

信用评级报告



联合信用评级有限公司
China LianHe Credit Rating Co., Ltd.

信用等级通知书

联合评字[2012]096 号

希努尔男装股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟发行的 2012 年公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司 2012 年度企业主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；贵公司拟发行的 2012 年公司债券信用等级为 AA。

特此通知


联合信用评级有限公司
信评委主任：[Signature]

分析师：张连娜 高文虎

二零一二年九月十三日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

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

信用等级公告

联合[2012]096 号

希努尔男装股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对希努尔男装股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

希努尔男装股份有限公司主体长期信用等级为 AA

希努尔男装股份有限公司拟发行的 2012 年公司债券信用等级为 AA

特此公告



分析师：张连娜 高文亮

二零一二年九月十三日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）
电话：022-58356998
传真：022-58356989
<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

希努尔男装股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告



本次公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方: 新郎希努尔集团股份有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

发行规模: 不超过 7.5 亿元

债券期限: 不超过 5 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 9 月 13 日

主要财务数据

发行人

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
资产总额(亿元)	9.59	23.21	22.30	23.77
所有者权益(亿元)	4.46	18.59	19.58	19.34
长期债务(亿元)	0.20	2.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	3.11	3.10	1.08	2.02
营业收入(亿元)	8.50	10.03	11.48	5.54
净利润(亿元)	1.11	1.44	1.99	0.75
EBITDA(亿元)	1.71	2.31	3.01	1.21
经营性净现金流(亿元)	2.18	0.98	0.84	0.11
营业利润率(%)	37.38	38.87	42.16	42.67
净资产收益率(%)	26.64	12.46	10.43	3.88
资产负债率(%)	53.49	19.90	12.21	18.65
全部债务资本化比率(%)	41.06	14.28	5.22	9.44
流动比率	1.17	7.42	5.91	3.84
EBITDA 全部债务比	0.55	0.75	2.79	0.60
EBITDA 利息倍数(倍)	15.81	18.97	31.87	70.37
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.23	0.31	0.40	0.16

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
资产总额(亿元)	22.86	43.15	46.73	50.65
所有者权益(亿元)	6.55	23.40	27.24	28.50
营业收入(亿元)	9.56	13.58	13.14	6.96
净利润(亿元)	0.85	1.48	1.62	1.29
资产负债率(%)	71.33	45.78	41.70	43.73

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; ②本报告财务数据及指标计算均为合并口径; ③公司 2012 年半年报财务报表未经审计, 相关财务指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对希努尔男装股份有限公司(以下简称“公司”或“希努尔男装”)的评级反映了公司作为国内主要的服装生产企业之一, 主业突出, 多年来坚持以男士正装品牌为主打的经营策略, 逐步形成了在生产规模、技术及工艺、品牌知名度、营销策略、区域网络建设等方面的优势。同时, 联合评级也关注到服装行业竞争激烈、成本上升、公司销售网络覆盖率相对较低、布局不均衡等因素对公司基本面产生的不利影响。

2010 年公司成功上市后, 整体竞争力进一步提升。目前公司资产规模中等, 资产质量较高, 债务负担较轻, 盈利能力和偿债能力较强。随着公司经营规模的进一步扩大, 未来盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由新郎希努尔集团股份有限公司(以下简称“新郎希努尔集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新郎希努尔集团经营规模较大, 其所提供的担保对本次债券信用状况具有积极的影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司拥有目前国内规模最大的男士正装生产基地, 形成了一定的规模优势。
2. 公司是国内知名的服装生产企业之一, 在国内市场尤其是北方市场具有较高的知名度和客户认可度。
3. 公司主业突出, 多年来坚持以男士正装品牌为主打的经营策略, 盈利能力在同行业中处于较好水平。

4. 公司现有债务负担较轻，为进一步融资提供了空间。

关注

1. 服装行业进入门槛较低，市场竞争激烈；公司主导产品所在的中档男士服装市场面临较大的市场竞争压力。
2. 相对于同行业竞争对手，目前公司销售网络覆盖率仍有待提高，销售终端区域发展不平衡的状况也有待改进。
3. 公司销售终端中加盟商比例较高，终端销售网络的稳定性一般，进而影响公司盈利的稳定性。

分析师

张连娜 高文亮

电话 022-58356917

邮箱 zhangln@lhcrs.com

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: //www. lianhecreditrating. com. cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与希努尔男装股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与希努尔男装股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因希努尔男装股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由希努尔男装股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

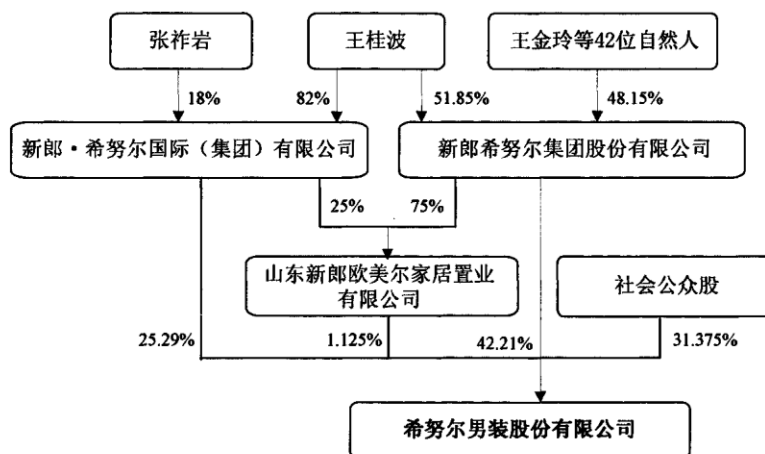
希努尔男装股份有限公司 2012 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

希努尔男装股份有限公司（以下简称“公司”或“希努尔男装”）前身为诸城普兰尼奥服饰有限公司（外商独资企业），由新郎·希努尔国际（集团）有限公司于2003年12月设立，初始注册资本50万美元，后历经多次股权转让、增资、转增、资产重组等，并由外商独资企业变更为中外合资企业，2008年7月27日，新郎希努尔集团股份有限公司（以下简称“集团”或“新郎希努尔集团”）等9家发起人协定以整体变更的方式发起设立希努尔男装股份有限公司，注册资本15,000万元。

2010年10月，经中国证券监督管理委员会“证监许可[2010]1126号”文核准，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A股）5,000万股，其中网下配售1,000万股，网上发行4,000万股，并于2010年10月15日在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称“希努尔”，股票代码：002485）。发行后公司注册资本为20,000万元，股份总数20,000万股。2012年5月公司以资本公积金向全体股东每10股转增6股，注册资本增至32,000万元，截至2012年6月底，其中有限售条件的流通股份A股21,960万股，无限售条件的流通股份A股10,040万股。公司控股股东为新郎希努尔集团，持股42.21%；公司实际控制人为王桂波先生，总计间接持有公司43.29%的股权，股权结构相对集中（详见下图）。

图1 截至2012年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：高中档西服、衬衣及服饰的制造；销售公司制造的产品；面辅料的物理测试和理化检测；公司商品的周转及服务；以特许经营方式从事商业活动。公司主营业务为西服、衬衫等男士系列服饰产品的生产和销售，属于纺织服装业，产品主要定位为中档男士系列服饰。

目前公司设有总经理办公室、生产中心、采购中心、销售中心、研发中心、物流中心、财务管理部、品牌策划部、企业管理部、人力资源部等10个职能部室（详见附件1），拥有分公司36家，除希努尔男装股份有限公司检测中心（面料、辅料测试和检测）外，其余均为公司在各地所设的销售分支机构。截至2012年6月底，公司拥有在职员工4,508人。

截至2011年底，公司合并资产总额223,046.39万元，负债合计27,232.74万元，所有者权益（含少数股东权益）合计195,813.65万元。2011年公司实现合并营业收入114,779.71万元，净利润（含少数股东损益）19,907.07万元；经营活动产生的现金流量净额8,350.61万元，现金及现金等价物净增加额-91,901.24万元。

截至2012年6月底，公司合并资产总额237,681.24万元，负债合计44,322.53万元，所有者

权益（含少数股东权益）合计 193,358.70 万元。2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 55,424.80 万元，净利润（含少数股东损益）7,545.05 万元；经营活动产生的现金流量净额 1,056.90 万元，现金及现金等价物净增加额-20,409.09 万元。

公司注册地址：山东省诸城市东环路 58 号；法定代表人：王桂波。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“希努尔男装股份有限公司 2012 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次公开发行公司债券规模为不超过 75,000 万元，分期发行，其中第一期发行规模为 4 亿元；本次债券存续期限不超过 5 年，其中第一期发行期限为 5 年（附第三年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。本次公司债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

新郎希努尔集团为本次债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

根据 2012 年 9 月 7 日公司第一次临时股东大会通过的《关于发行公司债券的议案》，本次债券的募集资金在扣除发行费用后，主要用来优化公司债务结构、偿还银行贷款和补充流动资金。

三、行业分析

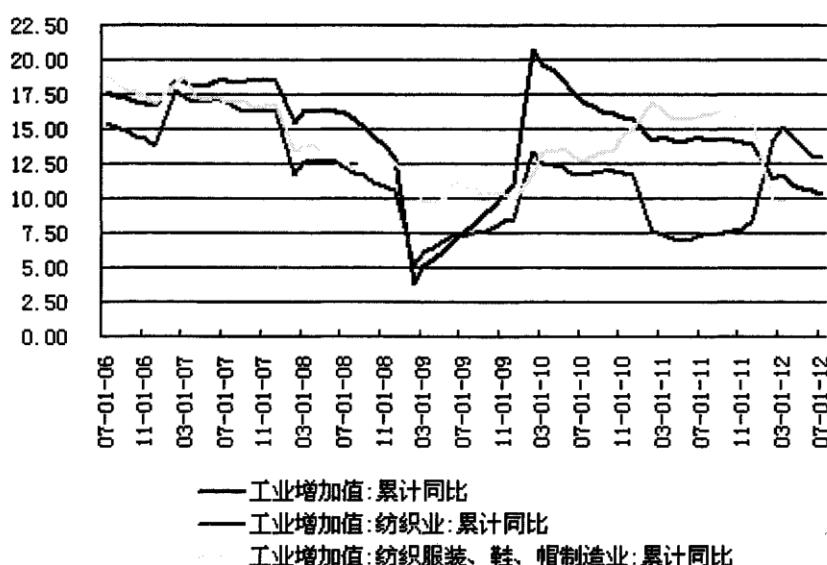
公司主营业务为西服、衬衫等男士系列服饰产品的生产和销售，属于纺织服装行业，产品主要定位为中档男士系列服饰。

1. 行业概况

纺织服装行业是纺织工业的细分子行业，产品位于纺织工业产业链中后端，服装产品主要面对终端消费者。作为传统民生产业，纺织服装行业与民众生活关联度较大，长期以来在国民经济中占有重要地位。2001 年加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，我国承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，成为全球纺织服装的生产和出口大国。

从行业发展趋势看，经历了 2008 年的金融危机之后，随着多项扶持政策的出台和内销市场的需求增加，纺织服装行业于 2009 年下半年出现复苏态势，行业产值和利润水平出现恢复性增长；进入 2010 年，随着出口市场的进一步复苏，纺织服装行业呈现产销两旺势头，全行业工业增加值进一步提升。如下图所示，2009 年以来我国纺织服装行业总产值保持了较好的增长态势，行业增长速度超 GDP 增速。截至 2011 年底，从纺织业工业增加值累计同比增长情况看，纺织服装、鞋、帽制造业的工业增加值累计同比优于纺织业的整体增长。但受国际市场低迷、原材料价格波动、要素成本大幅度上升、资金短缺等因素影响，2011 年中国纺织服装行业各项经济指标增速趋缓，出口数量和行业利润增速下滑尤为突出。进入 2012 年，在国际市场持续低迷、国内市场增速放缓、生产要素成本进一步上升的背景下，上半年中国纺织服装行业运行整体呈下滑态势，预计受宏观环境影响，短期内我国纺织服装行业将延续目前的发展态势。

图2 2006年7月~2012年7月我国工业增加值增长率情况 单位：%

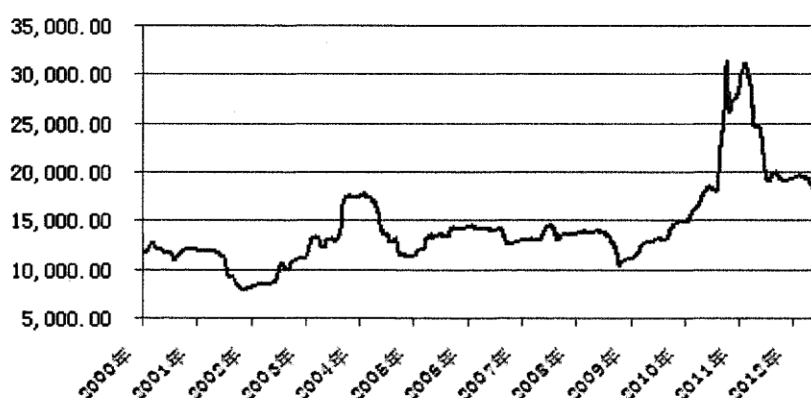


数据来源：同花顺

2. 上游原料

服装上游原料主要来自各类纺织面料，其中棉花价格是影响面料成本的重要因素。受国际棉花种植形势、天气因素和供需形势的综合影响，棉花价格自2008年11月以来一路上涨，这种涨势一直持续到2010年下半年，最高价格达到31,302元/吨。进入2011年，随着主要产棉国中国、印度、美国对棉花种植的政策扶植、科技支持和税收减免对棉花播种面积产生的积极作用，棉花价格下降趋势明显。截至2012年6月底，国内328棉花现货价已回落到18,500元/吨左右，但仍处于较高水平，并与国际棉价形成了严重的倒挂，而进口棉因配额使用问题，难以有效填补国内需求。根据中棉所和美国农业部对国内棉花供给的研究显示，一段时期内我国棉花仍存在一定供给缺口，可以预计未来棉花的价格持续走低可能性比较小，而价格出现回升的可能性较大。

图3 2000年以来棉花（328）价格变化情况 单位：元/吨

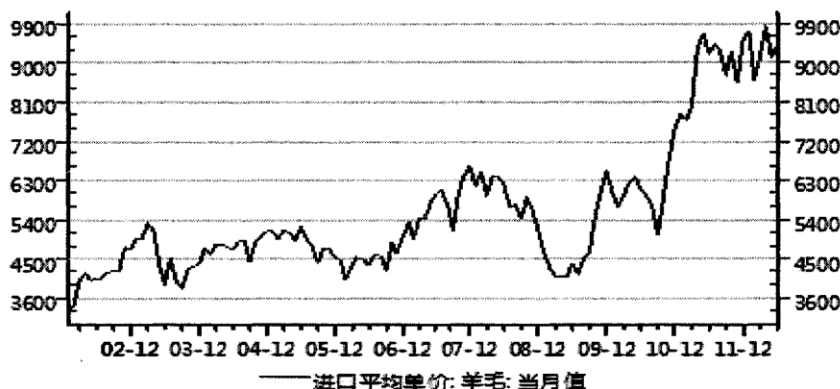


数据来源：wind资讯。

除棉花价格外，与纺织服装行业关系较大的是羊毛价格，近年羊毛价格上涨趋势明显。我国是世界上最大的羊毛进口国、生产加工国和消费国，是全球毛纺行业的决定力量。自2008年金融危机爆发以来，我国毛纺企业都在努力压缩库存，而2010年以来毛纺行业有较快的恢复和增长，尤其是国内的需求恢复较快，造成羊毛需求增加，而世界羊毛产量处于低位，短期内供需不平衡是造成羊毛价格上涨的一个主要原因。另一个重要原因是由于美元贬值以及世界范围的流动性过

