



上海美特斯邦威服饰股份有限公司 2013 年度第一期公司债券跟踪评级报告

大公报 SD【2014】208 号

跟踪评级

公司债券信用等级: **AA**

主体信用等级: **AA**

评级展望: 稳定

上次评级

公司债券信用等级: **AA**

主体信用等级: **AA**

评级展望: 稳定

本期发债额度: 8 亿元

上次评级时间: 2013.05

债券存续期间: 2013.10.25 -2018.10.25

跟踪评级观点

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”)主要从事品牌休闲服饰的设计、外包生产和销售。评级结果反映了未来我国服装消费市场空间仍将不断扩大,公司店铺形象持续升级,配发能力和整体运营效率不断提升等有利因素;同时也反映了我国休闲服饰行业国内外品牌的竞争压力将持续加大,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,公司营业收入及利润总额同比大幅度下降以及存在一定的存货跌价风险等不利因素。

综合分析,大公对美邦服饰 2013 年度第一期公司债券信用等级维持 AA,主体信用等级维持 AA,评级展望维持稳定。

有利因素

- 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仍将不断扩大;
- 2013 年以来,公司不断推进体验式购物模式,店铺形象持续升级将有利于提高公司的品牌形象;
- 公司仍保持较强的产品设计能力、完善的物流配送体系和信息管理系统,配发能力和整体运营效率不断提升。

不利因素

- 我国休闲服饰行业竞争激烈,国内外品牌的竞争压力将持续加大;
- 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;
- 2013 年,受终端零售市场低迷等因素影响,公司营业收入及利润总额同比大幅下降,对经营性净现金流造成不利影响;
- 公司存货在流动资产中占比较高,存在一定的存货跌价风险。

主要财务数据和指标

(人民币亿元)

项目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	68.47	67.07	70.06	88.82
所有者权益	39.50	37.74	41.32	41.26
营业收入	18.41	78.90	95.10	99.45
利润总额	1.39	4.87	11.03	15.76
经营性净现金流	5.89	9.84	28.56	9.77
资产负债率(%)	42.31	43.73	41.03	53.55
债务资本比率(%)	32.74	36.28	28.59	46.12
毛利率(%)	44.51	44.63	44.55	44.17
总资产报酬率(%)	2.52	9.16	18.33	20.20
净资产收益率(%)	2.70	10.74	20.56	29.23
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	17.65	29.50	85.61	29.27
经营性净现金流/总负债(%)	20.20	33.89	74.87	19.51

注:2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 赵娜

评级小组成员: 高悦

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一四年六月十六日

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。

跟踪评级说明

根据美邦服饰 2013 年度第一期公司债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司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，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

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，初始注册资本为人民币 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（股票名称“美邦服饰”，股票代码：002269）。2013 年以来经过三次股权变更，截至 2014 年 3 月末，公司实收资本为人民币 10.11 亿元，其中，上海华服投资有限公司（以下简称“华服投资”）持股 70.17%，自然人胡佳佳持股 8.96%，社会公众持股 20.87%；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、研发、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。公司目前拥有 Meters/bonwe 和 ME&CITY 两个品牌，形成了 MTEE、M. Jeans、M. Polar 及 M. Shooz 等产品系列以及独立童装品牌“MooMoo”、“ME&CITY kids”。此外，公司还推出了具有中国元素的鞋配饰品牌“祺 CH' IN”。

宏观经济和政策环境

2013 年以来，我国国民经济总体较为平稳，GDP 增速趋缓但经济结构调整效果开始初步显现；预计未来 1~2 年，经济下行压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，我国经济整体将保持平稳缓慢增长

2013 年，国民经济运行总体较为平稳，全年实现国内生产总值(GDP) 56.88 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；从 2013 年全年来看，受出口放缓、需求减弱和产能过剩等多重因素影响，上半年我国经济连续两个季度回落，一季度、二季度增速分别为 7.7%和 7.5%。为应对经济下行压力，国务院推出了一系列确保“经济运行在合理区间”的“稳增长”政策，进一步释放改革红利，加大结构调整力度，下半年经济开始企稳回升，三季度 GDP 增速增长至 7.8%；但受 2012 年高基数及季节性因素影响，四季度 GDP 增速同比小幅回落。分产业看，2013 年，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 6.3%、45.9%和 47.9%，第三产业生产总值占 GDP 的比重首次超过第二产业；2014 年一季度，第三产业生产总值占 GDP 的比重进一步提高到 49.0%，表明我国经济结构

调整效果开始初步显现。

2014年3月5日发布的《2014年政府工作报告》(以下简称“《报告》”)延续了十八届三中全会精神,一方面确定了“保持经济运行处在合理区间,守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限”的增长目标;同时,《报告》将2014年我国GDP增长目标设定为7.5%,同时固定资产投资增速目标下调至17.5%,进出口总额增速目标下调至8.5%,社会消费品零售总额增速目标仍为14.5%,明确对经济结构的进一步调整。另一方面,将进一步推进包括行政体制、财税体制、金融体制、社会体制、所有制经济、农村、城镇化和生态文明等全方位的改革。

总体而言,我国仍处于“增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段,经济下行的压力仍然存在,但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下,预计未来1~2年,我国经济整体将保持平稳缓慢增长。

行业及区域环境

2013年以来,随着我国城镇人口数量、人均可支配收入增长对城镇居民在服饰方面的消费支出的推动,服装消费的市场空间进一步扩大

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。2000~2013年,我国城镇居民人口从4.59亿增加到7.31亿,占总人口比重也从36.22%增加到53.73%,城镇化率进一步提高。2013年,我国城镇居民的人均可支配收入达24,565元,同比增长9.73%,增速较2012年下降2.90个百分点。

