占 65%~75%左右，成衣制造成本约占 25%~35%。2011 年以来，羊毛、棉花等服装原材料价格均有不同程度的波动，在一定程度上加大了服装生产企业产品成本控制压力。

上海市是中国大陆第一金融中心，2012 年上海市宏观经济调控取得明显成效，经济运行总体呈现稳中有进、进中提升的态势

上海市是中国大陆第一金融中心，其经济发展和财政收入增长速度均位居全国前列，2012 年全国 35 个主要城市总部经济发展能力排行榜（2012）上海位列第二。据上海市统计局初步核算，2012 年上海实现生产总值 20,101.33 亿元，按可比价格计算，比 2011 年增长 7.5%。分产业看，第一产业增加值 127.8 亿元，增长 0.5%；第二产业增加值 7,912.77 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 12,060.76 亿元，增长 10.6%。其中，第三产业增加值占全市生产总值的比重首次达到 60%，比 2011 年提高 2 个百分点。2012 年上海市宏观经济调控取得明显成效，经济运行总体呈现稳中有进、进中提升的态势。

经营与竞争

品牌服装的销售是公司收入和利润的主要来源，直营店和加盟店的收入在营业收入中占比相当，毛利率保持在 40%以上；2012 年公司营业收入有所下滑，Meters/bonwe 和 ME&CITY 品牌 2012 年收入均有所下降

公司收入和利润主要来源于品牌服装的销售，公司专注产品设计、品牌以及营销网络运营，其产品主要外包给成衣制造商进行生产。

表 1 2010~2012 年公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	95.10	100.00	99.45	100.00	75.00	100.00
直营店	46.14	48.52	42.54	42.78	31.61	42.14
加盟店	48.43	50.93	56.53	56.84	43.35	57.80
其他	0.53	0.55	0.38	0.38	0.04	0.06
毛利润	42.37	100.00	43.93	100.00	34.06	100.00
直营店	21.59	50.96	21.46	48.85	16.24	47.68
加盟店	20.47	48.67	22.39	50.97	17.78	52.20
其他	0.31	0.37	0.08	0.18	0.04	0.12
毛利率	44.55		44.17		45.41	
直营店	46.79		50.46		51.36	
加盟店	42.27		39.60		41.02	

数据来源：根据公司提供资料整理

2011年，公司营业收入快速增长，其中来自于直营店和加盟店的收入均有所增长。2012年，公司营业收入较2011年下降4.38%，出现下滑，主要是受宏观经济增速放缓影响、加盟商收入同比下降14.33%所致。2012年，直营店收入持续增加，同比增长8.46%，直营店和加盟店收入在营业收入中占比趋于相等。从品牌收入构成来看，2012年，Meters/bonwe品牌收入同比下降3.79%，在主营业务中占比保持在90%以上；ME&CITY品牌收入同比下降12.65%。

表2 2010~2012年公司主营业务收入按品牌分类（单位：亿元、%）

品牌	2012年		2011年		2010年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
Meters/bonwe	87.18	92.19	90.61	91.46	69.07	92.14
ME&CITY	7.39	7.81	8.46	8.54	5.89	7.86
合计	94.57	100.00	99.07	100.00	74.96	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率方面来看，虽然2010年以来公司毛利率有所波动，但始终保持在44%以上。公司其他收入占比极小，对营业收入贡献不大。

预计未来1~2年，随着公司产品系列化、品类化运营模式趋向的成熟，同时直营店铺运营管理水平不断提高，总体销售规模将保持平稳。

公司在中国休闲服饰市场具有较高的知名度，Meters/bonwe品牌蝉联2012年胡润服装品牌榜首位

公司目前拥有Meters/bonwe和ME&CITY两大品牌，针对各自不同的目标消费群和细分市场，采取了不同的整合营销策略。

表3 公司的品牌整合营销策略

名称	目标客户	品牌策略	价格策略	宣传策略	渠道策略
Meters/bonwe	16~25岁年轻时尚群体	年轻、活力	大众价格	明星代言、事件营销	一线城市直营大店，二、三线城市加盟为主
TAGLINE	25~30岁白领	都市、时尚	高性价比	明星代言、橱窗陈列	一线城市直营为主
Moomoo	3~12岁儿童	可爱	大众价格	橱窗陈列、事件营销	一线城市直营大店，二、三线城市加盟为主
ME&CITY	30~45岁白领	商务、时尚	高性价比	橱窗陈列、明星广告、事件营销	一线城市直营为主
ME&CITY kids	3~13岁潮童	时尚	高性价比	橱窗陈列、事件营销	一线城市直营为主

数据来源：根据公司提供资料整理

Meters/bonwe品牌定位的核心人群是16~25岁的年轻时尚消费群体，并向30岁人群有效延伸。其覆盖的群体有较高的消费倾向，对流行时尚较为热衷，具有一定的品牌意识。Meters/bonwe品牌分为运

动休闲和都市时尚两个产品系列，实现了产品设计的丰富化、品牌营销整合化和品牌合作跨界化。目前 Meters/bonwe 旗下有 Meters/bonwe 品牌、系列品牌 TAGLINE、独立童装品牌 Moomoo，以及 MTEE（T 恤）、M. Jeans（牛仔系列）、M. polar（羽绒服）、M. Shooz（鞋）等品类品牌。2012 年 8 月，美特斯·邦威品牌以 78 亿元品牌价值蝉联胡润服装品牌榜首位。