剩导致资金涌向大宗市场，造成农产品价格大幅度上涨，在2010年年中棉花等快速上涨之时，相对而言羊毛还处于一个低位。受棉花等纺织原料上涨的影响，自2010年10月起羊毛价格也开始随之飞速向上。同时由于澳币/美元汇率的不断升值，更是推高了以美元计价的羊毛价格。以进口羊毛为例，2011年进口羊毛价格达9,503.38美元/吨，较年初上升45.60%，2012年上半年羊毛价格仍维持在高位震荡（见下图）。

图4 2002~2012年6月进口羊毛平均单价 单位：美元/吨



数据来源：wind资讯

此外，近年国内纺织服装企业生产要素成本持续上涨。2010年以来国内燃料动力成本的通胀预期加剧，水、电价格均呈明显上涨趋势；同时，纺织服装企业用工成本增加明显，抽样显示八成以上企业用工短缺，工资涨幅15%以上，招工难、工人流动性大和职工生活待遇提高等因素，均使企业用工成本呈现刚性上升趋势。

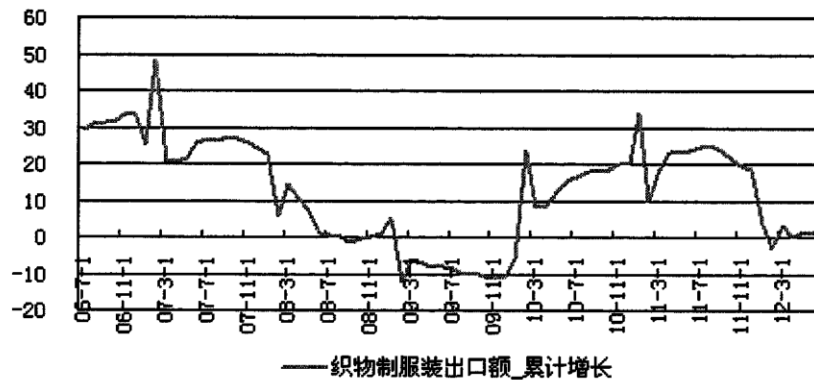
3. 下游需求

目前纺织服装行业的下游需求来自于出口和内销两大方面。随着国民经济的快速发展，我国已成为全球增长最快的服装消费市场和第一大服装消费国。2000年以来，随着收入和生活水平的提高，国内消费者对服装产品的质量和品位要求不断提高，我国服装行业开始进入个性化、多元化和时尚化消费的时代，内销份额逐步替代出口成为主要需求来源。

（1）国际市场

受2008年金融危机的影响，加之国内人民币对美元汇率持续高位，纺织服装行业需求整体萎缩。2009年以来，随着国内外宏观经济的复苏，加之国家相继出台提高出口退税率的系列优惠政策，纺织服装行业整体运行状况得到改善。进入2010年以来，随着我国与东盟、非洲等自由贸易伙伴的建设、全球经济增长的多元化和出口企业经历金融危机后主动向新兴市场拓展的步伐加快，我国纺织服装出口超预期，出口市场结构和宏观环境持续改善（如下图）。2011年这种趋势得以延续，截至2011年底，织物制服装出口额为1,288.81亿美元，同比增长18.40%。

图5 2006年7月~2012年6月我国织物制服装出口额累计增长情况 单位：%



数据来源：同花顺

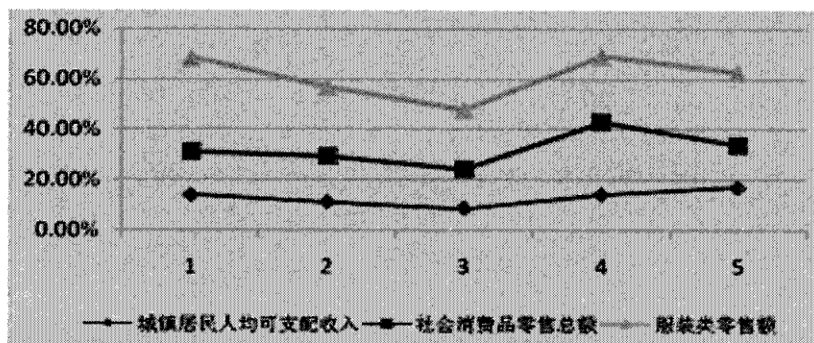
2012年上半年，纺织品服装出口再次面临不利局面。在欧债危机、美债危机阴影下，世界经济整体下滑，对外需依赖性强的纺织品服装出口受到沉重打击。与此同时，国内经济增速回落，成本上升、棉价倒挂等因素导致纺织行业生产减速、企业效益下降、出口竞争力减弱。上半年出口增幅不足2%，其中1、2、4、6月单月出口与上年同比出现负增长。

(2) 国内市场

我国国内的市场容量是巨大的。我国有13亿人口，拥有全球最大的消费市场，13亿人口的服装消费需求，是中国纺织服装行业长期发展的有力保障。

伴随着中国经济的持续发展，经济总量的不断提升，我国人均收入水平也在不断提高。根据国家统计局的统计，2006年~2011年我国城镇居民人均可支配收入自11,759.50元增至21,809.80元，年均增长率为10.99%。同时期，中国农村居民纯收入增速较快，2011年全国农村居民人均纯收入6,977元，比上年增加1,058元，增长17.9%。

图6 2007~2011年我国城镇人均可支配收入、社会销售总额与服装类零售额增速比较



数据来源：同花顺

2006年~2011年，随着我国居民整体收入水平的提高，我国社会消费品零售总额自76,410亿元增加至183,919亿元，年均增长速度为16.08%。2006年~2011年我国服装鞋帽、针纺织品零售额年均增速为23.70%；2011年零售额实现5,713亿元，同比增长37.13%。通过上图我国城镇人均可支配收入、社会销售总额与服装类零售额增速对比所示，随着收入水平的提高，消费者将更多的支出投入到社会消费品销售总额中，在社会消费品销售总额中服装零售增速明显。

如上所述，收入水平的提高能够显著提升消费者的消费欲望，而另一个影响消费欲望的因素就是消费者的预期。2012年以来，受国际市场持续低迷，国内市场需求增长放缓的影响，我国消费者收入预期有所下降。而数据显示，2012年1~5月全国限额以上企业（单位）商品零售额中，服

装鞋帽、针纺织品零售额同比增长16.2%，增速比上年同期下降了7.3个百分点。

4. 市场竞争

我国纺织服装业整体属传统制造业，行业集中度较低，由于进入壁垒低，业内竞争较为激烈。从竞争格局上看，目前外国品牌在高端市场具有较大的垄断性，其竞争力主要体现在品牌管理、服装设计、生产工艺等方面；而国内服装企业主要定位于中低档产品生产和服装出口加工，竞争力主要来源于国内销售网络、人工成本、产品质量以及生产规模等方面。随着我国经济的发展和国内纺织服装消费能力的增长，一批知名的品牌服装制造商脱颖而出，在一定程度上提升了产业价值，其中以雅戈尔、七匹狼等厂商为代表的品牌男装企业发展迅猛（具体见下表）。

表1 国内主要品牌男装上市企业2011年主业概况

名称	区域	服装收入 (亿元)	增长率	毛利率
雅戈尔	浙江宁波	61.33	1.57%	45.41%
七匹狼	福建晋江	26.52	29.87%	42.99%
九牧王	福建泉州	22.54	34.97%	55.79%
报喜鸟	浙江温州	19.44	63.26%	59.47%
杉杉股份	浙江宁波	16.95	10.92%	24.92%
希努尔	山东诸城	11.47	15.18%	43.07%
凯诺科技	江苏江阴	10.54	31.16%	39.99%
红豆股份	江苏无锡	8.15	45.44%	26.63%
步森股份	浙江诸暨	7.12	33.15%	30.56%
凯撒股份	广东汕头	4.13	10.50%	56.65%

资料来源：联合评级搜集整理。注：此处毛利率=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入。

从细分情况看，服装市场按性别、年龄和产品属类有不同划分，不同的细分市场竞争程度也有差异。如女装市场，由于众多企业和资源进入该市场，竞争最为激烈，国内主要各品牌之间差距不大；而对于男装市场，其不同档次产品市场定位明确，品牌集中度相对较高，但近年来随着各地新品牌层出不穷，市场竞争也愈加激烈。产品属类方面，目前国内正装和休闲装处于市场成熟期，商务休闲系列成为近几年国际消费市场中越来越推崇的着装方式，众多企业也不断加大在此品类中的投入，未来将成为细分产品竞争的焦点。

近年来不少国内出口型服装企业纷纷转向国内市场，内销市场竞争呈现加剧态势。未来在国家积极扩大内需的政策推动下，国内消费市场的增长潜力将吸引更多的国内外服装企业进入内销市场，从而加剧国内内销市场竞争，可能会影响业内企业整体盈利能力。

5. 行业政策

（1）出口退税率的提升缓解了出口企业短期经营压力

2008年下半年以来，为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织服装行业的冲击，国家税务总局和财政部已先后4次上调出口退税比例，从原来的11%上调至16%（见下表）。短期来看，出口退税率的提高对改善国内出口型纺织服装企业的经营效益产生了积极影响，增强了企业产品在经济危机形势下的国际竞争力。但提高出口退税的政策只能部分缓解国际需求波动带来的影响，难以从根本上提升企业的核心竞争力。随着整体经济环境的变化，未来出口退税率政策还会有下调的可能，出口型企业需要从提高产品附加值、加大产品结构升级等方面提升内在竞争力。

表2 2008年以来纺织服装行业出口退税情况一览

政策名称	执行日期	调整内容
关于调整纺织品服装等部分商品出口退税率的通知	2008年8月	从11%到13%
关于提高部分出口退税率的通知	2008年11月	从13%到14%
纺织业振兴规划	2009年3月	从14%到15%
关于提高轻纺、电子资讯等商品出口退税率的通知	2009年4月	从15%到16%

资料来源：联合评级搜集整理

（2）纺织工业相关规划的出台为未来行业发展奠定了良好基调

2009年2月，国务院常务会议审议通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：①统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；②加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；③加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；④优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；⑤加大财税金融支持，提高出口退税率。

《纺织工业“十二五”规划》提出了“十二五”纺织工业发展的指导思想、发展目标、重点任务和政策措施，突出了结构调整、自主创新、品牌建设和可持续发展等重点内容，成为未来五年纺织工业发展的指导性文件和实现纺织强国目标的行动纲领。

在规划的引导下，行业内优质企业将凭借资金、规模、客户优势和抗风险能力获得高于行业平均水平的增长速度，竞争优势有望得到进一步增强。

6. 行业关注

（1）原料、劳动力等成本上升加大了企业运营压力

我国服装行业一直以廉价劳动力作为其竞争优势之一，近几年劳动力成本上升对服装企业的影响不断加深，加之燃料、电力和原材料价格上涨导致企业生产成本不断增加，而产品价格上涨相对滞缓，业内企业的盈利空间被压缩，中小企业经营压力较大。尤其是2010年以来，原材料棉花价格大幅增长，相应带动棉布等面料价格有所上涨，加大了企业运营成本，行业盈利受到一定制约。尽管2011年以来棉花价格下降明显，但仍处于较高水平，且预计未来棉花价格回升的可能性较大。

（2）人民币升值压缩了出口型纺织服装企业利润空间

人民币升值对于纺织服装这种出口比重大、平均利润率低的行业来具有很大压力。根据中央财经大学银行业研究中心的研究，约57%的中小型出口企业税后利润率集中在5%以内，尤其是纺织、服装、鞋、帽等劳动密集型企业。上述企业出口依存度高且附加值低，主要以价格为竞争手段，出口价格弹性较低，降价空间很小。人民币升值将不断压缩纺织服装行业的盈利空间，特别是对于部分以中低档为主的中小企业影响更大。

（3）国际贸易环境仍存在不利因素

我国纺织服装业面临国际贸易环境存在较多不利因素。一方面是反倾销、反补贴、技术壁垒等各种手段将成为未来较长一段时间长期存在的贸易壁垒。截至2011年底，中国已经连续17年成为全球遭受反倾销调查最多的国家，纺织行业贸易摩擦案件较多；在全球对华纺织业发起的178起贸易救济调查中，121起案件涉及纺织品，占案件总数的67.98%；59起案件涉及服装，占案件总数的33.15%。另一方面，欧洲主权债务危机影响仍在蔓延，国际金融危机的后续影响还在继续显现，国际市场持续低迷且前景存在较大不确定性。

(4) 技术创新水平仍有待提升

在欧美国家，纺织服装企业的研发投入一般占销售收入的3%~5%，最高可达10%，而我国纺织服装企业长期以来对技术研发的投入严重不足，研发费用占主营收入的比重平均不到1%，全行业真正自主创新的比例不到10%。研发投入的不足使得我国纺织服装产品结构性产能过剩（低档产品过剩，中高档产品缺乏），产品原创能力差、劳动生产率水平低和缺乏有影响力的国际自主品牌。

7. 未来发展

(1) 重视品牌贡献率已成为行业共识

我国服装工业从上世纪80年代开始大规模加入全球产业链分工以来，经历了从一般的加工到贴牌生产，到自己设计制造，再到自有品牌制造的路径。品牌作为无形资产，在产品高度同质化、行业竞争日益激烈的今天，已成为企业竞争力的核心，支持着企业的可持续发展。通过塑造品牌的功能、文化、情感等内涵，提高品牌的价值度、忠诚度和影响力，不断提高品牌附加值，提高品牌对企业利润的贡献率在行业内日益成为共识。

(2) 渠道终端竞争成为关注焦点

面对日益竞争的市场环境，服装企业逐渐向二、三级城市加大对渠道终端的争夺。一线城市中一类商业圈的店铺资源有限，租赁成本较高，并且是各行业企业争夺的目标，店铺竞争激烈，因此，二、三线城市甚至乡镇农村将是未来众多服装品牌企业渠道拓展的主要区域。服装企业在渠道终端竞争中不只是在渠道数量的争夺上，更多将会在渠道终端的质量上展开竞争。渠道终端和消费者直接对接，通过加大对渠道终端的形象、文化等方面的建设，获得消费者认同和青睐。渠道终端质量上的竞争还表现在科学合理的网络建设规划，通过在一些战略位置重要、人口众多、市场潜力大、商业价值高的城市建设营销网络可以对周边地区产生辐射作用，扩大品牌形象和知名度。