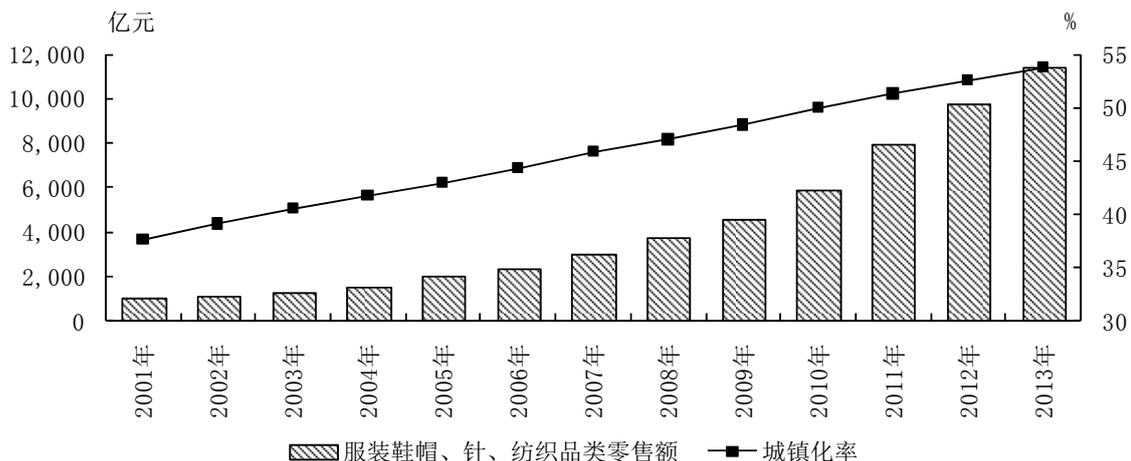


图1 2001~2013年我国城镇化率与服装类销售情况

数据来源:国家统计局、Wind资讯

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。2013年,我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类实现



零售额达 11,414 亿元，同比增长 16.74%，增速同比下降 6.18 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。2012 年以来，受国际市场需求减弱以及国内市场需求趋缓等因素影响，我国服装行业运行出现了一定程度的下滑，企业效益出现下降。从长期来看，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。

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和户籍制度的不断推进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、辅料等原材料价格的波动，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 2013 年末，我国纺织服装行业共 15,212 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，2013 年以来上海市宏观经济调控取得明显成效，上海自由贸易试验区的建立进一步加速上海及周边地区的经济发展

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，2013 年全国 35 个主要城市总部经济发展能力排行榜（2013）上海位列第二。据上海市统计局初步核算，2013 年上海实现生产总值 21,602.12 亿元，按可比价格计算，比 2012 年增长 7.7%。

分产业看，第一产业增加值 129.28 亿元，下降 2.9%；第二产业增加值 8,027.77 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 13,445.07 亿元，增长 8.8%。2013 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。

2013 年 8 月，国务院正式批准设立上海自由贸易实验区，放宽税收、外汇使用等优惠政策，从而促进商品、服务和资本、技术、人员等生产要素的自由流动，实现优势互补，进一步加速上海及周边贸易和投资的自由化。

经营与竞争

2013 年以来，受终端消费低迷及互联网电子商务的冲击，公司营业收入及毛利润持续下降，毛利率保持稳定

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。

2013 年，公司营业收入的同比减少 17.03%，其中直营店及加盟店收入均有所下降，主要是受宏观经济增速放缓影响、终端消费低迷所致。此外，随着消费市场全球化和互联网化的深度发展，传统服装零售企业受到电子商务网上业务以及移动互联网的颠覆性的冲击，公司的业绩出现较大幅度的下滑。

表 1 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司营业收入、毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1~3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	18.41	100.00	78.90	100.00	95.10	100.00	99.45	100.00
直营店	9.20	49.97	38.46	48.75	46.14	48.52	42.54	42.78
加盟店	9.06	49.21	39.82	50.47	48.43	50.93	56.53	56.84
其他	0.15	0.82	0.62	0.78	0.53	0.56	0.38	0.38
毛利润	8.20	100.00	35.21	100.00	42.37	100.00	43.93	100.00
直营店	4.51	55.07	19.77	56.13	21.59	50.96	21.46	48.85
加盟店	3.65	44.57	15.33	43.53	20.47	48.67	22.39	50.97
其他	0.04	0.36	0.11	0.34	0.31	0.37	0.08	0.18
毛利率	44.51		44.63		44.55		44.17	
直营店	49.02		51.40		46.79		50.46	
加盟店	40.29		38.50		42.27		39.60	

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年 1~3 月，公司营业收入同比下降 17.20%，公司毛利率同比上升 0.16 个百分点，其中直营店毛利率略有上升，主要得益于产品创新能力增强及店铺经营管理模式的转型；加盟店毛利率同比有所下降，主要是公司加大加盟商支持力度，适度降低加盟商提货折扣所致。

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成熟，同时直营店铺运营管理水平不断提高，公司毛利率将继续保持稳定。

公司在中国休闲服饰市场具有较高的知名度；公司不断推出新产品，符合消费者的消费需求和理念

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2 公司的品牌整合营销策略

名称	核心人群	品牌策略	价格定位	宣传策略	渠道策略
Meters/bonwe	16~30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
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	中高端	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	中高端	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16~30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、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。

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。

2013年以来，公司不断开发新产品，并进行跨界创意。2013年6月，公司推出“新能量科技绒”产品，在全国寻找10个有故事背景的普通人，以其背后的故事向消费者传递正能量概念，把正能量的内涵以及安全环保的理念融入公司新产品之中，吻合当下国民的消费需求和情感释放，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；公司不断推进体验式购物模式，店铺形象升级将有利于提高公司的品牌形象

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，加盟店铺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。