ME&CITY 品牌定位于 30~45 岁的消费群体，产品包括精致休闲、时尚外出、商务等系列，该品牌系列产品平均售价和毛利率普遍高于 Meters/bonwe。ME&CITY 品牌的推出扩大了消费群体的范围，拓展了市场空间。目前“ME&CITY”旗下拥有 ME&CITY 和 ME&CITY kids 等品牌。

2012 年，美特斯邦威联合两岸三地 21 家个性突出的华人潮牌，以《大闹天宫》为起点进行创意，再次对国际时尚本土化进行了文化解构与重组，把“中国制造”的内涵重新塑造成为“中国创造”，吻合当下国民的消费需求和情感释放。多品牌策略稳步推进，为公司未来的快速发展提供了良好的市场空间。

公司采用直营和加盟相结合的模式建立了覆盖全国的营销网络，2007 年以来公司全国店铺数量持续增加

公司销售以直营店零售和加盟店批发相结合的销售模式为主，加盟店以一定的折扣价从公司购买货品，以公司统一零售价销售。

公司根据国内各地区经济发展的状况和区域市场呈现不同的消费特点，在一线城市及重点二线城市建立销售子公司 33 家并开设直营店，提升品牌的影响力和知名度，同时树立了店铺形象、服务质量与管理水平的标杆，对周边广阔的三、四线市场及产生辐射和带动作用。公司营销网络已经遍布国内除台湾省、香港和澳门特别行政区以外所有省、自治区和直辖市。

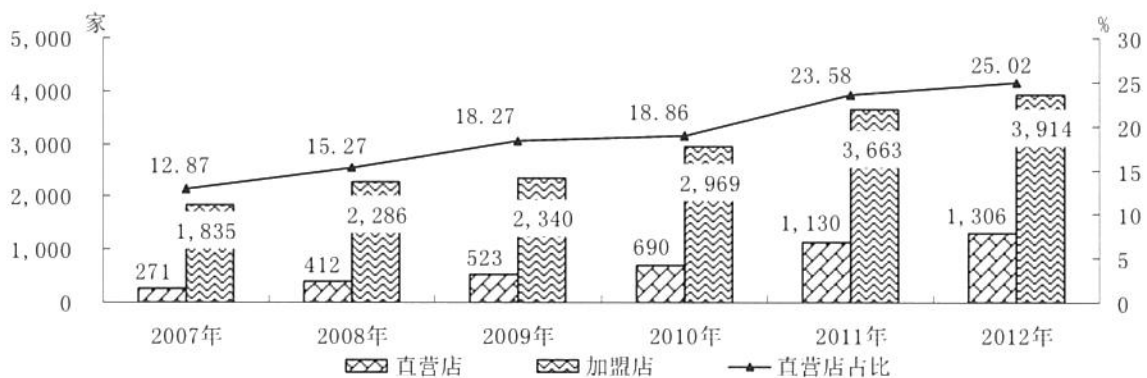


图 2 2007~2012 年公司店铺情况

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2012 年末，公司店铺数量达到 5,220 家，较 2011 年末净增加 427 家；其中直营店铺 1,306 家，净增加 176 家；加盟店铺 3,914 家，

较 2011 年末增加 251 家；店铺总面积达 102.77 万平方米，其中公司已拥有办公和商铺的物业建筑面积合计 21.90 万平方米，帐面价值为 15.19 亿元。

在营销网络建设方面，公司 Meters/bonwe 品牌发展购物中心店铺、MooMoo 童装店铺、折扣店铺等多种渠道。截至 2012 年末，Meters/bonwe 品牌拥有店铺 4,644 家；其中直营店铺 901 家，较 2011 年末增加 242 家；加盟店铺 3,743 家，较 2011 年末增加 238 家。

ME&CITY 品牌渠道拓展以购物中心为主、商场渠道为补充。截至 2012 年末，ME&CITY 品牌拥有店铺 576 家，其中直营店铺 405 家，加盟店铺 171 家。

公司设计工艺团队由近 500 人的专业设计人员和工艺专家组成，拥有较强的产品设计能力，具备年上市数千款各类休闲服饰产品的设计能力

公司的设计团队主要由自主培养的设计师组成，对品牌及公司发展情况较为熟悉，设计人员稳定性高、年龄结构分布合理，在保持年轻活力的基础上有效传承了资深设计师的经验。截至 2012 年末，公司设计工艺团队由近 500 人的专业设计人员和工艺专家组成，具备年上市数千款各类休闲服饰产品的设计能力。

公司在产品设计中除了要考虑品牌定位情况、不同区域消费者的不同需求、竞争对手的产品设计和过往公司各类产品的销售情况，还要综合考虑供应链下游各加盟店铺情况的独特性、供应链上游供应商的生产成本控制要求，将设计与供应链各个环节结合起来，使公司产品能够满足迅速变化的市场需求，最大限度地贴合消费者对时尚和流行的消费需求。