(3) 内销比例逐年增大，国内市场将成为服装企业的主战场

以国家统计局对规模以上企业统计数据纺织服装、服饰业出口交货值占纺织服装、服饰业工业销售产值的占比来度量我国纺织服装、服饰业的内销情况，数据显示外销比例明显下降，内销比例提升幅度较大，2008年初占比数值为38.53%，至2012年6月底，该比值降低为27.36%，下降11.17%。随着“十二五”时期，我国将全面建设小康社会以顺应各族人民过上更好生活的新期待，国内消费者对纺织品服装消费需求将不断升级，国内市场对纺织工业的发展将提出更高要求。目前，占人口54%的农村居民人均衣着支出是城镇居民的18%，城镇化率的提高将直接带动衣着消费的更快增长。随着纺织工业新材料、新技术的应用，以产品创新所引领的绿色、低碳、文明、时尚的生活方式，将进一步挖掘出我国内需的巨大潜力，国内需求成为拉动行业发展的主要动力，国内市场也逐渐成为服装企业的主要战场。

(4) 创新性商业模式的出现将会带来行业新的利润增长点

传统的服装经营模式主要是传统服装生产企业通过直营店、特许加盟店、百货专柜等渠道进行产品的销售，需要大量的渠道建设成本，对品牌的建设和加盟商的管理也需要投入更多资源。网上直销等创新性营销模式的出现，节省了大量的渠道建设成本。目前，雅戈尔、报喜鸟等国内知名男装企业均推出了网上直销业务，未来也将出现网上直销、地面直营店、电话呼叫等在内的立体营销模式，这些创新性商业模式的出现将减少企业成本，提高利润率，推动行业的发展。

综上所述，随着我国经济的持续增长和城市化进程的不断深化，加之国内人均可支配收入的

增加,服装消费将进一步升级,未来服装行业市场空间广阔。2009年以来,服装行业呈现整体复苏,但也面临着市场竞争激烈、成本上升压力等不利因素。随着国内服装行业产业升级的不断提升,未来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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内知名的服装生产企业之一,产品主要为西服、衬衫等男士系列服饰产品,主要运营品牌“希努尔 SINOER”、“新郎+XINLANG”均为中国驰名商标,在国内市场尤其是北方市场具有较高的知名度。公司拥有目前国内规模最大的男士正装生产基地,包括12条西装上衣生产流水线,12条西裤生产流水线、6条衬衫生产流水线,公司的生产设备、技术工艺达到国际先进水平,年生产能力为西装上衣280万件、西裤420万条、衬衫200万件,形成了一定的规模优势。

2010年公司IPO上市后,进一步加强了营销网络的建设,截至2012年6月底,公司已拥有636家直营店和特许加盟店,主要分布在山东、河北、河南、山西等北方地区,具有明显的区域营销网络优势。公司产品主要定位于消费人群最大的中端市场,且营销策略较为独特有效,2011年公司服装销售收入约位居国内品牌男装同行业上市公司第6位,市场综合竞争力较强。

根据中国服装协会及中国纺织工业协会统计中心联合公布的2010-2011年度中国服装行业竞争力10强企业名单,公司位列第2位。在中国纺织工业协会公布的2010-2011年度中国纺织服装企业竞争力500强名单中,公司位列第11位。

总体看,作为服装行业的知名企业之一,公司品牌知名度较高,整体竞争实力较强。

2. 技术水平

公司具有国际先进的生产设备和工艺技术,全套工艺由400多道工序组成。在设计工艺上,采用西班牙艾维斯CAD系统进行服装版型等方面的设计;在缝制工艺上,采用德国杜克普、坎尼基赛粘合机、意大利迈啤、日本重机等国际先进工艺设备进行缝制,并对前胸布丝的归拔、定型、驳头、领子、袖子等重点工序进行特别处理;在整烫工艺上,公司引进意大利全自动立体整烫设备,可以根据不同面料、里料设定不同的温度、压力、速度,服装从压烫前身、后身、领子、驳头、袖窿、袖面、肩部、袖子一次定型完成,达到良好的立体效果。先进的工艺和设备有利于保证公司日常生产效率和产品质量。

公司注重对新产品的开发,近年来保持了一定规模的产品设计开发费用(见表3)。公司拥有一支实力较强的设计研发团队,设立于总部的研发中心被山东省认定为省级企业技术中心,同时公司在北京设有工作室负责服装流行趋势等前沿信息的搜集、整理、分析等。近年来公司自主开发了永久抗静电系列、空气触媒系列、木糖醇系列、环保竹浆纤维系列等近二十个系列的服装产品,前三项产品已通过省级科技鉴定。

与公司的生产规模和影响力相比,公司现有研发中心存在规模较小,管理分散,功能重叠等不足;另外,当前公司的研发能力也难以兼顾不同区域消费者的差异化需求。因此,2010年公司IPO设立募投项目——“设计研发中心项目”,后续又将该项投资额增加至13,356.80万元。新的研发中心将对公司原有的设计研发力量进行整合和提升,预计将于2012年9月底投入使用。新的研发中心是集服装服饰设计研发、面料研发、产品检测、缝制技术及生产流程优化、信息化建设、品牌产品视觉传媒统一规划以及各种资讯信息的收集整理和集散中心为一体的企业智力中心,有

望有效提升公司整体设计研发能力。

表 3 公司近年来研发费用投入情况

单位：万元

年份	2009 年	2010 年	2011 年
研发费用投入金额	2,671.22	3,213.65	3,615.56
占营业收入比例 (%)	3.14%	3.20%	3.15%

资料来源：公司提供

总体看，公司具有国际先进的生产设备和工艺技术，注重产品技术研发和创新，未来随着新的研发中心的建成运营，公司有望进一步提升整体设计研发能力，从而增强品牌竞争力。

3. 人员素质

公司董事（独立董事除外）、监事及高级管理人员共十二人，除较年轻的职工监事外其余均在公司服务多年，绝大部分是与董事长共同创业的人员并持有集团公司股份，公司管理层比较稳定。

公司管理团队均具有丰富的服装行业生产经营的管理经验，董事长王桂波先生目前任中国服装协会副会长、山东新郎服饰有限公司董事长、新郎希努尔集团董事长，被评为中国纺织工业劳动模范。总经理陈玉剑先生曾任江苏华西集团公司常务副总经理、山东新郎服饰有限公司副总经理、诸城普兰尼奥服饰有限公司总经理，目前任山东服装行业协会副会长，被评为山东省劳动模范。

公司拥有一定数量的高水平技术人才，目前公司研发人员有 103 名，其中首席设计师 1 名，设计师 9 名，设计师助理 10 名，设计研发人员 83 名。总经理陈玉剑先生为公司核心技术人员之一，是公司服装面料领域专家，享受国务院特殊津贴。公司技术总监冯兴发先生拥有 30 多年的服装行业设计研发的工作经验，曾任多个知名服装企业的技术总监，是国内服装业资深的知名设计师。

截至 2012 年 6 月底，公司在册员工 4,508 人，其中生产人员占 51.73%，销售人员占 12.84%，技术人员占 31.06%，财务人员占 1.71%，行政人员占 2.66%。从文化程度看，高中及以下占 36.91%，大专占 55.61%，本科学历占 7.48%。公司生产工人主要来自诸城本地，员工比较稳定，多数积累了丰富的服装生产经验并具有熟练的操作技能。

总体看，公司管理层较为稳定且具有丰富的从业经验，对服装行业发展趋势和公司经营管理驾驭能力较强。公司员工以生产人员为主，符合所在的劳动密集型行业特点，员工素质基本能够满足企业发展需求。

4. 营销策略

公司实施独特有效的营销策略，推出了一系列在行业内具有创新性和领先性的营销策略，包括终生免费干洗、以旧换新、三件套、量身定制等（见表 4）。其中较为突出的是在同行业内率先推出了对售出的西装实行终生免费干洗的策略。为此，公司投资数千万元购进了国际先进的干洗设备，建立了西装行业国内最大的干洗服务中心，并将这项服务进行制度化和规范化，向消费者提供六道国际标准的干洗服务。近年来，公司进一步加强服务设施的投入，目前已基本形成辐射北方大部分区域的总部诸城干洗厂、夏津干洗中心、河南干洗中心和河北干洗中心等四个干洗服务中心，消费者可通过任意一家门店享受该项服务。2009 年 7 月，公司被全国商品售后服务评价委员会、中国商业联合会和中国企业报评为全国售后服务行业十佳单位。2010 年 3 月，公司被评为山东省第八届消费者满意单位。

表 4 公司营销策略的特点与优势

营销策略	特点与优势
终生免费干洗	通过终生免费干洗及在干洗过程中免费缝补衣扣等细微化服务，获得更多消费者青睐
	通过口碑的宣传手段，减少其他营销投入
	以顾客需求为导向，使消费者获得实实在在的优惠，通过终生免费干洗可以获得更真实可靠的客户信息，利于公司后续的销售及 VIP 客户档案的建立
三件套	针对消费者裤子磨损快的特点，通过该策略可以吸引更多消费者，达到公司产品销售平稳增长
以旧换新	提高消费者对希努尔品牌的忠诚度
量身定制	满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，提高公司的销售量

资料来源：公司提供

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《中小企业板上市公司规范运作指引》及中国证监会有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构、建立健全公司内部管理和相关制度，提高公司治理水平，规范公司运作。公司与控股股东、实际控制人在业务、人员、资产、机构、财务等方面完全分开，具有独立完整的业务及自主经营能力。

目前，公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。截至 2011 年底，公司董事会由 9 名董事组成，其中设董事长 1 人、独立董事 4 人。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等四个专门委员会，并制定了各委员会的议事细则，严格按照规定运作。监事会监督董事和高级管理人员行为的合法、合规性，向股东大会负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责，并负责日常的经营管理，接受董事会和监事会的监督。

公司严格按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规的规定以及证监会、深交所的有关规则指引的要求，通过公司治理专项活动等工作的开展并结合公司实际情况，进一步健全和完善了内控制度，确保公司生产经营管理等各项工作都有章可循。通过对公司的业务流程和管理制度的全面梳理和检查，使公司运作更加规范，公司治理水平不断提高。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构较为完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司作为国内大型民营服装生产企业之一，其实际控制人王桂波先生间接持有公司 43.29% 的股权，且担任公司董事长，对公司的经营管理以及人事安排具有主导作用。公司设有总经理办公室、生产中心、采购中心、销售中心、研发中心、物流中心、财务管理部、品牌策划部、企业管理部、人力资源部等 10 个职能部室，拥有分公司 36 家，其中 35 家均为公司在各地所设的销售分支机构，由公司销售中心实行直属管理。

销售终端管理方面，公司的营销网络实行扁平化管理，全国所有的直营店、加盟店都由公司销售中心直接管理，同时对所有直营店、加盟店进行了管理分级，以此提高店铺运营监管的针对

性。公司先后建立并逐步规范了《SINOER 店铺标准运营手册》和《SINOER 店铺标准陈列手册》，为门店标准化运营提供了制度性支撑。公司总部为所有营销终端提供共享资源，分享公司的物流管理、货品风险预警等，并统一广告宣传，包括各节假日产品促销活动方案、产品发放、活动宣传模板的制作等，同时通过现场帮扶、现场管理，协助制作各种营销方案等帮助提升新装修加盟店销售业绩。

生产管理方面，公司生产中心每年会根据春秋两季订货会的情况初步安排全年生产任务，并根据样衣、量体定单、批量订单等不同产品类型的交货周期进行精细化生产安排。公司注重产品质量控制，严格按照 ISO9001: 2000 质量管理体系标准进行质量管理，整个质量控制流程分为原材料检验、预缩后检验、半成品检验、成品检验、整烫后检验、入库前抽检、包装检验和入库后检验，并对各个环节的检验工作提出了明确的检验比例和合格率要求。从实际执行情况看，公司成品合格率约为 98%。

库存管理方面，公司注重库存管理，2012 年公司设立了营销计划中心，通过分析订货会需求和搜集的市场调研信息，编制更具针对性和前瞻性的销售计划以及与之相配套的生产和采购计划，从而减少库存；另一方面，公司实施 BS 分销系统，通过数据分析及时掌控门店的销售、库存、缺货状况，依托强大的物流配送系统，在各直营专卖店之间建立了调配库存余缺的畅通快捷渠道，有效降低了门店滞销库存。

财务管理方面，公司在内部设立了涵盖财务结算、财务处理等全流程的财务管理制度。结合自身服装行业的特征，公司将财务结算管理的终端覆盖到直营店，所有资金结算和往来都由总部统一管理。公司月初或月末定期对加盟店进行资金结算，实行每月对账。

总体看，公司内部机制设置齐全，各项规章制度比较健全，管理运营状况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以自制生产为主、委托加工生产为辅，以直营店和特许加盟店为主、团体订购、贴牌和网上直销为有效补充，设计、生产和销售希努尔品牌的男士西装、衬衫及其它服饰类产品。多年来，公司坚持轻资产运作，店铺多以租赁为主，市场定位主要为中端客户群，公司自设立以来主营业务及产品未发生过重大变化。截至 2012 年 6 月底，公司已拥有 636 家直营及特许加盟店。

表 5 近三年公司主营业务收入情况

单位：万元

项目	2009 年度		2010 年度		2011 年度		2012 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
西服套装	37,797.34	44.86%	44,904.59	45.08%	53,485.47	46.62%	26,645.08	48.10%
休闲西装	17,443.57	20.70%	17,997.25	18.07%	19,023.86	16.58%	7,902.03	14.27%
西裤	10,180.28	12.08%	14,074.33	14.13%	13,314.02	11.60%	6,326.61	11.42%
衬衫	8,299.89	9.85%	11,983.06	12.03%	16,184.72	14.11%	9,842.65	17.77%
棉服茄克	2,631.42	3.12%	1,146.39	1.15%	2,106.66	1.84%	723.79	1.31%
针织衫	3,681.20	4.37%	3,548.47	3.56%	5,366.81	4.68%	1,738.92	3.14%
其他	4,230.25	5.02%	5,953.46	5.98%	5,245.79	4.57%	2,213.44	4.00%
合计	84,263.95	100.00%	99,607.54	100.00%	114,727.34	100.00%	55,392.52	100.00%

资料来源：公司年报。

如上表，从主营业务收入情况来看，近三年公司主营业务收入保持了平稳增长，三年复合增长率为 16.68%。2011 年公司共计实现主营业务收入 114,727.34 万元，同比增长 15.18%，受宏观

经济环境影响增速较上年同期（18.20%）有所下滑。从收入构成看，2011 年公司西服套装、休闲西装、西裤和衬衫等主导产品分别占主营业务收入的 46.62%、16.58%、11.60%和 14.11%，西服套装是公司的主要收入来源。从上述四项产品销售收入的具体增长情况来看，西服套装和衬衫两项产品的收入占比逐年上升，西裤及近年较为流行的休闲西装收入占比则呈逐年下降趋势。可以看到，一方面公司主打正装品牌收入稳步增长，另一方面在代表目前潮流趋势的休闲西装方面公司有待进一步提高产品竞争力。