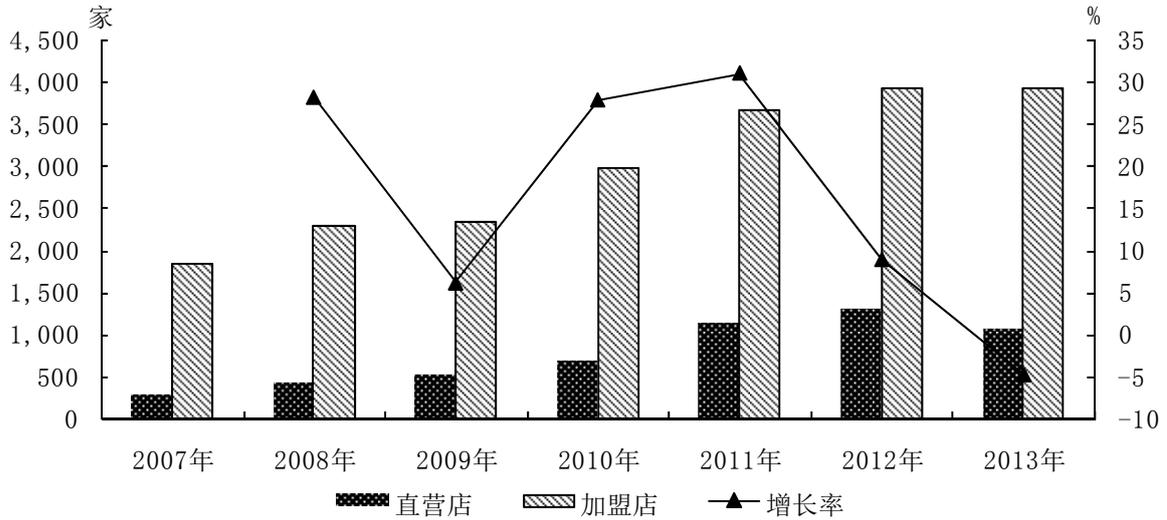


图 2 2007~2013 年公司店铺情况

数据来源: 根据公司提供资料整理

2013 年以来,公司店铺数量有所下降,截至 2013 年末,公司店铺数量为 4,882 家,较 2012 年末净减少 338 家,其中直营店铺减少 312 家,加盟店减少 26 家;2014 年以来,公司店铺数量持续下降,截至 2014 年 3 月末,公司店铺数量为 4,822 家,其中直营店铺减少 28 家,加盟店减少 32 家;为了应对经济下滑,自 2013 年起,公司以产品为核心推进转型,实行“关停并转”,逐步关闭亏损店铺,并进行店铺升级。公司推进“体验式”购物模式,2013 年以来已经在全国推出 6 家新概念体验店,通过不断调整产品结构来满足个性化需求;导购人员实行标准化管理,并加强终端店铺数据采集功能;公司产品的陈列方式进行大幅度调整,购物环境的设计不断提高消费者消费满意度及购物体验。预计到 2014 年末,公司将完成所有 Meters/bonwe 品牌直营店的转型,并逐步开始加盟店转型升级,公司品牌形象将得到进一步提高。

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,ME&CITY 品牌渠道拓展以购物中心为主、商场渠道为补充。公司建立了覆盖全国的营销网络,在中国休闲服饰市场具有较高的知名度。



公司设计工艺团队由 300 多人的专业设计人员和工艺专家组成，始终保持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 2014 年 3 月末，公司设计工艺团队由 300 多人的专业设计人员和工艺专家组成，公司具备年上市数千款各类休闲服饰产品的设计能力，产品设计能力较强。

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商店铺情况的独特性、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。

2013 年以来，公司重新整合了供应商，提高供应链管理水平和，有效地保证了供货及时性和产品质量；公司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新模式，配发能力和业务运营效率得到进一步提升

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。

2013 年以来，公司不断提高供应链管理水平和，对公司供应链组织架构及人才梯队进行调整，对原有的供应商进行梳理，增加了现货订货的比例，从而满足了公司产品供应的短线需求，提高了公司面对不断变化的市场需求的快速反应能力。此外，公司建立的多梯队的供应商模式，与外部贸易商进行合作。由于贸易商议价能力相对较强，公司在成本控制能力进一步增强。通过与贸易商合作，公司可以在全球范围内寻找供应商，供应商的生产能力、供货及时性以及产品质量有了较高的保证。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。

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，日配送能力超 50 万件，配发能力和效率得到进一步提高。

表 3 截至 2014 年 3 月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	3.70
成都区域配送中心	2009.07	23,000	18,967	4.40
广州区域配送中心	2009.06	17,000	30,624	5.60
上海总部六灶物流中心	2008.11	91,000	68,686	19.00
天津区域配送中心	2008.09	32,654	37,853	9.70
沈阳区域配送中心	2004.07	26,000	36,554	5.00
温州公司配送中心	2002.08	8,800	15,184	4.10
合计	-	223,454	236,267	51.50

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升。

公司治理与管理

公司于 2008 年 8 月 28 日在深圳证券交易所上市交易，2013 年以来经过三次股权变更，截至 2014 年 3 月末，公司实收资本为人民币 10.11 亿元，其中华服投资持股 70.17%，自然人胡佳佳持股 8.96%，社会公众持股 20.87%；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。

随着消费市场全球化和互联网化的深度发展，传统服装零售企业受到电子商务网上业务以及移动互联网颠覆性的冲击，面对挑战公司加快推动组织变革、供应链优化、产品创新和体验店铺重塑，全面融合线上线下业务，确立 O2O 发展战略等一系列变革措施。在品牌全面升级的同时，对盈利能力较差的直营渠道和加盟市场实施了关停并转，同时通过对上游供应链不断整合，对加盟订货通过降低期货比例增加现货保障帮助加盟商消化库存的同时增加货品时尚度和适销性。

公司采用直营和加盟相结合的模式建立了覆盖全国的销售网络；同时，公司不断进行店铺形象升级，公司的品牌形象得到提高；公司具备较强的产品设计能力，并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新模式。综合来看，公司在品牌服饰行业地位较高，具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2013 年及 2014 年 1~3 月财务报表，安永华明会计师事务所对公司 2013 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；公司 2014 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2013 年末，公司资产规模持续下降，资产构成以流动资产为主，存货在流动资产中占比有所下降，但仍存在一定的存货跌价风险；公司应收账款周转效率及存货周转效率逐年上升

2011~2013 年末，公司总资产分别为 88.82 亿元、70.06 亿元和 67.07 亿元。2013 年末公司总资产持续下降，主要是公司存货减少所致。2014 年 3 月末，公司总资产为 68.47 亿元，较 2013 年末略有上升。公司资产构成以流动资产为主，2013 年以来流动资产占比有所回升。