公司面料、辅料及成衣的生产全部外包，公司建立了严格的供应商筛选机制，有效地保证了产品质量

公司面料、辅料及成衣的生产全部外包，采购模式分为来料加工、包工包料、异向指定和定向指定四种。我国是世界上最大的服装生产国，公司所处的长三角地区更是聚集了国内近 40% 的服装产能。其中不乏专业化程度高、管理水平高的生产企业，能够充分满足公司成衣采购的数量和质量需求。近年来，我国服装产能过剩，销售商拥有一定的议价能力。

公司建立了严格的供应商筛选、甄别机制和内部生产组织体系。公司通过生产质量、生产速度、生产成本、管理水平和配合度等方面对潜在供应商进行评估，参考与供应商以往的合作情况，在每产品季节结束之后对供应商进行绩效评估，并根据评估结果将供应商分为不同等级。针对具体产品生产批次，公司将通过多方面的综合考虑，优选最适合的供应商进行委托生产，截至 2012 末，与公司保持战略合作关系的核心供应商近 300 家。公司内部生产组织体系负责产品生产的

各个环节，并从流程与制度设计、合同条款设计、供应商选择、生产流程跟踪以及产品质量检测等五个方面，对产品质量、生产进度和生产成本进行严格控制，有效的保证了产品的质量。

公司注重信息系统建设，拥有完善的物流配送体系，形成了上下游业务一体化的供应链管理模式的，配送能力和业务运营效率进一步提升

服装行业作为时尚产业，对快速反应能力要求较高。公司已形成多层级的核心枢纽线，将生产基地和区域销售市场紧密联系起来，物流中心总建筑面积逾 22 万平方米，日均配送能力超 50 万件，配送能力和效率得到进一步提高。

表 4 截至 2012 年末公司物流中心情况

物流中心名称	投入使用时间	总建筑面积 (平方米)	可支持产品品项 (个)	日均物流配送 (万件)
西安区域配送中心	2011.01	25,000	28,399	3.7
成都区域配送中心	2009.07	23,000	18,967	4.4
广州区域配送中心	2009.06	17,000	30,624	5.6
上海总部六灶物流中心	2008.11	91,000	68,686	19.0
天津区域配送中心	2008.09	32,654	37,853	9.7
沈阳区域配送中心	2004.07	26,000	36,554	5.0
温州公司配送中心	2002.08	8,800	15,184	4.1
合计	-	223,454	236,267	51.5

数据来源：根据公司提供资料整理

公司采用生产外包、直营和加盟相结合的经营模式，对供应链整合、上下游业务一体化要求较高，因此公司的信息化建设与业务发展保持着高度的融合，信息技术的运用以及信息化战略的制定与执行均与公司的业务深度结合。公司目前使用的同时具备标准化和针对供应链各方差异化的第二代信息管理系统，建立在休闲服装零售业整条供应链的基础之上，在数据库和软件应用底层完全整合；大幅度提升了公司的运营效率，增强了持续发展能力，核心竞争力亦获得到进一步提高。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

美邦服饰前身为上海美特斯邦威服饰有限公司（以下简称“美邦有限”）。2000 年，美邦有限由温州美特斯邦威有限公司（后更名为美特斯邦威集团有限公司）及上海邦威服饰有限公司共同投资成立，注册资本为人民币 1,000 万元。公司于 2008 年 8 月 28 日在深圳证券交易所上市交易。经多次增资后，截至 2012 年末，公司实收资本为人



民币 10.05 亿元，实际控制人为自然人周成建。

作为上市企业，公司按照《公司法》及相关法律法规和现代企业制度要求，建立了完善的法人治理结构，各项制度健全。

战略与管理

公司聚焦于产品和店铺，做好产品的升级和店铺终端管理，为公司长期、稳定、可持续发展奠定坚实的基础，同时坚持对物流供应链的优化和信息系统建设工作

围绕现有的经营模式，公司制定了明确的战略发展目标，即做好产品的升级和店铺终端管理，通过组织创新、机制创新和供应链模式创新，完善商品管理、店铺管理和供应链管理，为长期、稳定、可持续发展奠定坚实的基础。通过组织创新和机制创新，探索建立门店化的商品运作机制和财务管理机制，实现供应链上游部门、总部管理及支持部门与门店的有效对接，实现各店铺差异化的商品组合和差异化的商品陈列；深化供应链创新，建立直营与加盟差异化的供应链模式，提升商品计划协同性，继续探索基于终端需求的供应链商品高效流通机制；持续提升终端零售精细化管理水平，建立和推广以价值营销为核心的品类营销体系，深化季节性终端整合营销体系，提升新品盈利能力；加大对加盟商的支持力度，形成上下游一体的垂直管理模式，帮助加盟商提升管理能力，实现加盟渠道与直营渠道的协调发展、同步发展和健康可持续发展。

公司坚持对物流供应链的优化和信息系统建设工作。大力推动物流供应链的信息化建设工作，部署基于云平台的供应链物流信息平台，搭建全国统一配货的信息系统，实现运输管理系统二期的上线，为公司发展提供有力的供应链物流信息系统的支持。公司信息系统建设将重点关注销售终端、供应链的精细化管理，继续推进 ERP、BI 系统建设，加强供应链的透明性、提升数据整合分析能力，进一步提升运营效率、支持科学决策。