表 6 近三年公司主营业务毛利情况

单位：万元

项目	2009 年度		2010 年度		2011 年度		2012 年 1-6 月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
西服套装	17,239.31	45.61%	22,171.01	49.37%	25,302.76	47.31%	11,660.15	43.76%
休闲西装	4,950.10	28.38%	4,774.45	26.53%	6,682.53	35.13%	2,787.70	35.28%
西裤	2,752.95	27.04%	3,310.74	23.52%	4,060.86	30.50%	2,097.10	33.15%
衬衫	3,808.25	45.88%	5,817.82	48.55%	7,962.47	49.20%	5,483.39	55.71%
棉服茄克	892.44	33.91%	441.15	38.48%	1,202.98	57.10%	424.94	58.71%
针织衫	1,281.35	34.81%	1,455.25	41.01%	2,778.91	51.78%	865.8	49.79%
其他	768.11	18.16%	1,016.86	17.08%	1,418.83	27.05%	841.15	38.00%
合计	31,692.51	37.61%	38,987.28	39.14%	49,409.33	43.07%	24,160.24	43.62%

资料来源：公司年报。

如上表，从主营业务毛利情况来看，近三年公司主营业务毛利率持续小幅增长，目前处于行业较高水平。公司不同产品毛利水平有所差异，但目前基本均在 30%以上。其中，利润贡献度最高的西服套装产品近年毛利率水平上下略有波动，2011 年该产品毛利率为 47.31%，同比小幅下降，主要是同年承接的军服订单毛利率偏低所致；利润贡献度排名第二的衬衫产品 2011 年毛利率达 49.20%，同比变化不大。其次是休闲西装和西裤，毛利率水平均呈小幅上涨趋势，利润贡献度排名三、四，而毛利率相对较高的棉服茄克和针织衫限于产销量不高，目前对公司整体利润贡献度不高。

2012 年上半年，公司实现主营业务收入 55,392.52 万元，同比增长 14.66%，增速较上年同期（22.93%）有所放缓，主要是受世界经济复苏乏力，国内服装消费需求不振，春节提前使得元旦、春节假期消费提前释放，1 至 2 月份消费者需求相对较少等因素所致；公司实现毛利润 24,160.24 万元，同比增长 16.11%，利润结构较上年同期相比未发生重大变化。随着公司 IPO 募投相关营销网络建设项目的逐步完成，公司将共计新增 51 家直营店，预计将带动公司收入和利润规模的进一步增长。

总体看，公司自设立以来主营业务及产品未发生过重大变化，一直主打男士正装品牌，近年主营业务收入规模保持了平稳较快增长，未来随着公司 IPO 募投项目的建成运行，公司盈利规模有望进一步提升。

2. 原料采购

目前公司采购的原料主要是用于生产西装、衬衫所需的面料、辅料，由于公司部分成衣采取委外加工的方式，因此采购物料中还包括部分成衣商品，目前公司服装面、辅料和成衣商品采购金额比例约为 7：3。

公司对面、辅料的采购可分为定期采购与日常采购，定期采购以招标形式进行，每年招标两次，公司与最终中标的面、辅料供应商签署合作框架协议，再以具体订单的形式确定日常采购所

需面、辅料的具体数量、金额、型号等。由于公司生产所用的面、辅料多为订制产品，采购周期相对较长，因此一般情况下，公司会备足三个月生产所需的原材料，加之为春节前传统销售旺季而储备库存商品，一般年末公司存货会大量增加。

公司注重原料质量控制，主要从国内专业面料供应商处采购面料，并有部分高档面料从意大利、日本、德国、英国等地直接进口。目前公司主要原料供应商包括宁波保税区富诚国际贸易有限公司、江苏华西村精毛纺织有限公司、山东沃源新型面料股份有限公司、山东南山纺织服饰有限公司、江苏阳光呢绒服饰销售有限公司等，长期以来公司与供应商建立了稳定的合作伙伴关系。2011 年上述前 5 大供应商采购额约占期间采购总额的 28.36%，采购集中度一般。

原料采购价格方面，公司定制的面料价格一般即为招标价格，供应商常规备货的面料则由双方根据市场行情协商定价，由于公司采购量大，因此具备较强的议价能力。从近年公司主要面料的采购情况来看（详见下表），随着原材料和人工成本的上涨公司采购价格整体呈向上趋势，原料价格的波动会对公司的营业成本和业绩产生一定影响，但作为服装生产企业，由于销售定价机制较为灵活，公司可通过适当提高销售价格一定程度上转移采购成本上升的压力。公司原料采购一般为滚动结算，部分供应商每半年结清一次，其中约五成货款采用票据结算方式

表 7 近三年公司主要原料采购情况

序号	原料	项目	2009 年	2010 年	2011 年
1	西服面料	采购量（万米）	583.07	650.59	583.64
		采购均价（元/米）	37.84	38.03	44.18
2	衬衣面料	采购量（万米）	301.29	305.03	315.22
		采购均价（元/米）	12.89	12.90	18.26

资料来源：公司提供。注：此处面料为平均采购价格，细分种类会有所差异。

公司对成衣商品的采购，一般是在委托加工合作厂商按要求完成产品生产后，经公司检验人员检验合格后，按公司与委托合作厂商的约定采购产品并以现款支付货款。公司选择的合作厂家一般相对固定，主要集中在浙江、广东、福建等地，同时公司也会定期根据产品质量、交货期等对合作厂商进行评价，淘汰部分供货厂家，引进新的更具竞争力的合作伙伴。合作伙伴的退出机制，有利于保证产品质量的稳定性及快速交货的能力。成衣商品的采购价格一般根据委托加工厂商的面辅料成本、加工费、运费等的详细报价比价确定。

总体看，长期以来公司与供应商建立了稳定的合作伙伴关系，公司议价能力较强，采购集中度一般，尽管会受到原料价格波动的影响，但可通过适当提高销售价格一定程度上转移采购成本上升的压力。

3. 生产情况

公司目前主要采用以自制生产为主、委托加工生产为辅，以销定产的生产模式。公司拥有目前国内规模最大的男士正装生产基地，生产设备、技术工艺达到国际先进水平。目前公司拥有西装上衣 280 万件、西裤 420 万条、衬衫 200 万件的年生产能力，其中西装和衬衫完全是自制生产，其他如羊毛衫、皮具、领带、T 恤、棉服等服饰类非主导产品，采用委托加工生产模式。

从公司产量情况来看，近三年公司产量整体呈波动变化态势。2011 年公司实现西装上衣产量 188.1 万件、西裤 269.35 万条，同比分别减少 10.95% 和 8.48%，主要是受国际金融危机影响，西装出口销量同比下滑所致；实现衬衫产量 186.38 万件，同比增长 5.83%，产销量持续上升。从产能利用率来看，2011 年公司西装上衣、西裤和衬衫的产能利用率分别为 67.18%、64.13% 和 93.19%。衬衫产能利用率目前已接近 IPO 募投相关营销网络建设项目完成后对公司衬衫产能利用率的预估

(93.28%)，但西服上衣及西裤的产能利用率则有所下滑，主要是 2010 年公司完成了自 2009 年开始的消化大量库存策略后，恢复了正常生产，产能利用率大幅上升，而 2011 年受出口销量下滑影响，西服上衣及西裤的产能利用率有所下降。

表 8 2009 年~2011 年公司自制产品产能及产量情况

项目		2009 年	2010 年	2011 年
西服上衣	产能（万件）	280	280	280
	产量（万件）	177.29	211.22	188.1
	产能利用率（%）	63.32%	75.44%	67.18%
西裤	产能（万条）	420	420	420
	产量（万条）	217.36	294.3	269.35
	产能利用率（%）	51.75%	70.07%	64.13%
衬衫	产能（万件）	200	200	200
	产量（万件）	143.53	176.11	186.38
	产能利用率（%）	71.77%	88.06%	93.19%

资料来源：公司提供。注：西服上衣产能=西服二件套及三件套装中上衣产能+休闲西装产能；西裤总产能=西服二件套及三件套装下衣的产能+西裤产能。

公司产品成本主要由面料、辅料、工资和职工福利费、燃料及动力、制造费用等构成。其中面、辅料等主要原材料占产品成本的七成左右，直接人工约在二成左右，近年公司产品的面辅料和直接人工在产品成本中所占的比例整体呈上升之势。由此可见，除原材料价格变化的影响外，“用工荒”问题的蔓延以及工资福利攀升对服装业这一劳动密集型企业的的影响也相对较大。

公司从原料采购到产品入库制定了严格的质量检验程序，保证了产品质量的稳定性。从实际情况看，每年公司会结合春秋两次订货会的订单情况组织安排生产，从汇总订单到确定接单数量及品种一般需要 15~30 天。根据服装行业的季节性特征，一般 3~4 月份是公司生产的淡季，4、5 月份之后生产逐步进入旺季，一般旺季的生产周期会持续到每年春节前。

总体看，近三年公司产量整体呈波动变化态势，部分主导产品产能利用率有待提高。

4. 市场销售

营销网络是服装企业的生存基础，是其赢得市场和消费者的根本，也是其建立良好品牌的关键。

(1) 销售网络

目前，公司的销售网络主要分布在山东、河北、河南、山西、辽宁等北方城市。销售模式方面，则以直营店和特许加盟店为主，团体订购、贴牌和网上直销为有效补充。

从各销售模式的收入情况来看，近年公司加盟店销售收入规模整体呈波动态势，2009~2011 年加盟店销售收入一直是公司的最大收入来源；其次是团体订购，近年公司团体订购收入增长幅度较大，主要是受国际经济萧条的影响，公司在拓展外销优质客户的同时积极开拓国内市场，选择资产质量和资信状况良好的大客户合作，2012 年上半年公司新增济南铁路局、红塔烟草和中国银行等大客户，团体订购收入占比首次超过加盟店模式升至第一；直营店的销售收入规模近年保持了较为平稳的增长速度，2011 年同比增长了 15.39%，但整体看占公司销售收入的比例仍较小；贴牌销售则全部为出口销售，国外品牌商提供面、辅料或由公司自主提供面、辅料，按照国外品牌商的款式要求、规格质量和技术标准加工服装产品，并出口销售给国外品牌商。近年受世界经济环境影响，公司贴牌出口收入有所减少，但对整体收入规模影响不大（具体见下表）。

表 9 近三年公司各类模式销售业务情况

单位：万元

销售方式		2009 年		2010 年度		2011 年		2012 年 1-6 月	
		金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比
国内销售	直营店	13,686.66	16.24%	15,794.35	15.86%	18,224.87	15.89%	10,096.71	18.23%
	加盟店	38,957.92	46.23%	35,775.75	35.92%	39,882.17	34.76%	17,773.18	32.09%
	网上销售	23.23	0.03%	20.45	0.02%	11.29	0.01%	2.75	0.00%
	团体订购	15,928.66	18.90%	28,943.84	29.06%	37,422.05	32.62%	20,311.13	36.67%
国外销售(贴牌)		15,667.49	18.59%	19,073.15	19.15%	19,186.96	16.72%	7,208.75	13.01%
总计		84,263.96	100.00%	99,607.54	100.00%	114,727.34	100.00%	55,392.52	100.00%

资料来源：公司提供。

从销售终端构成情况看，公司在发展初期由于融资渠道单一，资金实力较弱，因此主要采取了特许加盟的营销模式来扩展二、三线市场。2010 年 IPO 上市后，公司加大了直营店的铺设力度，除建设地面店外，公司于 2011 年开始增加了店中店的铺设，截至 2012 年 6 月底，公司已拥有 636 家直营店和加盟店，其中直营店¹共计 121 家，包括 15 家旗舰店和 61 家店中店。目前看，公司销售终端仍以特许加盟店为主，直营店的数量（占 18.17%）相对较少，而由于无法对特许加盟商进行完全掌控，公司难以长期保证所有加盟店的稳定性，进而影响了公司盈利规模的稳定性。未来，公司计划在维持现有加盟店规模的同时，适当提高直营店的比例，尤其是拥有稳定客流、盈利能力较强的店中店将是经营的一项重点。

从销售终端覆盖情况看，与同行业上市公司相比，虽然公司销售毛利水平处于前列（具体见财务分析的盈利能力部分），但相对于七匹狼、九牧王和雅戈尔等企业，公司目前拥有店铺数量相对较少，销售网络覆盖率仍有待进一步提升。且从区域分布看，公司的销售网络主要分布在山东、河北、河南、山西、辽宁等北方城市，2011 年以上 5 个省市的销售额占全部销售额比例已达 90.24%，区域集中度较高，向南方市场拓展较少，国内网络布局发展的不平衡影响了公司品牌知名度的进一步扩大。

表 10 2011 年国内主要品牌男装上市公司比较情况

指标名称	七匹狼	报喜鸟	步森股份	雅戈尔	九牧王	凯撒股份	希努尔
2011 年末店铺数量	3,976	821	900 以上	2,302	3,140	431	592

资料来源：联合评级搜集整理。

销售结算方面，目前公司与加盟商之间主要是买断式销售，具体销售流程为：加盟商下订单——预收部分货款——公司组织货源——货源组织完毕并验收入库——收取剩余部分款项——送货至加盟店。加盟商根据自身经营状况向公司下订单，同时预付 30% 的货款；公司根据库存情况组织货源；货源组织完毕后入公司仓库；入库后通知加盟商支付其余 70% 的货款；货款支付完毕后公司向加盟商送货。目前公司与加盟商之间的买断式销售暂不支持退换货（质量问题除外）。团体订购与贴牌销售则按具体合同约定方式进行结算。

（2）品牌建设

品牌方面，目前公司主打定位中端市场的“希努尔 SINOER”，同时拥有定位于婚庆系列服装的“新郎+XINLANG”和相对高端的“普兰尼奥”等品牌。公司注重品牌的推广和宣传，通过对销售终端——店铺装潢设计、产品陈列等统一规范管理、策划创意、签约代言以及借助央视、户外广告和全国知名杂志等广告投放，提高了公司品牌的知名度，并通过大型展会和各类营销活动，强化希努尔品牌的美誉度。

¹ 直营店分为地面店和店中店（即设于商场或其他经营场所的店面），地面店中又包括旗舰店和一般地面店。

从实际经营来看，目前公司各品牌未单独设店，而是采取了与“希努尔 SINOER”合并经营的方式。同时，2012 年为整体提升店面形象，公司与专业装饰公司合作，对所有直营店进行装修升级，以使店面形象更加时尚、店内陈列更加简约，从而提高公司品牌形象。截至 2012 年 6 月底，公司已装修完成店面 58 家，30 家正在装修中，预计 2013 年底完成该工作。

销售定价方面，公司主要围绕希努尔男装产品市场定位，依据面、辅料成本、消费者需求、竞争品牌产品的市场价格、目标毛利率等方面确定定价。近年，随着原材料价格及人工成本的上涨，公司各项产品平均销售价格均呈上涨趋势，年均增长率约在 10% 以上。公司客户群主要定位于二、三线城市的富裕阶层，同时为了维持品牌定位，公司主导产品如西服等很少打折。

总体看，公司销售网络主要分布在北方地区，区域优势较为明显，但销售网络覆盖率相对较低、国内布局发展不平衡，影响了公司品牌知名度的进一步扩大

5. 经营效率

近三年公司应收账款周转次数分别为 11.83 次、13.81 次和 10.62 次，存货周转次数分别为 2.04 次、2.54 次和 2.30 次，总资产周转次数分别为 0.93 次、0.61 次和 0.50 次，2011 年公司三大指标均呈下降趋势。其中，应收账款周转率下降的原因主要是近年结算合同期内大客户欠款增多；存货周转率下降主要是春节销售旺季提前使得存货余额增幅提高所致；总资产周转率下降则主要是 2010 年 10 月公司 IPO 募集资金到位使得资产总额增大所致。由于公司产品销售主要采取加盟商买断的方式，应收账款规模相对较小，且销售相对流畅使得存货规模控制在了一定的规模内，因此如下表所示，尽管公司各项周转率指标有所下降，但仍处于行业较好水平，整体经营效率良好。