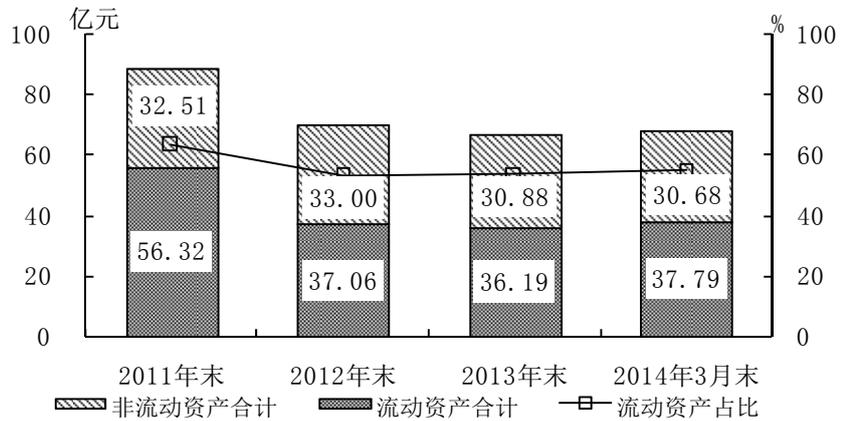


图 3 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货等构成。2013 年末，上述四项合计在流动资产中占比为 91.85%。

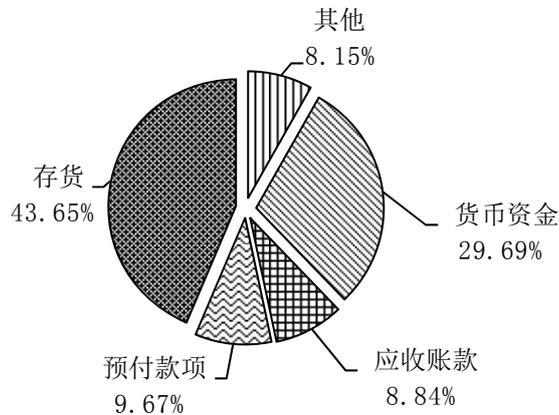


图 4 2013 年末公司流动资产构成情况

2013 年末，公司货币资金为 10.75 亿元，同比增加 70.95%，其中现金及银行存款占比 99.53%，其他货币资金占比 0.47%；货币资金大幅增加主要是由于公司发行公司债导致现金较为充裕。2014 年 3 月末，公司货币资金为 14.33 亿元，同比增加 33.36%，主要是由于前期销售货款回笼所致。

2013 年末，公司应收账款余额为 3.20 亿元，同比下降 31.20%，主要是公司加大应收账款的回收力度所，加盟市场零售终端现金回收状况较好所致。公司应收账款账龄在 1 年以内的占比 96.42%，回款风险不大，且应收账款已按账龄计提坏账准备 0.08 亿元；2014 年 3 月末，应收账款为 3.25 亿元，较 2013 年末略有增加。

2013 年末，公司预付款项为 3.50 亿元，同比增加 18.01%，主要是预付的店铺租金增加所致；2014 年 3 月末，公司预付款项为 1.87 亿元，较 2013 年末减少 46.52%，主要是期初预付的租金部分转入费用而减少，同时因购货而支付的预付款也有所下降所致。

2013 年末，公司其他应收款为 1.32 亿元，同比下降 57.47%，是由于年初应收的地方财政补贴大部分在本年度收回，主要包括店铺租赁押金、店铺备用金及应收补贴款等；2014 年 3 月末，公司其他应收款为 1.10 亿元，较 2013 年末下降 16.78%。

2013 年末，公司存货为 15.80 亿元，同比下降 21.25%，主要是公司继续采取积极策略消化库存货品，同时新品动销率提升所致。2014 年 3 月末，存货为 16.08 亿元，较 2013 年末略有上升；公司存货在流动资产中占比较高，已计提存货跌价准备，存在一定的存货跌价风险。

2011~2013 年，公司应收账款周转天数分别为 37.91 天、30.79 天和 17.90 天，由于公司加大应收账款回收利率，周转效率有大幅度提高，优于行业平均值¹；存货周转天数分别为 165.60 天、155.86 天和 147.75 天，随着公司库存消化力度的增加，公司存货周转效率逐年提高。2014 年 1~3 月，公司应收账款和存货周转天数分别为 15.75 天和 140.41 天，周转效率较 2013 年持续提高。

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。2013 年末，公司固定资产为 19.49 亿元，同比下降 6.34%；递延所得税资产为 4.86 亿元，其中资产减值准备 0.36 亿元，可抵扣亏损 3.15 亿元，主要是通过对公司范围内各个子公司逐一判断累计亏损（税务部门认可）是否可以在以后年度产生足够的利润弥补已确认的亏损，以可弥补亏损的应纳税所得额为限乘以预计可弥补亏损期间的用税率确认相应的递延所得税资产，抵消内部未实现利润 1.13 亿元，主要是公司内部合并抵消的交易中影响损益的金额确认递延所得税，预提费用 0.22 亿元；长期待摊费用为 1.83 亿元，同比减少 26.33%，主要是公司由于战略调整关闭部分店铺，其未摊销完

¹ Wind 资讯：2011~2013 年，服装、鞋、帽制造业应收账款周转天数平均值分别为 45.00 天、37.50 天及 36.36 天。

的装修费用一次性确认为营业外支出；无形资产为 1.70 亿元，同比减少 10.08%。2014 年 3 月末，公司非流动资产构成较 2013 年末变化不大。截至 2014 年 3 月末，公司康桥东路部分房产、六灶仓库房产及南昌胜利路房产用于抵押贷款，融资金额为 10.50 亿元，抵押权人为中国农业银行股份有限公司及民生银行股份有限公司，抵押最后到期日为 2017 年 1 月。

综合来看，2011~2013 年末，公司资产规模逐年下降，资产构成以流动资产为主，存货在流动资产中占比有所下降，但仍存在一定的存货跌价风险；公司应收账款周转效率及存货周转效率逐年上升。随着公司销售规模的不断扩大，公司资产规模将保持相对稳定。

资本结构

2013 年末，公司负债规模有所减少，负债结构仍以流动负债为主，流动负债占总资产比重大幅下降

2011~2013 年末，公司总负债分别为 47.57 亿元、28.74 亿元和 29.33 亿元；2014 年 3 月末，公司总负债为 28.97 亿元。2013 年以来，公司负债结构以流动负债为主，随着公司 2013 年第一期公司债的发行，公司流动负债占总资产的比重大幅下降。