抗风险能力

综合来看，公司严格按《公司法》和公司章程的有关规定规范运作，逐步建立健全了公司的法人治理结构，在业务、资产、财务、人员、机构等方面独立经营管理，内部执行情况良好。同时，公司在品牌服饰行业地位较高，具有很强的综合抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2010~2012 年财务报表，安永华明会计师事务所对公司 2010~2012 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

2012 年末，公司总资产有所下降，资产构成中流动资产占比有所下降，其中存货在流动资产中占比较高；公司存货周转效率和应收账款周转效率均有所提高

2010~2012 年末，公司总资产分别为 85.87 亿元、88.82 亿元和 70.06 亿元。2012 年末公司总资产有所下降，主要是公司用货币资金偿还银行借款所致。公司资产构成仍以流动资产为主，但流动资产占比有所下降。

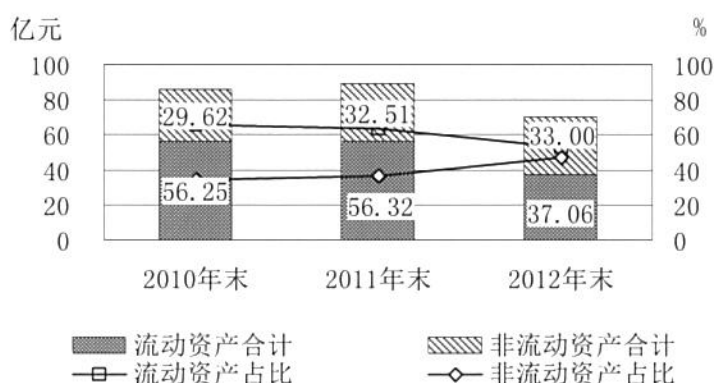


图3 2010~2012 年末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款和预付款项等构成。2012 年末，上述四项合计在流动资产中占比为 91.63%。

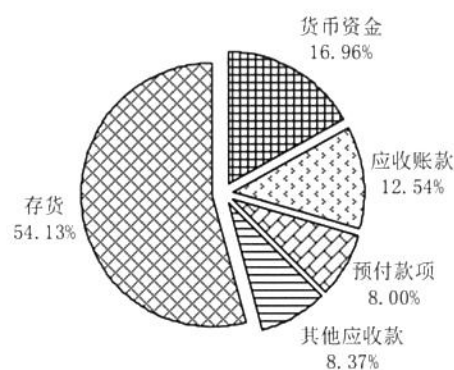


图4 2012 年末公司流动资产构成情况

2012 年末，公司货币资金为 6.29 亿元，同比下降 42.20%，其中银行存款占比 97.33%，其他货币资金占比 2.11%；货币资金大幅下降主要是由于公司偿付短期借款所致。

2012 年末，公司存货为 20.06 亿元，同比下降 21.64%，主要是公司继续采取积极策略消化库存货品，同时继续适度控制生产采购规模

所致。公司库存商品占存货的比重达 97.74%。公司存货规模相对偏大，在流动资产中占比仍较高，占比增至 54.13%。

2012 年末，公司应收账款余额为 4.65 亿元，同比下降 59.99%，主要是公司加强应收账款的回收力度所致。公司应收账款账龄在 1 年以内的占比 97.82%，回款风险不大，且应收账款已按账龄计提坏账准备。

2012 年末，公司预付款项为 2.97 亿元，同比下降 39.20%，主要是公司继续加强对采购规模的合理控制，支付的预付款项有所下降所致。

2010~2012 年，公司应收账款周转天数分别为 33.87 天、37.91 天和 30.79 天，优于行业平均值¹；存货周转天数分别为 151.68 天、165.60 天和 155.86 天。2012 年，公司存货周转效率和应收账款周转效率均有所提高。

公司非流动资产主要由固定资产、递延所得税资产、长期待摊费用 and 无形资产等构成。2012 年末，公司固定资产为 20.81 亿元，同比增长 8.22%，主要是由于六灶工业园区部分新增项目建设完工并投入使用，转为固定资产，同时部分所购店铺相关手续已完备后转入固定资产所致；递延所得税资产为 4.58 亿元；长期待摊费用为 2.48 亿元；无形资产为 1.89 亿元。