表 11 2011 年我国主要男装生产企业经营效率情况

指标名称	七匹狼	报喜鸟	步森股份	雅戈尔	凯诺科技	红豆股份	杉杉股份	九牧王	希努尔
存货周转率(次)	3.31	1.91	4.10	0.33	3.55	0.41	3.08	1.71	2.31
应收账款周转率(次)	8.84	4.13	7.04	21.21	11.76	6.75	5.15	22.96	11.19
总资产周转率(次)	1.04	0.61	1.09	0.24	0.55	0.31	0.45	0.71	0.50

资料来源：wind 资讯。注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

6. 未来发展

多年以来，公司一直坚持以男士西服、衬衫等正装产品为主打品牌的经营策略。未来，公司将进一步巩固和强化现有品牌、营销网络和研发技术方面的优势，做大做强希努尔品牌，逐步建立覆盖面广、布局合理的全国性营销网络体系，提高市场占有率，提升市场地位，实现营销网络效益最大化，品牌价值最大化，成为国内领先的男装企业。

销售网络建设方面，2010 年公司 IPO 成功上市后，规划使用募集资金投资建设共计 51 家直营店，其中包括 14 家旗舰店。截至 2012 年 6 月底，规划中的 51 家直营店已建设完毕 37 家并全部正式投入运营，其余店面预计也将于 2012 年 10 月底建成使用。该项目的完成一方面有利于公司增厚布密省市级城市网路布局，另一方面也是为了进一步巩固北方市场，并逐步向南延伸，特别是开发与山东南部毗邻的安徽、江苏市场（项目建设中 3 家旗舰店，15 家直营店选择在安徽、江苏市场）。同时，随着直营店数量的增加，公司可进一步增强对销售终端的直接掌控力，增强营销网络的稳定性，充分挖掘发挥店铺在品牌形象建设、产品展示和营造消费者体验方面的作用，从而进一步提升品牌文化内涵和市场美誉度。

为支持销售网络的进一步拓展，公司利用 IPO 募集资金进行销售网络信息化平台的建设，该平台预计将于 2012 年 10 月正式投入使用，从而进一步提高公司的管理水平和运作效率，提高销售网络系统的运行质量及公司对市场的快速反应能力。同时，公司投资 13,356.80 万元建设“设计

研发中心项目”（具体见上述“技术水平”部分分析），有望有效提升公司整体设计研发能力。

根据业务规模的扩展情况，预计 2012 年~2014 年公司零售额将以 0%~30% 的速度保持增长，相应带动营业收入和利润水平的增长，净利润水平预计将由 2011 年的 1.99 亿元增长至 2012 年的 2.45 亿元。

总体来看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着公司营销网络的进一步扩大和设计研发中心的投入运营，公司整体竞争力有望进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009 年~2011 年度合并财务报表已经山东汇德会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2012 年上半年财务报表未经审计。公司 2007 年开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，公司无子公司，近三年合并范围未发生过变化，财务数据可比性强。

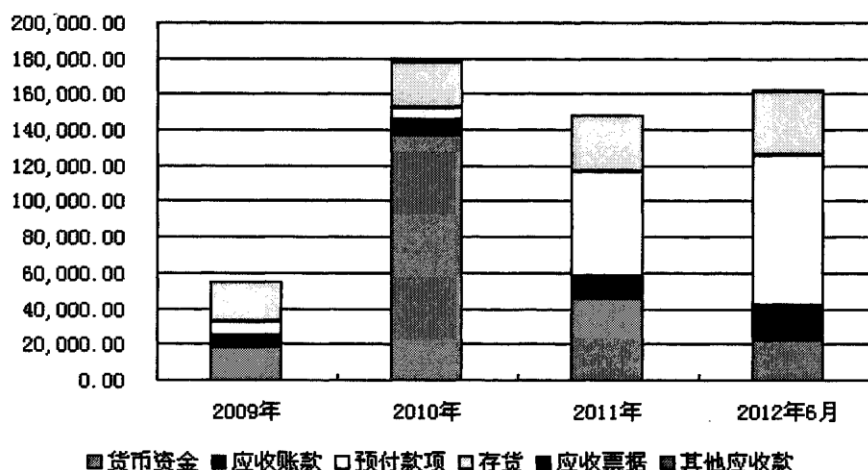
截至 2011 年底，公司合并资产总额 223,046.39 万元，负债合计 27,232.74 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 195,813.65 万元。2011 年公司实现合并营业收入 114,779.71 万元，净利润 19,907.07 万元；经营活动产生的现金流量净额 8,350.61 万元，现金及现金等价物净增加额 -91,901.24 万元。

截至 2012 年 6 月底，公司合并资产总额 237,681.24 万元，负债合计 44,322.53 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 193,358.70 万元。2012 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 55,424.80 万元，净利润 7,545.05 万元；经营活动产生的现金流量净额 1,056.90 万元，现金及现金等价物净增加额 -20,409.09 万元。

2. 资产质量

2009 年~2011 年公司资产总额以 52.53% 的年均增长率快速增长，其主要原因是 2010 年 10 月公司公开发行股票募集资金到账所致。随着募集资金的使用，2011 年底公司资产总额同比减少 3.89%，合计为 223,046.39 万元，其中流动资产占 66.63%，其余为非流动资产，流动资产占比较高。

图 7 2009 年~2012 年 6 月公司流动资产构成变化 单位：万元



数据来源：公司年报及半年报。

流动资产

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货等组成。近年，随着 IPO 募集资金的到账及使用，公司流动资产呈波动变化态势。2011 年底公司流动资产合计 148,621.02 万元，较年初减少了 16.78%，主要是货币资金大幅下降所致。

2010 年 10 月公司公开发行股票募集资金到账，使得公司货币资金较 2009 年大幅增加 640.92%，随着公司按计划将募集资金陆续投入使用，公司货币资金规模大幅回落。2011 年底公司货币资金 45,232.23 万元，同比减少 67.04%，主要是购买店铺以及提前偿还借款 2 亿元所致。从货币资金的构成上看，2011 年底公司货币资金以银行存款为主（占 88.02%）。

公司应收账款主要是应收加盟商的销售款及部分大客户欠款。为支持加盟商发展，公司在销售旺季对信用较好的加盟商适当延长信用期限，加之近年结算合同期内大客户欠款增多等因素，公司应收账款呈增长态势。2011 年底公司应收账款净额达 12,753.51 万元，同比大幅增长 64.50%。从账龄结构来看，最近三年公司账龄在 1 年以内的应收账款占比保持在 96%以上，应收账款的资产质量较高。公司严格按会计政策计提了坏账准备，2011 年底公司应收账款坏账准备合计 699.41 万元。公司与加盟商业务关系相对稳定，且公司仅对过往信誉良好的加盟商允许欠款发货，现有欠款加盟商均具有良好的信誉和支付能力；大客户则主要是银行、军队、大型企事业单位等工装团体订购客户，客户支付能力强、信誉好，应收账款回收保障系数较高。

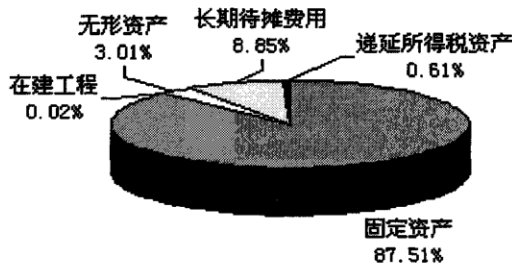
公司预付款项在 2009~2010 年规模较为稳定，主要是原料采购预付款，占流动资产比例较小，2011 年起募投项目的建设使得预付购置店铺的款项大幅增加，截至 2011 年底，公司预付款项 58,717.36 万元，同比增长 673.53%。

公司存货规模较大，占流动资产比例较高，主要原因一是公司的产品仍以各零售终端的销售为主，由于加盟店分布区域较广，各地区消费者的消费习惯与消费需求各不相同，因此，为保证及时为加盟店提供多品种、充足的商品，公司须保有一定规模的库存商品；二是正常经营的情况下，公司仓库会提前备足供三个月销售所需的商品。由于每年的 10 月至次年 2 月（春节前）为公司产品的销售旺季，在此期间公司较多地备货，以满足销售终端频繁的订货需求。而每一会计年度结束时正值公司产品的销售旺季，因此，各年末公司库存商品余额较大；三是由于公司生产所用的面、辅料多为订制产品，采购周期相对较长，因此一般情况下，公司会备足三个月生产所需的原材料，由此导致公司原材料结存数额较大。近年公司产销量有所波动，但随着原料和人工成本的上升，存货账面价值逐年增长，近三年年均增长率为 18.26%，截至 2011 年底公司存货净额 31,180.65 万元，较年初增长 23.20%。从存货构成上看，最近三年公司存货以库存商品和原材料为主，2011 年公司库存商品和原材料在存货中的占比分别为 48.51%和 33.71%，其他存货主要为在产品、委托加工物资、委托代销商品和周转材料。根据存货构成特点，公司对存货跌价准备的计提集中在库存商品，2011 年底公司计提存货跌价准备 114.79 万元，全部为库存商品跌价准备。结合生产经营及销售实际情况看，公司跌价准备较为充分，存货质量较高。

非流动资产

公司非流动资产主要是固定资产，其次是无形资产和长期待摊费用等。2011 年底公司非流动资产 74,425.37 万元，较上年增长 39.14%，主要来自于固定资产的增长。

图 8 2011 年底公司非流动资产主要项目构成情况



数据来源：公司年报。

为适应业务扩张的需要，近年来公司购置了部分店铺，2011 年内公司新增购置房屋 28,327.69 万元，但从公司资产配置偏好来看，预计未来公司店铺仍将以租赁为主。截至 2011 年底，公司固定资产原值达到 78,260.35 万元，较上年增长 65.24%，其中房屋建筑物占比 72.50%，其余各类设备及运输工具占比 27.50%。截至 2011 年底，公司累计计提折旧达到 13,128.61 万元，固定资产整体成新率为 83.22%，成新率较高。

截至 2011 年底，公司在建工程余额为 14.85 万元，较上年大幅减少，主要是在建工程完工陆续转入固定资产所致。公司无形资产 2,243.16 万元，主要是土地使用权（占比 94.87%）。公司长期待摊费用 6,585.10 万元，同比增长 28.31%，主要是公司为提升品牌形象，对专卖店装修的费用增长所致。

2012 年 6 月底公司资产总额合计 237,681.24 万元，较年初增长 6.56%，主要是来自银行短期借款的增加，其中流动资产占 68.43%，非流动资产占 31.57%，资产结构较年初变化不大。资产构成中除货币资金因募投项目资金投入相应减少，而预付款项因募投项目投入持续增加外，其他流动资产较 2011 年底变化不大；非流动资产中，2012 年上半年公司处置了部分设备，固定资产相应略有减少，其余非流动资产项目较年初变动不大。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，资产结构合理，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

近三年公司负债规模呈持续下降趋势，年均减少 27.13%，主要是募集资金到位后归还银行借款所致。2011 年底公司负债合计 27,232.74 万元，其中流动负债占 92.35%，非流动负债占 7.65%，公司负债结构以流动负债为主。

2011 年底公司流动负债合计 25,148.74 万元，主要由应付票据（占 42.86%）、应付账款（占 26.82%）、预收款项（占 15.85%）、应付职工薪酬（占 8.20%）和其他应付款（占 4.77%）组成。

公司应付票据主要是向供应商开具的银行承兑汇票，随着公司采购金额的变化有所波动。截至 2011 年底，公司应付票据共计 10,778.31 万元，2012 年 6 月底前将全部到期。

公司应付账款主要为原材料采购款，2011 年底应付账款达到 6,744.50 万元，较上年增长 71.89%。应付账款的增长主要是销售增长导致采购增长和春夏订货会原材料备货所致。

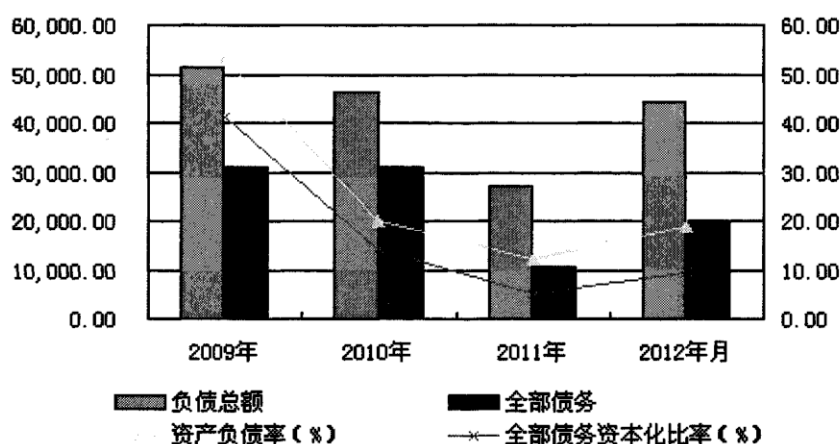
公司预收账款主要是根据销售合同约定，预收客户的货款（包括加盟商、团订大客户和外贸客户），2011 年底公司预收账款 3,985.61 万元，同比下降 28.62%，主要是 2011 年大客户发货确认收入较多，造成当年期末预收团订大客户货款同比减少 40%所致。

截至 2011 年底，公司其他应付款 1,199.01 万元，主要是加盟店所缴纳的装修保证金。

截至 2011 年底，公司非流动负债 2,084.00 万元，同比减少 90.57%，主要是公司募集资金到

位后提前偿还了 2 亿长期借款。除此外，公司预计负债全部为依据售后干洗服务承诺而预提的费用。

图 9 2009 年~2012 年 6 月公司负债情况变化 单位：万元



数据来源：公司年报及半年报。

如图 9 所示，2009 年~2011 年公司负债总额和全部债务均呈下降趋势，整体看公司债务压力较小。2011 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 12.21%、5.22%和 0.00%，均处于较低水平。2012 年 6 月底，公司负债水平有所上升，负债合计 44,322.53 万元，较年初增长 62.75%，主要是来自短期银行借款的增加，资产负债率和全部债务化比率增至 18.65%和 9.44%，仍处于较低水平。但从负债结构上看，由于短期银行借款的增加，使得公司流动负债占比进一步上升至 95.51%，短期债务占比过高，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计 195,813.65 万元，全部为归属母公司所有者权益。公司所有者权益中，资本公积和未分配利润占比较高，2011 年底分别占公司所有者权益的 70.58%和 16.51%，公司股本占比仅为 10.21%，其余为盈余公积。

2012 年 5 月公司以总股本 20,000.00 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 5.0 元（含税），共计分配红利 10,000.00 万元（其中应付未付股利 2,529.00 万元），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股，注册资本增至 32,000 万元，完成本次利润分配后，公司所有者权益合计为 193,358.70 万元，其中股本占 16.55%、资本公积占 65.27%、未分配利润占 15.45%、其余为盈余公积，所有者权益结构更趋于稳定。