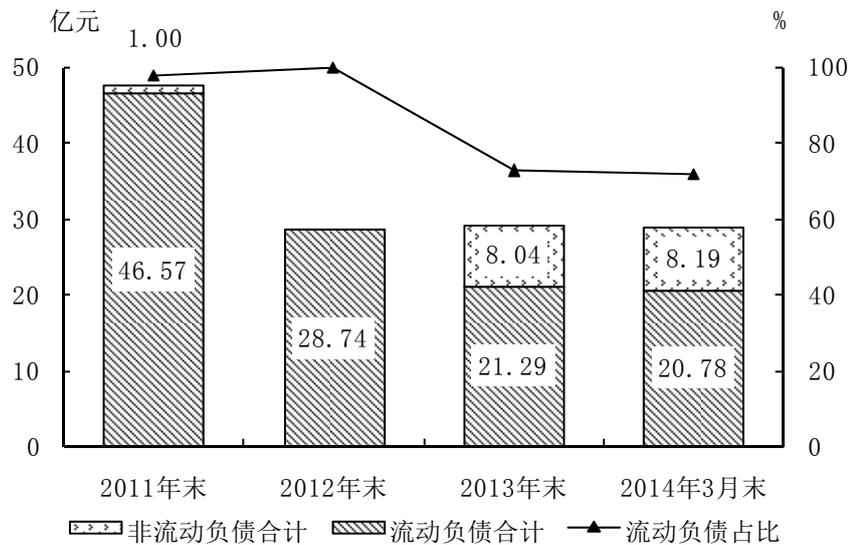


图 5 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债构成情况

公司的流动负债主要由短期借款、其他流动负债、应付账款、应交税费及其他应付款等项目构成。

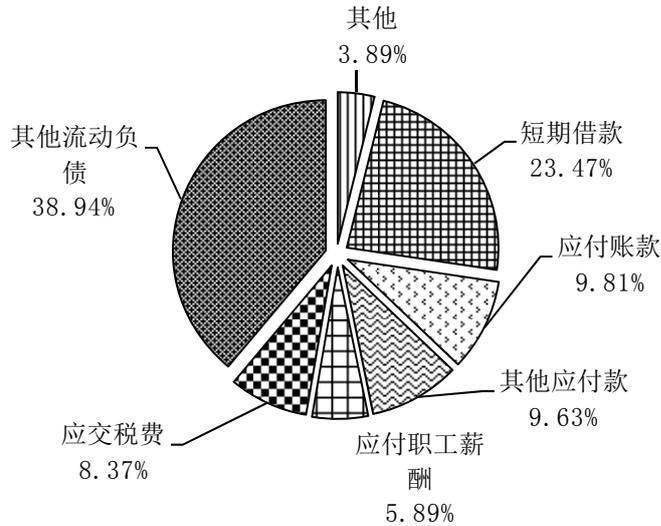


图6 2013年末公司流动负债构成情况

2013年末，公司短期借款为5.00亿元，同比下降37.09%，主要是公司偿还部分借款所致；应付账款为2.09亿元，同比下降61.29%，主要是由于公司总体采购规模有所下降所致；其他应付款为2.05亿元，同比无明显变化，主要为公司店铺押金及质保金以及预提租金等；其他流动负债为8.29亿元，公司归还了2012年发行的8亿元短期融资券，同时2013年发行8亿元短期融资券；应交税费为1.78亿元，同比大幅减少40.73%，主要是应交所得税减少所致；2014年3月末，公司短期借款为11.00亿元，较2013年末增加120.08%，主要是逐步进入秋冬生产供应高峰新增银行借款所致；应付账款为4.61亿元，较2013年末增加121.05%，主要是采购的夏装集中入库所致；公司其他流动负债为0，主要是2013年第一期8亿元短期融资券到期兑付所致；公司应交税费为1.48亿元，同比减少16.82%，主要是公司销售规模下降导致增值税减少所致；其他应付款为1.88亿元，略有下降。

2013年末，公司非流动负债全部为应付债券，由于公司发行2013年度第一期公司债，应付债券新增8.04亿元。

2011年以来公司总有息债务有所波动，占总负债的比重始终保持在50%以上，占比较高。2013年末，由于公司发行2013年度第一期公司债，长期有息债务新增8.04亿元。

表4 2011~2013年末及2014年3月末公司总有息债务及其构成情况

项目	单位	2014年3月末	2013年末	2012年末	2011年末
短期有息债务	亿元	11.04	13.45	16.54	34.31
长期有息债务	亿元	8.19	8.04	0.00	1.00
总有息债务	亿元	19.23	21.49	16.54	35.31
总有息债务占总负债比重	%	66.40	73.27	57.55	74.24

2013 年末，公司资产负债率、债务资本比率有所上升，长期资产适合率、流动比率及速动比率均有所上升。2014 年 3 月末，公司资产负债率略有下降。

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率 (%)	42.31	43.73	41.03	53.55
债务资本比率 (%)	32.74	36.28	28.59	46.12
长期资产适合率 (%)	155.43	148.25	125.19	130.00
流动比率 (倍)	1.82	1.70	1.29	1.21
速动比率 (倍)	1.04	0.96	0.59	0.66

2011~2013 年末，公司所有者权益分别为 41.26 亿元、41.32 亿元和 37.74 亿元。2013 年公司未分配利润为 10.95 亿元，同比略有减少，主要是公司派发 2012 年现金股利所致。2014 年 3 月末，公司所有者权益为 39.50 亿元，未分配利润为 12.02 亿元。截至 2014 年 5 月末，华服投资共持有公司股份 70,940 万股，占公司总股本的 70.17%，其中质押股份总数为 39,461 股，占公司总股本的 39.03%。

截至 2014 年 3 月末，公司无对外担保。

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

2013 年，公司营业收入及利润总额同比大幅下降，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波动

2011 年以来，公司营业收入持续减少；2013 年，公司营业收入同比减少 17.03%，主要是受服装消费终端市场低迷及电子商务冲击所致。2011 年以来，公司毛利率始终保持在 40%以上，稳定在较高水平。