综合来看，2012 年末公司资产规模有所下降，资产构成以流动资产为主；公司存货周转效率和应收账款周转效率均有所提高。

资本结构

2010 年以来，负债规模逐年下降；2012 年末公司负债全部为流动负债，总有息债大幅减少，占总负债的比重下降至 57.55%

2010~2012 年末，公司总负债逐年下降，分别为 52.56 亿元、47.57 亿元和 28.74 亿元，其中 2012 年末全部为流动负债。

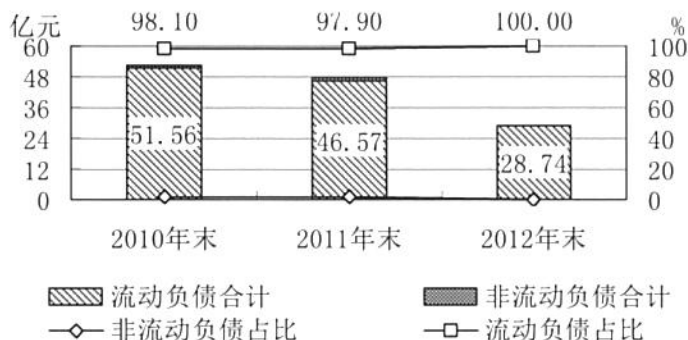


图 5 2010~2012 年末公司负债构成情况

¹ 根据 Wind 资讯：2012 年，服装、鞋、帽制造业应收账款周转天数平均值和存货周转天数平均值分别为 37.50 天和 81.82 天。

公司的流动负债主要由短期借款、应付短期债券、应付账款和应交税费等项目构成。

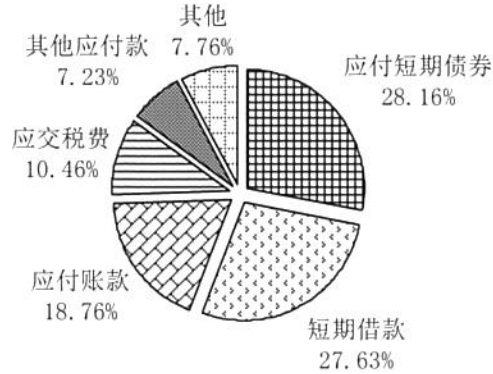


图6 2012年末公司流动负债构成情况

2012年末，公司短期借款为7.94亿元，同比下降66.48%，主要是公司偿还部分借款所致；应付短期债券为8.09亿元，同比下降22.03%，主要是公司归还了2011年发行的10亿元短期融资券，同时2012年发行8亿元短期融资券所致；应付账款为5.39亿元，同比下降11.07%，主要是由于公司加强了对销售的预估和生产规模的控制；应交税费为3.01亿元，同比增加30.42%，主要是由于公司加大新品的生产入库控制力度，进项税金有所减少，因而应交增值税款有所增加，同时所得税税率恢复至法定税率25%，比2011年度优惠税率上升一个百分点，计提的所得税增加。

2012年末，公司总有息债务大幅下降，占总负债的比重为57.55%，有息债务全部为短期有息债务。

表5 2010~2012年末公司总有息债务及其构成情况

项目	单位	2012年末	2011年末	2010年末
短期有息债务	亿元	16.54	34.31	33.30
长期有息债务	亿元	0.00	1.00	1.00
总有息债务	亿元	16.54	35.31	34.30
短期有息债务占总息债务比重	%	100.00	97.17	97.08
长期有息债务占总息债务比重	%	0.00	2.83	2.92
总有息债务占总负债比重	%	57.55	74.24	65.26

2010~2012年末，公司所有者权益分别为33.31亿、41.26亿和元41.32亿元。公司每年保持稳定的股利分配政策，2010~2012年公司现金分红分别为5.32亿元、8.44亿元和7.54亿元，三年累计分红21.30亿元。



表 6 2010~2012 年末公司部分财务指标

项目	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产负债率 (%)	41.03	53.55	61.21
债务资本比率 (%)	28.59	46.12	50.73
长期资产适合率 (%)	125.19	130.00	115.85
流动比率 (倍)	1.29	1.21	1.09
速动比率 (倍)	0.59	0.66	0.60

2010 年以来，公司资产负债率和债务资本比率均逐年下降，长期资产适合率有所波动，流动比率逐年提高，速动比率有所波动。

截至 2012 年末，公司无对外担保。

综合来看，2012 年末，公司负债全部为流动负债，负债规模大幅下降，总有息债务占总负债的比重下降至 57.55%。预计未来 1~2 年，随着公司业务规模不断扩张，公司将保持一定融资需求，负债规模将有所扩大。

盈利能力

2012 年，公司营业收入略有下降，毛利率稳定在较高水平；总资产报酬率和净资产收益率均有所降低

2012 年，公司营业收入略有下降，主要是受宏观经济增速放缓影响，同时由于春节较 2011 年偏晚，部分加盟商 2013 年春装提货相应延后所致；2010~2012 年，公司毛利率稳定在较高水平。

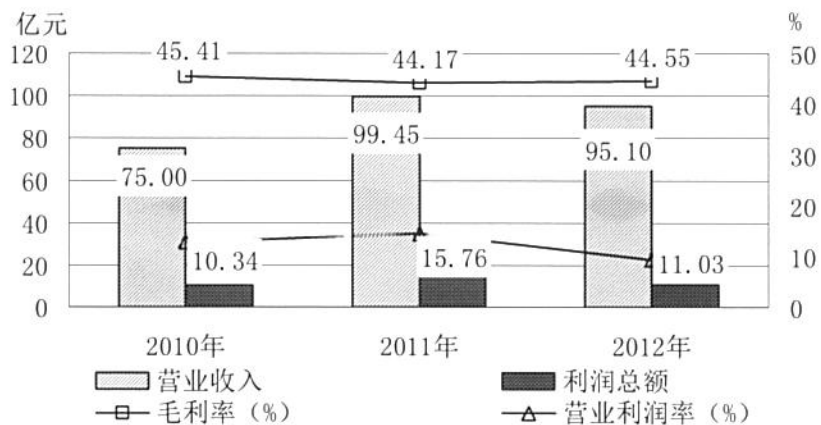


图 7 2010~2012 年公司收入和盈利情况

2010~2012 年，公司期间费用逐年增加。2012 年，公司期间费用同比增长 12.34%，期间费用占营业收入的比重提高至 33.71%。其中，销售费用同比增长 20.26%，主要是直营店铺的员工成本、租金等费用增长所致；管理费用和财务费用均有所下降，主要是公司管理费用控制措施有效，现金流量较为充裕，积极偿付短期借款及长期借款所致。