4. 盈利能力

近三年随着公司业务规模的逐步扩大，其盈利能力相应平稳增长。2011 年公司实现营业收入 114,779.71 万元、净利润 19,907.07 万元，分别较上年增长 14.45%和 38.59%，净利润的增长幅度远大于收入的增长幅度。从近三年增长趋势上看，公司净利润年均增长速度（33.92%）一直高于收入年均增长速度（16.22%），反映出公司盈利增长质量较高。

从期间费用情况上看，随着公司业务规模的扩大，公司的销售费用和管理费用呈逐年增长态势，年均增长率分别为 22.59%和 13.00%，财务费用由于公司利息收入规模的增长呈快速下降趋势，2011 年公司财务费用为-1,026.25 万元。从费用收入比的情况来看，公司最近三年费用收入比相对稳定，平均约在 21.70%，处于较高水平，其中销售费用占比较高（81.51%），公司费用控制水平有待进一步提升。

从盈利指标看,受2010年以来公司所有者权益增长的影响,公司净资产收益率逐年下降,三年分别为26.64%、12.46%和10.43%;从主营业务毛利率上看,公司主营业务毛利率呈增长趋势,2011年公司主营业务毛利率达到43.07%。

如下表,从同行业比较情况看,公司销售毛利率处于行业较好水平,仅次于九牧王和报喜鸟;销售期间费用率略优于行业平均水平;净资产收益率和总资产报酬率则均低于行业平均水平,主要是2010年公开发行股票带动公司权益规模大幅增长,使得公司净资产收益率和总资产报酬率近年来有所下降,从实际情况来看,公司主业盈利能力处于行业较好水平。

表 12 2011 年主要男装上市公司盈利指标比较

单位: %

指标名称	七匹狼	报喜鸟	步森股份	雅戈尔	凯诺科技	红豆股份	杉杉股份	九牧王	希努尔
总资产报酬率	17.79	13.37	10.94	6.94	4.61	3.09	4.56	18.21	9.76
销售毛利率	41.19	58.87	30.56	39.60	30.08	27.18	24.43	55.65	43.05
销售期间费用率	21.41	33.63	18.95	27.84	19.27	21.46	23.41	27.10	21.47
净资产收益率	23.09	18.35	13.41	13.52	5.26	2.62	4.97	21.19	10.43

资料来源: wind 资讯。注: 为便于同业比较, 本表数据引自 wind, 个别指标与本报告附表计算口径有一定差异。

2012 年上半年, 公司实现营业收入 55,424.80 万元、净利润 7,545.05 万元, 分别较上年同期增长了 14.58%和 4.92%, 受世界经济复苏乏力、国内服装消费需求不振、春节提前使得假期消费提前释放、年初消费者需求相对较少等因素影响, 2012 年上半年公司营业收入增速下滑; 同期利润增长水平也远低于收入增长。随着公司 IPO 募投相关营销网络建设项目的逐步完成, 公司将总计新增 51 家直营店, 预计将带动公司收入和利润规模的进一步增长。

总体看, 近三年公司收入和利润规模平稳增长, 整体盈利能力较强。2012 年上半年, 公司盈利水平增长幅度略有下降, 但未来随着募投项目逐步建成投入运行, 公司盈利能力有望得到提升。

5. 现金流

2009 年~2011 年公司经营活动现金流入持续增长, 但因原料成本和人工成本的上升, 使得公司经营现金流出速度高于流入速度, 公司经营产生的现金流量净额整体呈下降趋势。2011 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 8,350.61 万元, 同比减少 15.11%。另一方面, 近三年受应收账款规模持续增长的影响, 公司现金收入比呈下降趋势, 2011 年为 109.95%, 收入实现质量一般。

投资活动方面, 近年来公司加大了销售渠道的拓展和升级力度, 加之设计研究中心的建设投入, 公司投资支出相应增加。2011 年公司投资活动现金流出合计达到 71,608.05 万元, 较上年大幅增长 337.77%, 全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。由于公司投资活动流入现金的规模较小, 使得公司投资活动现金流持续呈现净流出状态, 2011 年达-69,239.20 万元。

从筹资活动来看, 2010 年公司成功 IPO 上市, 相应吸收投资收到的现金流入大幅增长; 因此, 2011 年公司筹资活动基本停止, 主要表现为偿还银行借款和分配股利等筹资活动现金的流出。2011 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-30,943.74 万元。由于近年来公司加大了直营店的铺设力度, 投资额度较大, 相应筹资活动前现金流量净额由 2009 年的 4,756.95 万元减少至-60,888.59 万元, 目前经营活动现金尚不能够覆盖投资支出, 公司对外筹资依赖度较大。

2012 年 1~6 月, 公司经营产生的现金流量净额为 1,056.90 万元; 投资活动产生的现金流量净额为-29,072.50 万元, 主要来自于购建固定资产支付的现金; 筹资活动产生的现金流量净额为 7,602.80 万元, 主要来自于取得借款收到的现金。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，但收入实现质量一般；2010年以来公司加大了销售网络建设投入，相应投资支出较大，目前公司经营活动产生的现金流量净额尚不能够满足投资需求，仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

公司IPO募集资金到账后，整体负债水平大幅下降，资产负债结构得到进一步改善。

从短期偿债能力指标看，近三年来公司流动比率和速动比率有所波动，2011年底分别为5.91和4.67，指标处于较高水平；公司现金短期债务比为4.20倍，同期经营现金流动负债比率为33.20%，公司现金类资产和经营现金流量净额能够对公司债务形成一定保护，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA分别为17,060.58万元、23,071.93万元和30,075.57万元，增幅较大；2011年公司EBITDA利息倍数为31.87倍，较上年大幅上升，主要是由于公司盈利规模增长而相应利息支出减少所致；2011年公司EBITDA全部债务比为2.79倍，处于较高水平。整体看，公司目前实际有息负债水平不高，长期偿债能力较强。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至2012年6月底，公司获得银行授信额度总额为6.5亿元，尚未使用的银行授信额度总额为4.7亿元。公司作为A股上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

总体看，公司具备较强的偿债能力和抗风险能力。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2012年6月底，公司负债总额为44,322.53万元，本次拟发行公司债额度为不超过75,000万元，此次债券发行募集资金将用于优化公司债务结构、偿还公司债务和补充流动资金，对公司负债结构将产生明显影响。

以2012年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为75,000万元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为27.95%、32.98%和38.16%，债务负担有所增加，但仍处于一般负债水平。从实际情况看，考虑到本次债券筹集资金中有部分将用于偿还银行借款，现有债务负担增加有限，但本次债券发行后，有助于改善公司债务结构。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2011年底相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次计划发行75,000万元公司债的保护倍数分别为0.40倍、1.70倍和0.11倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度尚可。

公司近年来经营业绩稳定增长，尽管受宏观环境影响，近期盈利增速有所下滑，但随着公司募投项目的逐步投入运营，公司销售规模将进一步扩大，盈利能力有望得到提升。

截至2012年6月底，公司无对外担保，不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

综合来看，本次债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保本次债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据新郎希努尔集团为本次债券向债券持有人出具的担保函，新郎希努尔集团为公司本次拟发行的 75,000 万元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

担保人承担保证责任的期间为，自担保函生效之日起直至本次债券有关的债务履行期届满之日起两年。债务分期履行的，保证期间则为，自担保函生效之日起直至本次债券有关的最后一期债务履行期届满之日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

联合评级认为，上述担保措施有利于提升本次债券的信用水平。

2. 担保人信用分析

(1) 集团概况

新郎希努尔集团成立于 2003 年 8 月，截至 2012 年 6 月底，集团注册资本 7,000 万元人民币，股东为王桂波、王金玲等 43 位自然人，其中王桂波先生持有集团 51.85% 的股权，为集团实际控制人。经过多年发展，新郎希努尔集团目前已形成以控股运作为主体的现代化、国际化集团管理模式，并依托人才、信息、市场等功能优势，实现了以服装、家具经营制造为主业，拥有希努尔男装、欧美尔家具两大工业园，集酒店、房地产等多元化经营的大型集团公司。

集团主要经营范围为家具、纺织品的生产销售、对服装业的投资。

截至 2011 年 12 月 31 日，集团合并资产总额 467,280.71 万元，负债总额 194,875.27 万元，所有者权益（含少数股东权益）272,405.44 万元。2011 年集团实现合并营业收入 131,414.65 万元，净利润（含少数股东损益）16,211.53 万元；经营活动产生的现金流量净额-328.03 万元，现金及现金等价物净增加额-83,412.18 万元。

截至 2012 年 6 月底，集团合并资产总额 506,458.56 万元，负债总额 221,464.22 万元，所有者权益（含少数股东权益）284,994.34 万元。2012 年上半年集团实现合并营业收入 69,637.54 万元，净利润（含少数股东损益）12,945.40 万元；经营活动产生的现金流量净额 1,873.90 万元，现金及现金等价物净增加额-21,308.50 万元。

集团注册地址：诸城市经济开发区；法人代表：王桂波。

(2) 经营情况

新郎希努尔集团多年来不断加速与国际接轨的速度，通过与英国、意大利、香港、等国际一流公司的合作，实施国际化品牌经营战略。目前集团已通过了 ISO9001、ISO14000、QHSAS18001 三个国际体系认证，并先后荣获中国驰名商标、中国名牌、国家免检产品、中国守合同重信用企业等多项荣誉，已成为中国服装行业最具规模力、发展前景和社会影响力的企业之一。

目前集团旗下拥有希努尔男装、山东新郎欧美尔家居置业有限公司（以下简称“欧美尔家居”）、山东诸江地产有限公司（以下简称“诸江地产”）、诸城密州宾馆有限公司（以下简称“密州宾馆”）等多家子公司。以资产规模排名，希努尔男装为集团第一大产业，第二大产业是欧美尔家居，其次为诸江地产和密州宾馆。从集团各个产业的盈利情况看，除希努尔男装经营状况良好、盈利规模较大外，其余产业的经营情况一般（具体见下表）。

表 13 2011 年集团主要子公司基本情况表

单位:万元

公司名称	主要业务	投资比例	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金流净额
希努尔男装股份有限公司	高中档西服、衬衣及服饰的制造与销售等	42.21%	223,046.39	195,813.65	114,779.71	19,907.07	8,350.61
山东新郎欧美尔家居置业有限公司	家具、家纺制品的加工制造与销售	75.00%	35,979.31	5,759.02	11,244.42	-1,112.31	648.61
山东诸江地产有限公司	房地产开发经营	62.43%	24,948.74	3,780.84	2,011.64	-667.85	-10,104.61
诸城密州宾馆有限公司	餐馆、客房、洗浴桑拿等	100.00%	19,908.6	14,970.97	3,979.11	-476.74	-51.17

数据来源:根据公司提供资料整理

希努尔男装

具体见发行人主体分析部分。

欧美尔家居

欧美尔家居是集团第二主导实业公司,主营实木家具系列:红木家具类:板式家具系列:(班台、书橱、办公桌等)软体家具类办公、酒店、卧房、餐厅、儿童套房等系列产品。中国传统家具中融会了丰厚的文化底蕴,有着独特的魅力,近年多受国际市场的青睐。欧美尔家居从德国、意大利购置了具有国际先进水平的家具加工设备,形成了“办公家具”、“居家家具”、“板式家具”、“软体家具”等多项综合功能的生产加工工业园。欧美尔家居工业园是北方最大的家具工业园区之一,占地面积 42 万平方米,产品展厅 12 万平方米。为降低生产成本,集团自营建设工业原料林 26,000 亩,列入国家林业贴息项目。欧美尔家居家具曾参与人民大会堂、江苏江阴华西村大酒店、中建八局援非盟家具、潍坊阳光大厦等项目,销售区域主要集中在山东、江苏、北京及全国其他部分省市。

截至 2011 年年底,集团下属欧美尔家居资产总额 35,979.31 万元,所有者权益 5,759.02 万元。2011 年实现营业收入 11,244.42 万元,净利润-1,112.31 万元;经营活动产生的现金流量净额 648.61 万元。

诸江地产

受政府控制房价、调整住房供应结构、加强土地控制、信贷控制等一系列宏观调控政策的影响,我国房屋开发投资的增速相应减缓。随着一线城市土地供应量的减少,拿地门槛逐渐提高,竞争日趋激烈;部分房地产商将目光投向二、三线城市,从而提高了这些城市房地产市场的景气度。目前集团已开发位于诸城市人民东路与东外环交汇处的东部新城区的希努尔国际商贸城一期,该项目占地 115 余亩,总建筑面积约 7 万平方米,系产权式综合性商贸城,已正式投入运营,销售率达到 96%。在建的位于诸城市人民东路与东外环交汇处的东部新城希努尔国际商贸城二期东城食府项目,占地约 50 亩,在建面积约 7 万平方米,项目预售率为 35%;在建的位于诸城市经济开发区的诸江帝王小区项目,总占地约 125 亩,总投资 3.8 亿,总建筑面积 21.6 万平方米,一期工程完工。目前集团土地储备相对充足,主要有诸江帝王御苑占地 262.78 亩,桃林项目占地 52.7 亩两大土地储备。

截至 2011 年年底,集团下属诸江地产资产总额 24,948.74 万元,所有者权益 3,780.84 万元。2011 年实现营业收入 2,011.64 万元,净利润-667.85 万元;经营活动产生的现金流量净额-10,104.61 万元。

密州宾馆

随着我国收入水平提高，旅游消费支出增多，给餐饮服务业带来更多机会。集团经营的密州宾馆位于诸城市府前街1号，与市委、市政府毗邻，位于诸城市市中心，是市中心最好宾馆之一。密州宾馆作为诸城第一家四星级涉外旅游酒店，位列诸城市高星级酒店第六位。近三年年均客房入住率为75.2%、59.8%和61%。近三年以来，宾馆共接待大小会议786个，其中国家级会议16个，省级会议38个，市级会议732个。酒店先后荣获国家一级酒家、省食品卫生监督量化分级管理A级企业、省级卫生先进单位、潍坊市百佳民营服务企业、潍坊市明星服务企业、潍坊市食品行业优秀企业、潍坊市劳动保障诚信示范单位、潍坊市食品卫生优秀企业、潍坊市青年文明号等荣誉称号。

截至2011年年底，集团下属密州宾馆资产总额19,908.6万元，所有者权益14,970.97万元。2011年实现营业收入3,979.11万元，净利润-476.74万元；经营活动产生的现金流量净额-51.17万元。

(3) 财务状况

集团提供的2009年、2011年度财务报表经山东汇德会计师事务所有限公司审计，2010年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计²，均出具了无保留审计意见；集团提供的2012年上半年财务报表未经审计。

截至2011年12月31日，集团合并资产总额467,280.71万元，负债总额194,875.27万元，所有者权益（含少数股东权益）272,405.44万元。2011年集团实现合并营业收入131,414.65万元，净利润（含少数股东损益）16,211.53万元；经营活动产生的现金流量净额-328.03万元，现金及现金等价物净增加额-83,412.18万元。

截至2012年6月底，集团合并资产总额506,458.56万元，负债总额221,464.22万元，所有者权益（含少数股东权益）284,994.34万元。2012年上半年集团实现合并营业收入69,637.54万元，净利润（含少数股东损益）12,945.40万元；经营活动产生的现金流量净额1,873.90万元，现金及现金等价物净增加额-21,308.50万元。