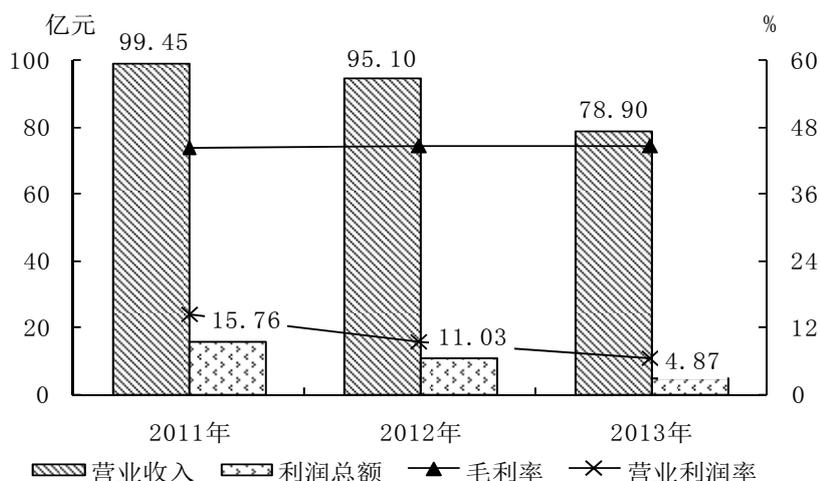


图 7 2011~2013 年公司收入和盈利情况

2013年，公司期间费用同比减少10.93%，期间费用占营业收入的比重提高至36.18%。其中，销售费用同比减少10.49%，主要是公司继续实行费用管控措施导致店铺租金及装修费减少所致；管理费用和财务费用同比分别下降1.51%及33.00%，主要是公司管理费用控制措施有效，同时融资规模相对下降所致。

表6 2011~2013年及2014年1~3月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2014年1~3月	2013年	2012年	2011年
销售费用	5.75	24.81	27.72	23.05
管理费用	0.56	2.61	2.65	3.41
财务费用	0.31	1.13	1.68	2.07
期间费用	6.62	28.55	32.05	28.53
期间费用/营业收入	35.95	36.18	33.71	28.68

2011~2013年，公司营业外收入分别为1.59亿元、2.28亿元和0.55亿元，公司营业外收入主要为违约金及罚没款收入以及政府补助。

2011~2013年，公司利润总额分别为15.76亿元、11.03亿元和4.87亿元；净利润分别为12.06亿元、8.50亿元和4.05亿元。2013年公司利润总额和净利润分别同比下降55.83%和52.27%，主要是公司营业收入下滑而期间费用没有相应大幅度减少所致。

2011~2013年，公司总资产报酬率分别为20.20%、18.33%和9.16%，净资产收益率分别29.23%、20.56%和10.74%。2013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持续下降。

2014年1~3月，公司实现营业收入18.41亿元，利润总额1.39亿元，净利润1.07亿元，同比分别下降17.20%、19.98%和15.30%，主要是由于经济放缓，终端零售市场低迷所致。

总体来看，公司收入及利润有所波动，2013年以来，公司收入及利润均有所下滑；公司毛利率始终维持在较高水平；总资产报酬率及净资产收益率持续下降。

现金流

2013年，公司收入及利润总额同比大幅下降，对经营性净现金流造成不利影响；2011年以来公司投资性现金净流出逐年减少，2013年公司筹资性现金净流出规模大幅下降

2013年，受公司净利润减少影响，以及应收票据的增加和应付账款减少影响，公司经营性净现金流同比大幅减少。公司营业收入及利润总额降幅同比大幅下降，对经营性净现金流造成不利影响。

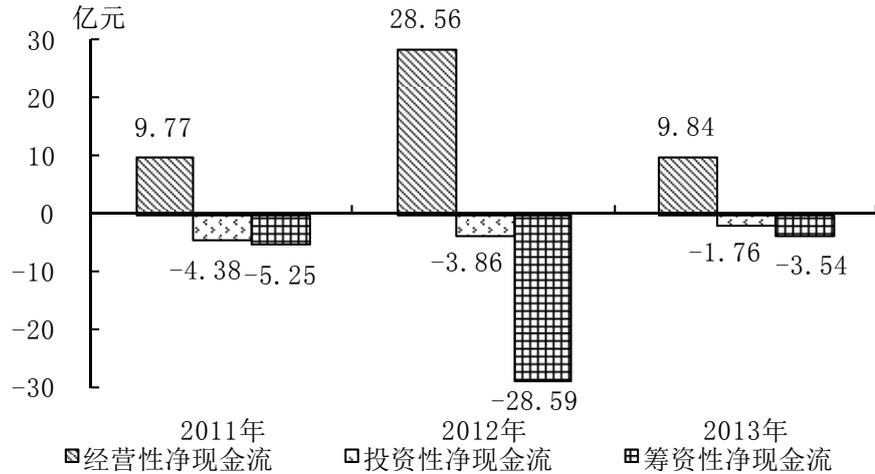


图8 2011~2013年公司现金流情况

2011~2013年，公司经营性净现金流有所波动，2013年以来经营性净现金流大幅减少，经营性净现金流对债务和利息的保障程度大幅下降。EBIT和EBITDA对利息的保障程度不断减弱。

表7 2011~2013年及2014年1~3月公司经营性净现金流对债务及利息的覆盖情况

指标	2014年1~3月	2013年	2012年	2011年
经营性净现金流/流动负债(%)	28.00	39.34	75.86	19.91
经营性净现金流/总负债(%)	20.20	33.89	74.87	19.51
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	17.65	29.50	85.61	29.27
EBIT利息保障倍数(倍)	5.18	18.42	38.50	53.78
EBITDA利息保障倍数(倍)	7.04	26.80	49.85	63.19

2011年以来，公司投资性现金流净流出规模逐年减小；受公司偿还借款规模减少影响，2013年筹资性现金流净流出规模有所减小。

2014年1~3月，公司经营性净现金流为5.89亿元，投资性净现金流为-0.54亿元，筹资性净现金流为-1.73亿元，经营性净现金流对债务及利息的保障程度持续下降。

预计未来1~2年，随着公司的收入和利润水平的提高，经营性净现金流对债务偿还的保障程度将有所增强。

偿债能力

2013年，公司营业收入同比减少17.03%，毛利率保持在40%以上，稳定在较高水平。2013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持续下降。2013年末，公司资产负债率、债务资本比率有所上升，长期资产适合率、流动比率及速动比率均有所上升。负债主要以有息债务为主，公司总有息债务占总负债的比重始终保持在50%以上。2013年以来经营性净现金流大幅减少，经营性净现金流对债务和利息的保障程度大幅下降。2014年以来，公司营业收入