表 7 2010~2012 年公司期间费用情况 (单位: 亿元、%)

项目	2012 年	2011 年	2010 年
销售费用	27.72	23.05	19.89
管理费用	2.65	3.41	3.25
财务费用	1.68	2.07	0.88
期间费用	32.05	28.53	24.01
期间费用/营业收入	33.71	28.68	32.02

2010~2012 年, 公司营业外收入分别为 1.04 亿元、1.59 亿元和 2.28 亿元, 公司营业外收入主要为政府补贴。2012 年公司营业外收入同比增长 43.40%, 主要是政府补贴增加所致。

2010~2012 年, 公司利润总额分别为 10.34 亿元、15.76 亿元和 11.03 亿元, 净利润分别为 7.58 亿元、12.06 亿元和 8.50 亿元。2012 年公司利润总额和净利润分别同比下降 30.01%和 29.53%, 主要是公司营业收入下滑及期间费用增加所致。

2010~2012 年, 公司总资产报酬率分别为 13.08%、20.11%和 18.24%, 净资产收益率分别 22.75%、29.23%和 20.56%。2012 年受利润总额和净利润下降影响, 公司总资产报酬率和净资产收益率均有所降低。

综上, 2012 年公司收入有所下滑, 利润总额和净利润均有所下降, 毛利率维持在较高水平, 期间费用占营业收入的比重逐年上升。

现金流

2010 年以来, 公司经营性净现金流逐年大幅增加, 对债务和利息的保障程度增强; 受公司大量偿还借款影响, 2012 年公司筹资性净现金流大幅下降

2010~2012 年, 公司经营性净现金流逐年大幅增加。2011 年, 公司加大了对生产规模的控制力度, 存货和应收账款增加量减少, 因而经营性净现金流大幅增加。2012 年, 公司经营性净现金流同比增加 18.79 亿元, 主要是存货和应收账款大幅下降所致。

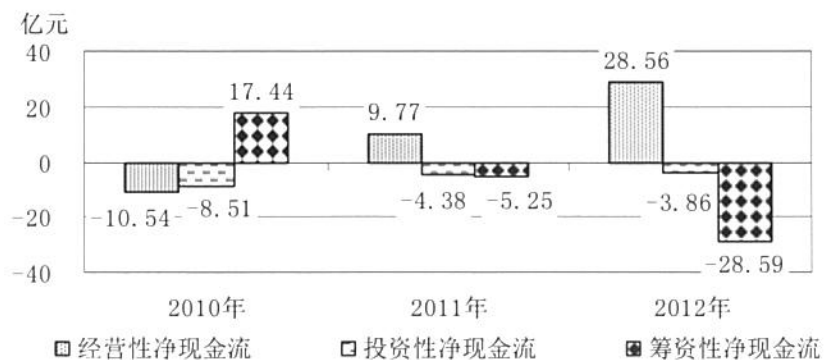


图 8 2010~2012 年公司现金流情况



2010~2012年，公司现金回笼率分别为112.74%、114.86%和124.70%；经营性净现金流与总负债的比例分别为-27.31%、19.51%和74.87%；经营性净现金流利息保障倍数分别为-11.85倍、4.64倍和16.39倍，经营性净现金流对债务和利息的保障程度逐年增强。

2010年以来，公司投资性净现金流保持净流出。受公司大量偿还借款影响，2012年公司筹资性净现金流大幅下降。

偿债能力

2012年公司营业收入略有下降，但2010年以来公司毛利率维持在40%以上，总资产报酬率和净资产收益率维持在较高水平。2010~2012年，公司资产负债率分别为61.21%、53.55%和41.03%，2012年末公司资产负债率同比下降12.52个百分点，总有息负债大幅减少。2010~2012年，公司经营性净现金流分别为-10.54亿元、9.77亿元和28.56亿元，对债务和利息的保障逐年增强。总体来看，公司偿还债务能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业基本信用信息报告》，截至2013年3月14日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具到期本息均按期兑付。

结论

我国城镇化率的不断提高推动了城镇居民在服饰方面的消费支出，未来服装消费的市场空间将不断扩大。美邦服饰在中国休闲服饰市场具有较高的知名度，产品设计能力较强，能够贴合消费者对时尚和流行的消费需求。公司销售网络完善，店铺数量持续增加，物流配送、信息管理不断增强，有力地提高了公司在供应链的运营效率、运营成本控制等方面的综合优势。但我国休闲服饰行业竞争激烈，国内外品牌的竞争压力仍将持续甚至加大，同时电子商务销售模式的发展对传统实体门店销售模式产生一定的冲击。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，公司的经营情况将保持平稳。因此，大公对美邦服饰的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对上海美特斯邦威服饰股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 2 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：不定期跟踪自本评级报告出具之日起进行。大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