资产

近三年集团资产规模保持稳步增长，年均增长率为42.98%。截至2011年底，集团资产总额达467,280.71万元，其中非流动资产占52.44%，是资产的主要构成部分。

集团流动资产中货币资金、预付账款、应收账款和存货占比较大，分别占流动资产的25.78%、37.00%、8.25%和24.88%。2011年集团分别计提了应收账款坏账准备和存货跌价准备814.93万元、114.79万元，计提较为充分。集团非流动资产中投资性房地产、固定资产和在建工程占比较大，分别占非流动资产的46.93%、33.46%和10.00%。

截至2012年6月底，公司资产总额为506,458.56万元，资产构成变动不大。

总体看，集团资产规模大，相关资产的跌价、减值计提充分，资产质量较好。

负债及所有者权益

近三年集团负债规模增长缓慢，年均增长率为9.33%。截至2011年底，集团负债总额为194,875.27万元，其中以流动负债为主（占比为89.04%），负债结构不够合理。流动负债以短期借款、应付账款和预收款项为主，分别占流动负债的47.31%、13.53%和4.98%。非流动负债全部为预计负债和递延所得税负债，递延所得税负债占比为90.24%。

截至2011年底，集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为41.70%、

² 为保证财务数据的连贯性，本报告所引用的2010年集团财务数据为2011年集团财务审计报告期初数。

29.92%和0。集团债务结构以短期负债为主，2011年底集团债务总额116,296.81万元，全部为短期债务。总体看，集团负债规模一般，债务负担相对较轻。

所有者权益方面，近三年集团所有者权益稳定增长，2011年底达到了272,405.44万元，其中归属于母公司所有者权益157,376.55万元，占所有者权益合计的57.77%，归属于母公司所有者权益占比不高。

截至2012年6月底，公司负债总额为221,464.22万元，所有者权益284,994.34万元，负债及所有者权益构成无显著变动。

盈利能力

近三年集团营业收入增长较快，年均增长率为17.27%，主要是来自希努尔男装营业收入的增长。2011年集团实现营业收入131,414.65万元、净利润16,211.53万元，其中希努尔男装约占集团营业收入和净利润的87.34和122.80%。从盈利指标看，2011年集团营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为40.27%、6.08%和6.40%，处于一般水平。

2012年1~6月，集团实现营业收入和净利润为69,637.54万元和12,945.40万元，盈利状况良好。

总体看，集团整体盈利能力尚可。

现金流

近三年由于集团经营活动现金流出量的增长速度与流入量增幅差距较大，导致经营活动现金净流量规模持续减少，2011年集团经营活动产生的现金流量净额为-328.03万元。近三年集团资本性支出较多，投资活动已连续三年呈现净流出状态且规模较大，2011年的投资活动现金净流出为68,268.63万元。由于集团2011年货币资金充足，自有资金能够满足投资支出的需求，集团筹资活动体现为现金净流出，2011年筹资活动现金净流出14,746.59万元。

2012年1~6月，集团经营活动产生的现金流量净额为1,873.90万元，投资活动产生的现金流量净额为-35,293.18万元，筹资活动产生的现金流量净额为12,107.06万元。

总体看，集团经营活动现金流状况一般。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年集团流动比率和速动比率分别为1.28和0.96；现金短期债务比和经营现金流动负债比率分别为0.49和-0.19%，短期偿债能力一般。从长期偿债能力指标看，2011年集团EBITDA为35,384.13万元，EBITDA利息倍数为5.43倍，EBITDA全部债务比为0.30，EBITDA对全部债务和利息支出的保障程度尚可。

截至2012年6月底，集团偿债能力无显著变化。

截至2012年6月底集团对外担保10,000万元，主要担保对象为山东鲁能泰山铁塔有限公司、山东龙光天旭太阳能有限公司、山东恒信基塑业有限公司等，上述担保对象目前均处于正常经营状态，信誉度良好。

以2012年6月底财务数据测算，本次公司债券发行额度（75,000万元）占集团资产总额的14.81%、所有者权益总额的26.32%、货币资金的226.06%，除货币资金外其余占比相对较小。考虑到公司为集团的合并报表子公司，该笔担保对集团整体债务结构无影响。

总体看，新郎希努尔集团资产规模较大、资产质量较好，盈利能力尚可，对本次债券的保证体现了大股东对公司发展的信心和支持力度，其担保对本次债券信用状况有一定的积极作用。

十、综合评价

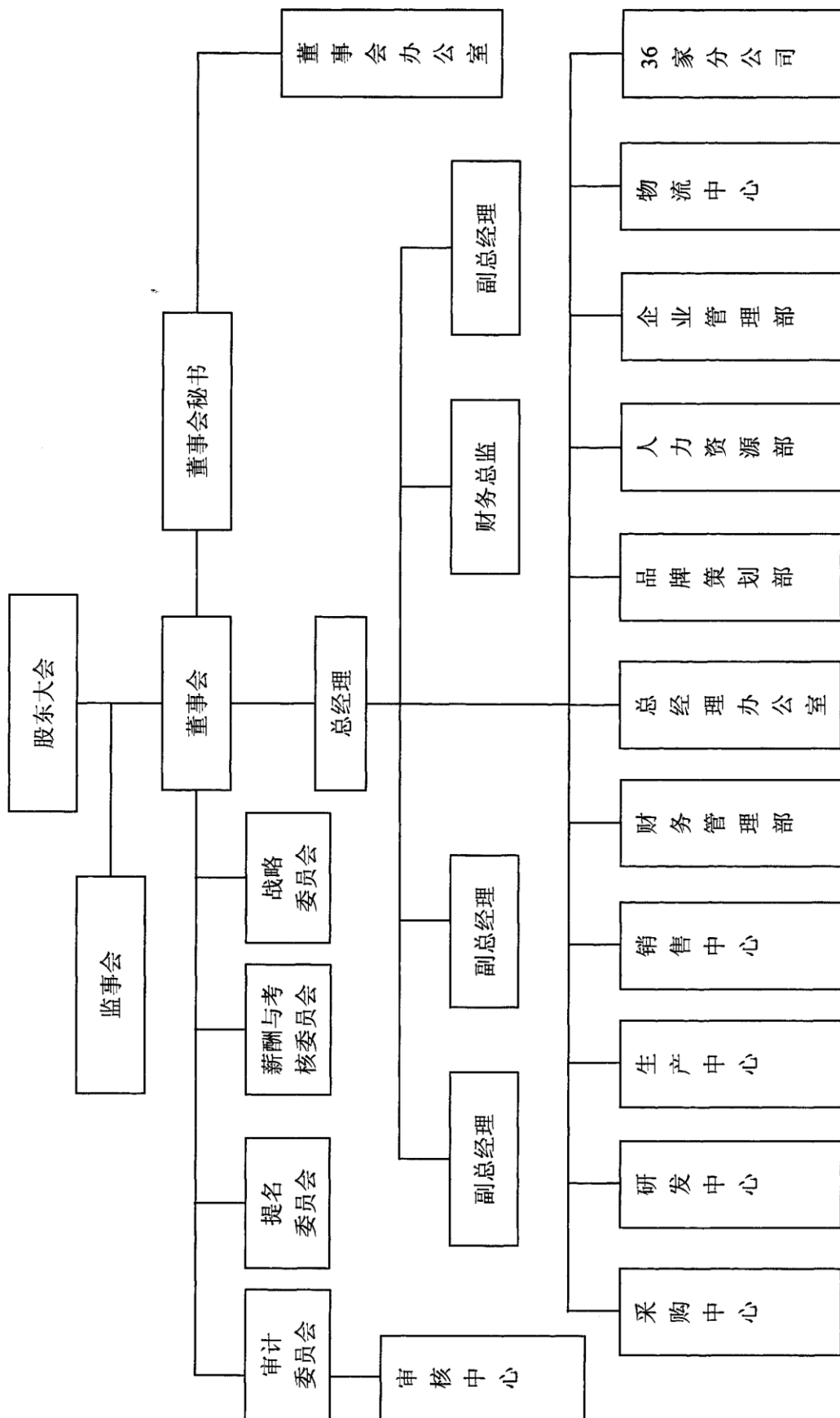
希努尔男装股份有限公司作为国内主要的服装生产企业之一，主业突出，多年来坚持以男士正装品牌为主打的经营策略，逐步形成了在生产规模、技术及工艺、品牌知名度、营销策略、区域网络建设等方面的优势。同时，联合评级也关注到服装行业竞争激烈、成本上升、公司销售网络覆盖率相对较低且布局不均衡等因素对公司基本面产生的不利影响。

2010年公司成功上市后，整体竞争力进一步提升。目前公司资产规模中等，资产质量较高，债务负担较轻，盈利能力和偿债能力较强。随着公司经营规模的进一步扩大，未来盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由新郎希努尔集团股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新郎希努尔集团经营规模较大，其所提供的担保对本次债券信用状况具有积极的影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 希努尔男装股份有限公司组织结构



附件 2-1 希努尔男装股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	18,521.13	137,227.62	45,232.23	56.28	22,016.48
交易性金融资产					
应收票据					174.77
应收账款	6,044.95	7,752.97	12,753.51	45.25	19,834.07
预付款项	7,791.89	7,590.83	58,717.36	174.51	84,106.18
应收利息					
应收股利					
其他应收款	572.40	713.71	737.27	13.49	834.82
存货	22,296.85	25,309.43	31,180.65	18.26	35,667.56
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	55,227.23	178,594.55	148,621.02	64.05	162,633.88
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	34,908.97	38,269.04	65,131.74	36.59	64,609.15
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	0.00	7,422.06	14.85	--	1,072.82
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	1,534.62	2,237.73	2,243.16	20.90	2,256.00
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	3,541.93	5,132.03	6,585.10	36.35	6,612.04
递延所得税资产	661.88	428.47	450.53	-17.50	497.34
其他非流动资产					
非流动资产合计	40,647.40	53,489.33	74,425.37	35.31	75,047.36
资产总计	95,874.63	232,083.88	223,046.39	52.53	237,681.24

附件 2-2 希努尔男装股份有限公司

2009 年~2012 年 6 月底公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	20,000.00	0.00	0.00	-100.00	15,000.00
交易性金融负债					
应付票据	9,067.02	10,966.61	10,778.31	9.03	5,165.00
应付账款	5,334.61	3,923.63	6,744.50	12.44	11,771.23
预收款项	7,961.66	5,583.60	3,985.61	-29.25	3,186.22
应付职工薪酬	1,471.93	1,733.63	2,062.68	18.38	1,611.82
应交税费	2,398.54	725.39	378.64	-60.27	1,633.67
应付利息					
应付股利					2,529.00
其他应付款	1,084.09	1,139.44	1,199.01	5.17	1,435.60
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	47,317.85	24,072.30	25,148.74	-27.10	42,332.53
非流动负债：					
长期借款	2,000.00	20,000.00	0.00	-100.00	0.00
应付债券					
长期应付款					
预计负债	1,964.00	2,105.00	2,084.00	3.01	1,990.00
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	3,964.00	22,105.00	2,084.00	-27.49	1,990.00
负债合计	51,281.85	46,177.30	27,232.74	-27.13	44,322.53
所有者权益：					
股本	15,000.00	20,000.00	20,000.00	15.47	32,000.00
资本公积	16,253.30	138,202.70	138,202.70	191.60	126,202.70
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	1,858.95	3,295.39	5,286.10	68.63	5,286.10
未分配利润	11,480.54	24,408.50	32,324.86	67.80	29,869.91
归属于母公司所有者权益合计	44,592.78	185,906.58	195,813.65	109.55	193,358.70
少数股东权益					
所有者权益合计	44,592.78	185,906.58	195,813.65	109.55	193,358.70
负债和所有者权益总计	95,874.63	232,083.88	223,046.39	52.53	237,681.24

附件3 希努尔男装股份有限公司
2009年~2012年6月公司合并利润表
(单位:人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	84,982.18	100,284.63	114,779.71	16.22	55,424.80
减: 营业成本	53,217.42	61,291.84	65,363.36	10.83	31,237.83
营业税金及附加	0.41	14.03	1,027.39	4,909.76	536.32
销售费用	13,365.60	15,503.52	20,085.53	22.59	11,457.29
管理费用	4,372.19	4,824.97	5,582.71	13.00	2,940.29
财务费用	1,124.39	1,174.92	-1,026.25	--	-80.24
资产减值损失	592.49	242.98	473.07	-10.64	503.73
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)					
投资收益(损失以“-”号填列)					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益(损益以“-”号添列)					
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	12,309.68	17,232.36	23,273.88	37.50	8,829.57
加: 营业外收入	1.57	15.82	198.14	1,021.70	17.20
减: 营业外支出	9.56	24.27	28.49	72.59	25.32
其中: 非流动资产处置损失	9.56	24.27	28.39	72.29	0.00
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	12,301.69	17,223.92	23,443.54	38.05	8,821.46
减: 所得税费用	1,201.05	2,859.51	3,536.47	71.59	1,276.41
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	11,100.64	14,364.41	19,907.07	33.92	7,545.05
其中: 归属于母公司所有者的净利润	11,100.64	14,364.41	19,907.07	--	7,545.05
少数股东损益					
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.74	0.88	1.00	16.25	0.24
(二) 稀释每股收益	0.74	0.88	1.00	16.25	0.24
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	11,100.64	14,364.41	19,907.07	33.92	7,545.05
归属于母公司所有者的综合收益总额	11,100.64	14,364.41	19,907.07	33.92	7,545.05
归属于少数股东的综合收益总额					

附件 4-1 希努尔男装股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	100,482.90	110,782.12	126,197.84	12.07	53,530.65
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	5,308.52	369.87	1,471.76	-47.35	3,388.96
经营活动现金流入小计	105,791.43	111,151.99	127,669.60	9.85	56,919.61
购买商品、接受劳务支付的现金	47,947.53	57,830.47	67,578.35	18.72	28,829.47
支付给职工以及为职工支付的现金	16,475.94	20,775.05	24,036.49	20.78	14,977.77
支付的各项税费	7,176.14	11,109.92	12,530.87	32.14	4,857.45
支付其他与经营活动有关的现金	12,377.56	11,599.83	15,173.29	10.72	7,198.03
经营活动现金流出小计	83,977.17	101,315.27	119,318.99	19.20	55,862.71
经营活动产生的现金流量净额	21,814.26	9,836.72	8,350.61	-38.13	1,056.90
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.03	33.36	187.08	1,245.15	29.97
收到其他与投资活动有关的现金	188.98	279.22	2,181.77	239.77	303.42
投资活动现金流入小计	190.02	312.58	2,368.85	253.08	333.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,247.34	16,357.61	71,608.05	103.76	29,405.89
投资支付的现金					
投资活动现金流出小计	17,247.34	16,357.61	71,608.05	103.76	29,405.89
投资活动产生的现金流量净额	-17,057.32	-16,045.03	-69,239.20	101.47	-29,072.50
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	126,949.40	0.00	--	0.00
取得借款收到的现金	22,000.00	30,000.00	0.00	-100.00	15,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	945.60	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	22,000.00	157,895.00	0.00	-100.00	15,000.00
偿还债务支付的现金	10,000.00	32,000.00	20,000.00	41.42	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,329.00	1,216.50	10,943.74	31.50	7,397.20
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	604.28	0.00	--	0.00
筹资活动现金流出小计	16,329.00	33,820.78	30,943.74	37.66	7,397.20
筹资活动产生的现金流量净额	5,671.00	124,074.22	-30,943.74	--	7,602.80
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-35.80	-109.22	-68.91	38.73	3.71
五、现金及现金等价物净增加额	10,392.14	117,756.69	-91,901.24	--	-20,409.09
加: 期初现金及现金等价物余额	3,595.48	13,987.62	131,744.31	505.32	39,843.07
六、期末现金及现金等价物余额	13,987.62	131,744.31	39,843.07	68.77	19,433.98