同比有所下降，毛利率保持稳定；2014年3月末，公司资产负债率略有下降。2014年1~3月，公司经营性净现金流对债务及利息的保障程度持续下降。总体来看，公司偿还债务能力很强。

债务履约情况

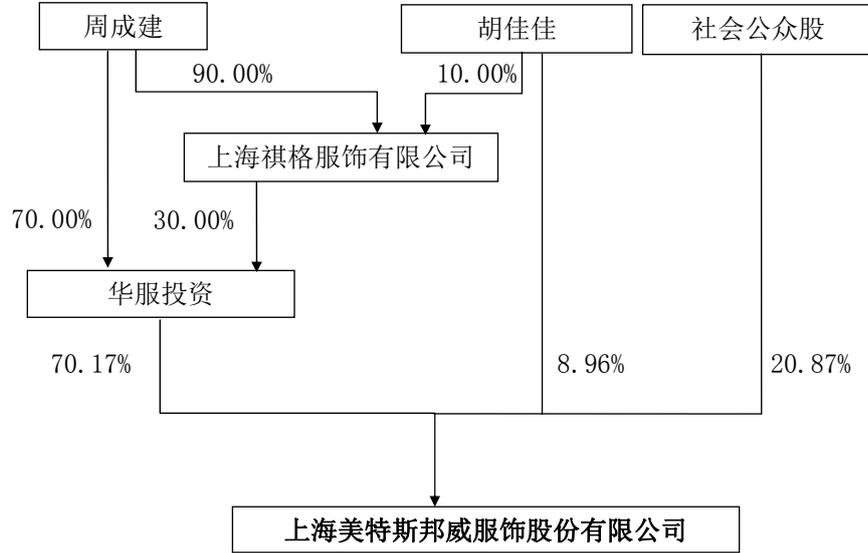
根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2014年6月4日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具到期本息均按期兑付，公司在债券市场发行的13美邦01及14美邦CP001尚未到兑付期。

结论

2013年以来，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的推动，服装消费的市场空间不断进一步扩大。美邦服饰在中国休闲服饰市场具有较高的知名度，产品设计能力始终保持在较强水平，能够贴合消费者对时尚和流行的消费需求。公司物流配送、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，公司毛利率始终保持在较高水平。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店销售模式产生一定的冲击，公司营业收入及利润总额同比大幅下降，对经营性净现金流造成不利影响。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成熟以及直营店铺运营管理水平不断提高，公司毛利率将继续保持稳定，大公对美邦服饰的评级展望维持稳定。