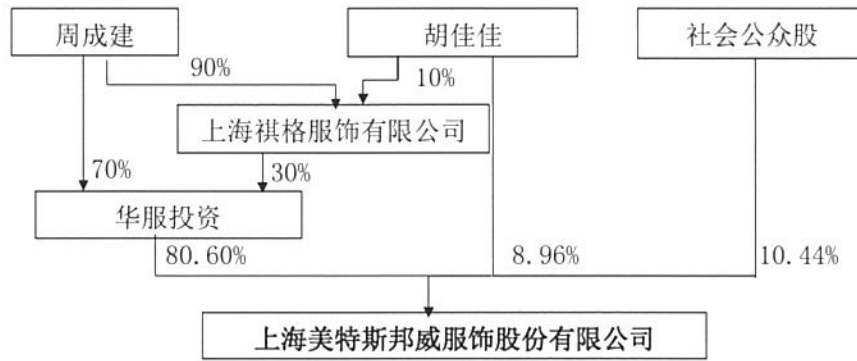
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

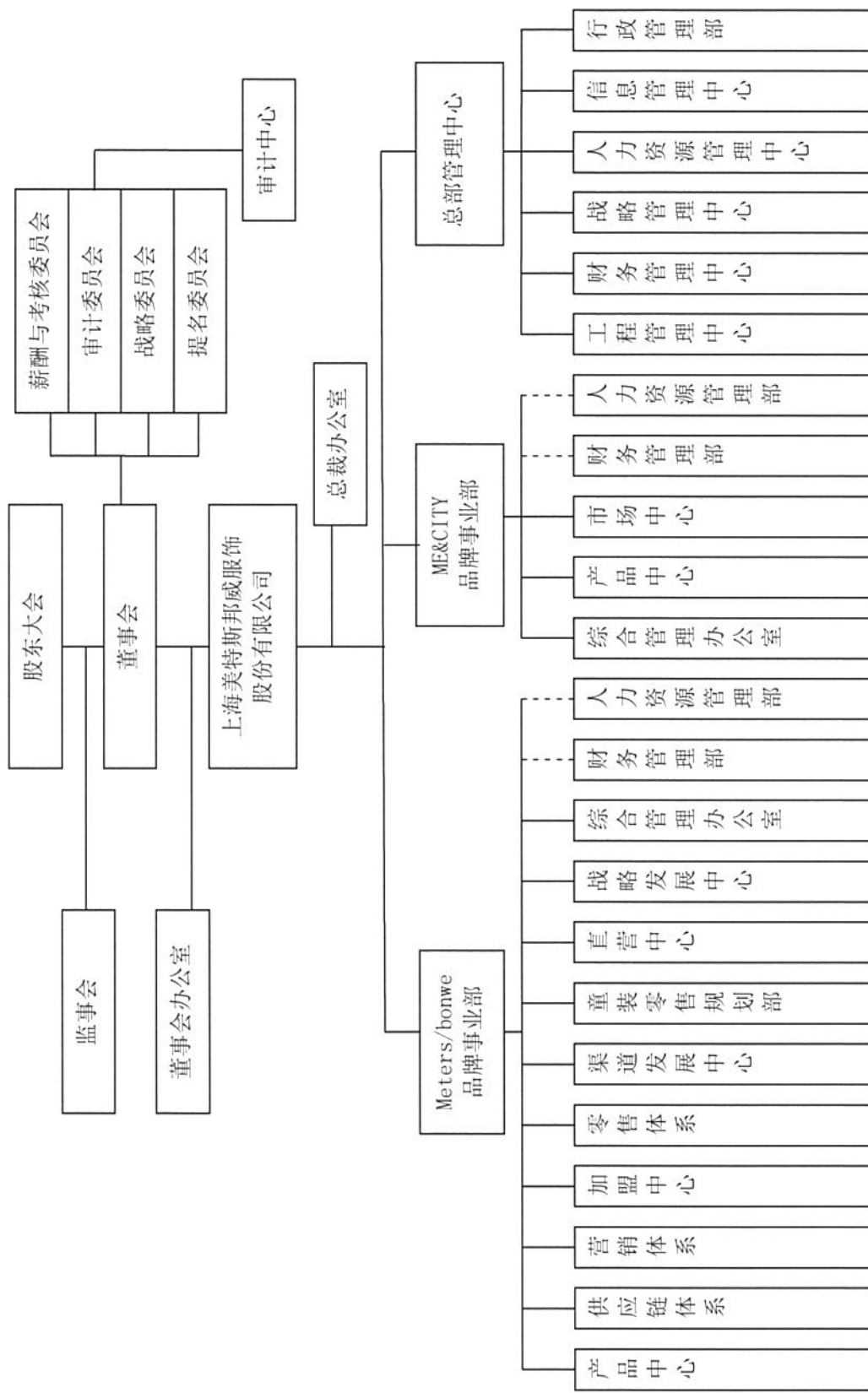
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2012 年末上海美特斯邦威服饰股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2012 年末上海美特斯邦威服饰股份有限公司组织结构图