附件 4-2 希努尔男装股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月公司现金流量表补充
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	11,100.64	14,364.41	19,907.07	33.92	7,545.05
加: 资产减值准备	542.70	67.94	173.91	-43.39	410.74
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,961.48	3,414.64	4,160.59	18.53	2,043.82
无形资产摊销	35.98	51.37	60.74	29.93	33.52
长期待摊费用摊销	682.43	1,165.50	1,466.96	46.62	1,046.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	8.15	-12.02	-130.38	--	8.85
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	1.41	0.00	7.42	129.23	0.00
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)					
财务费用(收益以“-”号填列)	925.82	1,039.04	-1,171.74	--	-380.93
投资损失(收益以“-”号填列)					
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-393.85	233.41	-22.06	-76.33	-46.81
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)					
存货的减少(增加以“-”号填列)	7,057.32	-2,954.84	-5,722.03	--	-4,486.91
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	2,818.62	-1,995.31	-10,121.22	--	-32,644.14
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-3,926.44	-5,537.43	-258.64	-74.33	27,526.93
其他					
经营活动产生的现金流量净额	21,814.26	9,836.72	8,350.61	-38.13	1,056.90
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3.现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	13,987.62	131,744.31	39,843.07	68.77	19,433.98
减: 现金的期初余额	3,595.48	13,987.62	131,744.31	505.32	39,843.07
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	10,392.14	117,756.69	-91,901.24	--	-20,409.09

附件 5 希努尔男装股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	11.83	13.81	10.62	3.23
存货周转次数（次）	2.04	2.54	2.30	0.93
总资产周转次数（次）	0.93	0.61	0.50	0.24
盈利能力				
总资本收益率（%）	16.98	10.65	9.85	3.67
总资产报酬率（%）	14.66	11.25	10.72	3.90
净资产收益率（%）	26.64	12.46	10.43	3.88
主营业务毛利率（%）	37.61	39.14	43.07	43.62
营业利润率（%）	37.38	38.87	42.16	42.67
费用收入比（%）	22.20	21.44	21.47	25.83
财务构成				
资产负债率（%）	53.49	19.90	12.21	18.65
全部债务资本化比率（%）	41.06	14.28	5.22	9.44
长期债务资本化比率（%）	4.29	9.71	0.00	0.00
偿债能力				
EBITDA（万元）	17,060.58	23,071.93	30,075.57	12,117.78
EBITDA 利息倍数	15.81	18.97	31.87	70.37
EBITDA 全部债务比	0.55	0.75	2.79	0.60
经营现金债务保护倍数	0.70	0.32	0.77	0.05
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.15	-0.20	-5.65	-1.39
流动比率	1.17	7.42	5.91	3.84
速动比率	0.70	6.37	4.67	3.00
现金短期债务比	0.64	12.51	4.20	1.10
经营现金流动负债比率（%）	46.10	40.86	33.20	2.50
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	4.41	-5.10	-64.52	-162.69
现金流				
现金收入比率（%）	118.24	110.47	109.95	96.58
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	4,756.95	-6,208.31	-60,888.59	-28,015.60
本次公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数（倍）	0.23	0.31	0.40	0.16

附件 6-1 新郎希努尔集团股份有限公司
2009~2012 年 6 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	22,283.88	140,799.22	57,292.89	60.34	33,177.73
交易性金融资产					
应收票据					174.77
应收账款	10,196.02	16,193.64	18,334.48	34.10	29,038.20
预付款项	25,977.66	42,484.95	82,224.46	77.91	122,198.65
应收利息					
应收股利					
其他应收款	15,147.97	13,870.30	9,116.78	-22.42	18,275.21
存货	33,424.97	37,082.32	55,287.22	28.61	58,649.26
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	107,030.50	250,430.42	222,255.84	44.10	261,513.82
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资		2,139.20	5,789.70	--	5,790.00
投资性房地产		46,573.00	114,978.73	--	114,978.73
固定资产	67,341.71	86,148.54	81,977.14	10.33	82,059.56
在建工程	38,741.08	30,940.84	24,501.46	-20.47	24,538.89
工程物资	162.01	7.33	1.80	-89.45	
固定资产清理					
无形资产	10,307.16	8,696.77	9,244.60	-5.29	9,061.28
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	4,018.13	5,979.24	7,679.77	38.25	7,617.81
递延所得税资产	961.12	607.56	851.68	-5.87	898.49
其他非流动资产					
非流动资产合计	121,531.21	181,092.47	245,024.87	41.99	244,944.75
资产总计	228,561.72	431,522.89	467,280.71	42.98	506,458.56

附件 6-2 新郎希努尔集团股份有限公司
2009~2012 年 6 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	74,500.00	74,200.00	82,100.00	4.98	124,100.00
交易性金融负债					
应付票据	9,067.02	12,068.81	15,396.81	30.31	10,145.50
应付账款	8,818.94	10,453.46	23,474.96	63.15	24,693.72
预收款项	17,700.35	9,509.20	8,646.65	-30.11	5,179.37
应付职工薪酬	2,753.33	2,201.03	2,365.51	-7.31	1,895.60
应交税费	1,765.48	2,126.83	946.03	-26.80	2,852.97
应付利息			152.97	--	152.97
应付股利	4,160.04	4,160.04	4,160.04	0.00	4,160.04
其他应付款	17,801.94	32,684.26	17,483.13	-0.90	12,028.89
一年内到期的非流动负债		20,000.00	18,800.00	--	15,000.00
其他流动负债					0.00
流动负债合计	136,567.10	167,403.63	173,526.11	12.72	200,209.06
非流动负债：					
长期借款	9,500.00	3,800.00		-100.00	
应付债券	15,000.00	15,000.00		-100.00	
长期应付款					
专项应付款					
预计负债	1,964.00	2,105.00	2,084.00	3.01	1,990.00
递延所得税负债		9,229.98	19,265.16	--	19,265.16
其他非流动负债					
非流动负债合计	26,464.00	30,134.98	21,349.16	-10.18	21,255.16
负债合计	163,031.10	197,538.61	194,875.27	9.33	221,464.22
所有者权益：					
股本	7,000.00	7,000.00	7,000.00	0.00	7,000.00
资本公积	17,051.86	97,588.58	125,464.72	171.25	118,664.92
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	1,188.31	1,188.31	2,039.53	31.01	2,039.53
未分配利润	16,858.92	23,776.57	22,872.30	16.48	30,731.36
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	42,099.09	129,553.47	157,376.55	93.35	158,435.81
少数股东权益	23,431.53	104,430.81	115,028.88	121.57	126,558.53
所有者权益合计	65,530.62	233,984.27	272,405.44	103.89	284,994.34
负债和所有者权益总计	228,561.72	431,522.89	467,280.71	42.98	506,458.56

附件 7 新郎希努尔集团股份有限公司

2009~2012 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	95,563.85	135,819.31	131,414.65	17.27	69,637.54
减: 营业成本	58,827.70	81,889.79	76,917.83	14.35	39,678.33
营业税金及附加	267.10	2,104.40	1,580.40	143.25	1,162.54
销售费用	16,143.28	19,133.25	23,194.40	19.87	13,470.48
管理费用	7,617.89	8,417.59	10,079.65	15.03	5,260.25
财务费用	2,929.74	3,985.58	4,653.44	26.03	3,772.27
资产减值损失	594.34	715.27	758.93	13.00	503.73
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)			2,972.53	--	
投资收益 (损失以“-”号填列)					109.12
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损失以“-”号填列)					
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	9,183.81	19,573.42	17,202.52	36.86	5,899.06
加: 营业外收入	306.23	367.84	3,150.92	220.77	8,843.85
减: 营业外支出	62.75	594.43	44.64	-15.66	32.05
其中: 非流动资产处置损失			32.18	--	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	9,427.28	19,346.83	20,308.80	46.77	14,710.86
减: 所得税费用	975.65	4,496.84	4,097.27	104.93	1,765.45
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	8,451.64	14,849.99	16,211.53	38.50	12,945.40
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3,526.16	7,953.34	5,613.45	26.17	7,859.06
少数股东损益	4,925.48	6,896.65	10,598.08	46.69	5,086.35

附件 8 新郎希努尔集团股份有限公司

2009~2012 年 6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	117,857.36	137,940.01	145,993.74	11.30	61,824.78
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	980.40	22,649.63	6,167.71	150.82	9,009.83
经营活动现金流入小计	118,837.76	160,589.64	152,161.44	13.16	70,834.61
购买商品、接受劳务支付的现金	65,716.35	82,666.84	86,884.50	14.98	36,207.76
支付给职工以及为职工支付的现金	19,505.21	25,137.09	28,703.14	21.31	16,361.37
支付的各项税费	9,020.87	13,831.60	16,614.93	35.71	5,690.55
支付其他与经营活动有关的现金	15,110.23	32,181.00	20,286.90	15.87	10,701.03
经营活动现金流出小计	109,352.66	153,816.53	152,489.47	18.09	68,960.71
经营活动产生的现金流量净额	9,485.10	6,773.11	-328.03	--	1,873.90
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					107.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	58.36	191.08	--	35.47
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1.03	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	338.13	279.22	2,440.08	168.63	404.04
投资活动现金流入小计	339.16	337.58	2,631.16	178.53	546.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	38,025.29	23,348.29	67,249.29	32.99	35,840.01
投资支付的现金	0.00	2,139.20	3,650.50	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	38,025.29	25,487.49	70,899.79	36.55	35,840.01
投资活动产生的现金流量净额	-37,686.12	-25,149.90	-68,268.63	34.59	-35,293.18
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1,755.00	126,949.40	0.00	-100.00	3,006.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	102,911.60	104,200.00	88,360.00	-7.34	97,140.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	9,627.00	--	46,196.85
筹资活动现金流入小计	104,666.60	231,149.40	97,987.00	-3.24	146,342.85
偿还债务支付的现金	63,220.00	90,200.00	96,760.00	23.71	58,940.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,284.45	4,897.84	12,273.59	39.75	6,856.46
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	3,700.00	--	68,439.33
筹资活动现金流出小计	69,504.45	95,097.84	112,733.59	27.36	134,235.79
筹资活动产生的现金流量净额	35,162.15	136,051.56	-14,746.59	--	12,107.06
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-36.11	-109.22	-68.93	38.17	3.71
五、现金及现金等价物净增加额	6,925.02	117,565.54	-83,412.18	--	-21,308.50
加: 期初现金及现金等价物余额	15,358.87	17,750.37	135,315.92	196.82	51,903.74
六、期末现金及现金等价物余额	22,283.88	135,315.92	51,903.74	52.62	30,595.23

注: 2009 年期末现金及现金等价物余额与 2010 年期初现金及现金等价物余额存在一定差异, 主要是 2010 年所填列货币资金余额扣除了承兑保证金所致

附件 9 新郎希努尔集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	--	--	7.34	--
存货周转次数（次）	--	--	1.66	--
总资产周转次数（次）	0.47	0.41	0.29	0.14
盈利能力				
总资产收益率（%）	7.34	7.32	6.08	--
总资产报酬率（%）	6.03	7.27	5.97	--
净资产收益率（%）	13.73	9.92	6.40	4.64
主营业务毛利率（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	38.16	38.16	40.27	41.35
费用收入比（%）	27.93	23.22	28.86	32.31
财务构成				
资产负债率（%）	71.33	45.78	41.70	43.73
全部债务资本化比率（%）	62.25	34.83	29.92	34.37
长期债务资本化比率（%）	27.21	7.44	0.00	0.00
偿债能力				
EBITDA（万元）	--	--	35,384.13	--
EBITDA 利息倍数	--	--	5.43	--
EBITDA 全部债务比	--	--	0.30	--
经营现金债务保护倍数	0.09	0.05	0.00	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.26	-0.15	-0.59	-0.22
流动比率	0.78	1.50	1.28	1.31
速动比率	0.54	1.27	0.96	1.01
现金短期债务比	0.27	1.32	0.49	0.22
经营现金流动负债比率（%）	6.95	4.05	-0.19	0.94
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-9.72	-3.96	-10.52	--
现金流				
现金收入比率（%）	123.33	101.56	111.09	88.78
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	-28,201.02	-18,376.80	-68,596.65	-33,419.28
本次公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数（倍）	--	--	0.47	--

附件 10 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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券发行额度
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 / 本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券发行额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 11 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。

联合信用评级有限公司关于 希努尔男装股份有限公司 2012 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年希努尔男装股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

希努尔男装股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。希努尔男装股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注希努尔男装股份有限公司的相关状况，如发现希努尔男装股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如希努尔男装股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至希努尔男装股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送希努尔男装股份有限公司、监管部门、交易机构等。



企业法人营业执照

NK 0012611

须知

(副本)

注册号

12011406900000

联合信用评级有限公司

天津市南开区本安公路北道28号爱丽园公寓508

名称住所

吴金善

法定代表人姓名

叁仟万元人民币

叁仟万元人民币

有限责任公司(法人独资)

注册资本
实收资本
经营范围

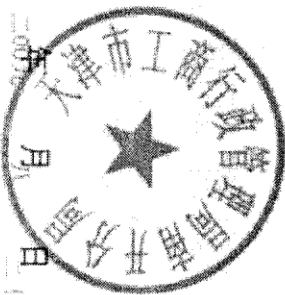
从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评估业务(国家专项规定的按国家专项规定办理)

年度检验情况

2010.5.28	2011.6.6	2012.6.6	
-----------	----------	----------	--

1. 《企业法人营业执照》是企业法人资格和合法经营的凭证。
2. 《企业法人营业执照》分为正本和副本,正本和副本具有同等法律效力。
3. 《企业法人营业执照》正本应当置于住所或主要经营场所。
4. 《企业法人营业执照》不得伪造、涂改、出租、出借、转让。
5. 需变更事项发生变更,应当由公司向登记机关申请变更登记,换领《企业法人营业执照》。
6. 每年三月一日至六月三十日,应当参加年度检验。
7. 《企业法人营业执照》被吊销后,不得开展经营活动或变更经营场所。
8. 办理注销登记,应当交回《企业法人营业执照》正本和副本。
9. 《企业法人营业执照》遗失或者毁损的,应当在公司登记机关指定的报纸上声明作废,申请补领。

仅限评级业务使用
复印无效



成立日期
营业期限

2002年5月10日

2002年5月10日

至 2032年5月9日

仅限 复印 使用 无效



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司
 业务许可种类：证券市场资信评级
 法定代表人：吴金普



注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
 编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

2009 年 9 月 3 日