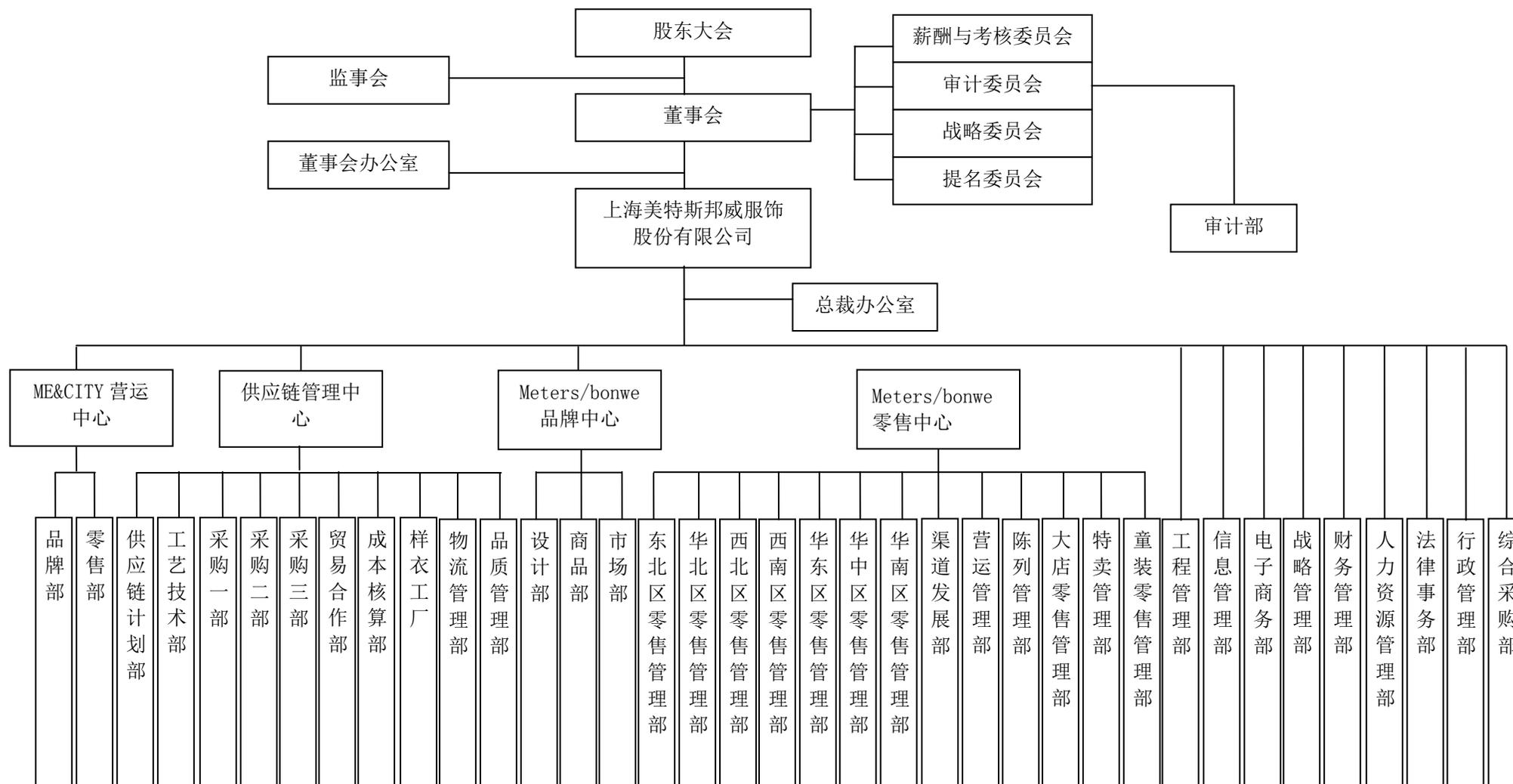


附件1 截至2014年3月末上海美特斯邦威服饰股份有限公司股权结构图



附件 2

截至 2014 年 3 月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	2014年3月 (未经审计)	2013年	2012年	2011年
资产类				
货币资金	143,305	107,460	62,862	108,763
应收账款	32,479	31,980	46,484	116,186
其他应收款	10,971	13,184	31,003	33,476
预付款项	18,714	34,991	29,651	48,770
存货	160,840	157,975	200,595	255,984
流动资产合计	377,871	361,907	370,595	563,179
固定资产	192,824	194,916	208,108	192,298
在建工程	1,985	1,973	2,671	15,392
无形资产	16,559	16,988	18,892	18,818
递延所得税资产	48,969	48,588	45,795	38,587
非流动资产合计	306,828	308,824	330,039	325,070
总资产	684,699	670,730	700,634	888,249
占资产总额比 (%)				
货币资金	20.93	16.02	8.97	12.24
应收账款	4.74	4.77	6.63	13.08
其他应收款	1.60	1.97	4.42	3.77
预付款项	2.73	5.22	4.23	5.49
存货	23.49	23.55	28.63	28.82
流动资产合计	55.19	53.96	52.89	63.40
固定资产	28.16	29.06	29.70	21.65
在建工程	0.29	0.29	0.38	1.73
无形资产	2.42	2.53	2.70	2.12
递延所得税资产	7.15	7.24	6.54	4.34
非流动资产合计	44.81	46.04	47.11	36.60

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	2014年3月 (未经审计)	2013年	2012年	2011年
负债类				
短期借款	109,971	49,968	79,442	236,931
其他流动负债	0	82,899	80,942	103,816
应付票据	473	1,617	4,391	1,555
应付账款	46,146	20,876	53,926	60,639
预收款项	8,503	6,661	7,064	2,720
其他应付款	18,760	20,509	20,790	24,517
流动负债合计	207,784	212,896	287,446	465,655
长期借款	0	0	0	10,000
应付债券	81,885	80,438	0	0
非流动负债合计	81,885	80,438	0	10,000
负债合计	289,669	293,333	287,446	475,655
占负债总额比 (%)				
短期借款	37.96	17.03	27.63	49.81
其他流动负债	0.00	28.26	28.16	21.83
应付票据	0.16	0.55	1.53	0.33
应付账款	15.93	7.12	18.76	12.75
预收款项	2.94	2.27	2.46	0.57
其他应付款	6.48	6.99	7.23	5.15
流动负债合计	71.73	72.58	100.00	97.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	2.10
应付债券	28.27	27.42	0.00	0.00
非流动负债合计	28.27	27.42	0.00	2.10
权益类				
股本	101,100	100,500	100,500	100,500
资本公积	112,387	106,009	106,973	106,917
盈余公积	61,369	61,369	60,854	55,872
未分配利润	120,174	109,519	144,861	149,305
归属于母公司所有者权益	395,029	377,397	413,188	412,594
所有者权益合计	395,029	377,397	413,188	412,594

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	2014年3月 (未经审计)	2013年	2012年	2011年
损益类				
营业收入	184,142	788,962	950,955	994,506
营业成本	102,178	436,832	527,280	555,226
销售费用	57,513	248,123	277,217	230,513
管理费用	5,629	26,109	26,510	34,091
财务费用	3,064	11,252	16,793	20,661
投资收益	0	-413	-1,093	-839
营业利润	11,199	51,772	89,425	144,560
营业外收支净额	2,734	-3,030	20,922	13,047
利润总额	13,933	48,742	110,347	157,606
所得税	3,279	8,194	25,389	37,006
净利润	10,654	40,548	84,958	120,601
归属于母公司所有者的净利润	10,654	40,548	84,958	120,601
占营业收入比 (%)				
营业成本	55.49	55.37	55.45	55.83
销售费用	31.23	31.45	29.15	23.18
管理费用	3.06	3.31	2.79	3.43
财务费用	1.66	1.43	1.77	2.08
投资收益	0.00	-0.05	-0.11	-0.08
营业利润	6.08	6.56	9.40	14.54
营业外收支净额	1.48	-0.38	2.20	1.31
利润总额	7.57	6.18	11.60	15.85
所得税	1.78	1.04	2.67	3.72
净利润	5.79	5.14	8.93	12.13
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	58,894	98,420	285,648	97,666
投资活动产生的现金流量净额	-5,370	-17,551	-38,636	-43,837
筹资活动产生的现金流量净额	-17,334	-35,448	-285,912	-52,492

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	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
财务指标				
EBIT	17,270	61,459	127,773	178,640
EBITDA	23,506	89,430	165,650	210,015
总有息负债	192,328	214,921	165,439	353,124
毛利率 (%)	44.51	44.63	44.55	44.17
营业利润率 (%)	6.08	6.56	9.40	14.54
总资产报酬率 (%)	2.52	9.16	18.24	20.11
净资产收益率 (%)	2.70	10.74	20.56	29.23
资产负债率 (%)	42.31	43.73	41.03	53.55
债务资本比率 (%)	32.74	36.28	28.59	46.12
长期资产适合率 (%)	155.43	148.25	125.19	130.00
流动比率 (倍)	1.82	1.70	1.29	1.21
速动比率 (倍)	1.04	0.96	0.59	0.66
保守速动比率 (倍)	0.70	0.51	0.22	0.23
存货周转天数 (天)	140.41	147.75	155.86	165.60
应收账款周转天数 (天)	15.75	17.90	30.79	37.91
经营性净现金流/流动负债 (%)	28.00	39.34	75.86	19.91
经营性净现金流/总负债 (%)	20.20	33.89	74.87	19.51
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	17.65	29.50	16.39	4.64
EBIT 利息保障倍数 (倍)	5.18	18.42	7.33	8.49
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	7.04	26.80	9.51	9.98
现金比率 (%)	68.97	50.48	21.87	23.36
现金回笼率 (%)	117.43	118.56	124.70	114.86
担保比率 (%)	0.00	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² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

² 一季度取 90 天。

³ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+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。