附件 3 上海美特斯邦威服饰股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
资产类			
货币资金	62,862	108,763	110,700
应收票据	0	0	0
应收账款	46,484	116,186	93,276
其他应收款	31,003	33,476	32,740
预付款项	29,651	48,770	70,965
存货	200,595	255,984	254,838
流动资产合计	370,595	563,179	562,520
长期应收款	16,276	16,448	13,591
长期股权投资	4,617	2,410	0
投资性房地产	8,058	6,826	7,012
固定资产	208,108	192,298	172,666
在建工程	2,671	15,392	32,549
无形资产	18,892	18,818	12,817
长期待摊费用	24,838	28,405	33,167
递延所得税资产	45,795	38,587	23,565
非流动资产合计	330,039	325,070	296,152
总资产	700,634	888,249	858,671
占资产总额比 (%)			
货币资金	8.97	12.24	12.89
应收账款	6.63	13.08	10.86
其他应收款	4.42	3.77	3.81
预付款项	4.23	5.49	8.26
存货	28.63	28.82	29.68
流动资产合计	52.89	63.40	65.51
固定资产	29.70	21.65	20.11
在建工程	0.38	1.73	3.79
无形资产	2.70	2.12	1.49
非流动资产合计	47.11	36.60	34.49

附件 3 上海美特斯邦威服饰股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
负债类			
短期借款	79,442	236,931	257,638
应付短期债券	80,942	103,816	51,254
应付票据	4,391	1,555	4,102
应付账款	53,926	60,639	124,434
预收款项	7,064	2,720	2,795
应付职工薪酬	10,850	12,428	11,511
应交税费	30,061	23,049	12,188
其他应付款	20,790	24,517	31,660
一年内到期的非流动负债	0	0	20,000
流动负债合计	287,446	465,655	515,582
长期借款	0	10,000	10,000
非流动负债合计	0	10,000	10,000
负债合计	287,446	475,655	525,582
占负债总额比 (%)			
短期借款	27.63	49.81	49.02
应付短期债券	28.16	21.83	9.75
应付票据	1.53	0.33	0.78
应付账款	18.76	12.75	23.68
预收款项	2.46	0.57	0.53
其他应付款	7.23	5.15	6.02
流动负债合计	100.00	97.90	98.10
长期借款	0.00	2.10	1.90
非流动负债合计	0.00	2.10	1.90
权益类			
实收资本（股本）	100,500	100,500	100,500
资本公积	106,973	106,917	94,748
盈余公积	60,854	55,872	36,874
未分配利润	144,861	149,305	100,968
归属于母公司所有者权益	413,188	412,594	333,089
所有者权益合计	413,188	412,594	333,089

附件 3 上海美特斯邦威服饰股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
损益类			
营业收入	950,955	994,506	750,048
营业成本	527,280	555,226	409,454
销售费用	277,217	230,513	198,870
管理费用	26,510	34,091	32,472
财务费用	16,793	20,661	8,801
投资收益	-1,093	-839	0
营业利润	89,425	144,560	96,284
营业外收支净额	20,922	13,047	7,097
利润总额	110,347	157,606	103,381
所得税	25,389	37,006	27,596
净利润	84,958	120,601	75,785
归属于母公司所有者的净利润	84,958	120,601	75,785
占营业收入比 (%)			
营业成本	55.45	55.83	54.59
销售费用	29.15	23.18	26.51
管理费用	2.79	3.43	4.33
财务费用	1.77	2.08	1.17
营业利润	9.40	14.54	12.84
利润总额	11.60	15.85	13.78
净利润	8.93	12.13	10.10
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	285,648	97,666	-105,354
投资活动产生的现金流量净额	-38,636	-43,837	-85,136
筹资活动产生的现金流量净额	-285,912	-52,492	174,370

附件 3 上海美特斯邦威服饰股份有限公司主要财务指标（续表 3）

单位：万元

年 份	2012 年	2011 年	2010 年
财务指标			
EBIT	127,773	178,640	112,275
EBITDA	165,650	210,015	150,227
总有息负债	165,439	353,124	342,994
毛利率（%）	44.55	44.17	45.41
营业利润率（%）	9.40	14.54	12.84
总资产报酬率（%）	18.24	20.11	13.08
净资产收益率（%）	20.56	29.23	22.75
资产负债率（%）	41.03	53.55	61.21
债务资本比率（%）	28.59	46.12	50.73
长期资产适合率（%）	125.19	130.00	115.85
流动比率（倍）	1.29	1.21	1.09
速动比率（倍）	0.59	0.66	0.60
保守速动比率（倍）	0.22	0.23	0.21
存货周转天数（天）	155.86	165.60	151.68
应收账款周转天数（天）	30.79	37.91	33.87
经营性净现金流/流动负债（%）	75.86	19.91	-28.41
经营性净现金流/总负债（%）	74.87	19.51	-27.31
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	16.39	4.64	-11.85
EBIT 利息保障倍数（倍）	7.33	8.49	12.62
EBITDA 利息保障倍数（倍）	9.51	9.98	16.89
现金比率（%）	21.87	23.36	21.47
现金回笼率（%）	124.70	114.86	112.74
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00



附件 4 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. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
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. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$



23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

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。

大公评级展望定义：

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。

信用等级通知书

大公报 D【2012】1012 号

上海美特斯邦威服饰股份有限公司：

受贵公司委托，我对贵公司拟发行的总额不超过人民币 16 亿元且不超过发行时最近一期净资产的 40%、债券期限不超过 10 年的“上海美特斯邦威服饰股份有限公司 2013 年度公司债券”的信用状况进行了评估，评定本次债券信用等级为 AA，贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一三年五月二十七日