

瑞银证券有限责任公司关于贵人鸟股份有限公司2014年公司债券重大事项受托管理事务临时报告

瑞银证券有限责任公司(以下简称“瑞银证券”)编制本报告的内容及信息均来源于贵人鸟股份有限公司(以下简称“发行人”或“公司”)的相关公开披露文件以及第三方中介机构出具的专业意见。瑞银证券对报告中所包含的相关内容和信息未进行独立验证,也不就该等引述内容和信息的真实性、准确性和完整性做出任何保证或承担任何责任。

本报告不构成对投资者进行或不进行某项行为的推荐意见,投资者应对相关事宜做出独立判断,而不应将本报告中的任何内容作为瑞银证券所作承诺或声明。在任何情况下,投资者依据本报告所进行的任何作为或不作为,瑞银证券不承担任何责任。

瑞银证券作为贵人鸟公司公开发行的“14 贵人鸟”债券受托管理人,代表债券全体持有人,持续密切关注“14 贵人鸟”对债券持有人权益有重大影响的事项。

根据《公司债券发行与交易管理办法》、《公司债券受托管理人执业行为准则》、《公司债券日常监管问答(五)》及《债券受托管理协议》的约定,现就相关重大事项报告如下:

一、本次公司债券的重大事项

(一)对外担保情况

根据公司2018年12月12日公告的《贵人鸟股份有限公司为关联方提供担保的公告》(2018-081号),2018年12月11日,公司与第三方签订《湖北杰之行体育产业发展有限公司股权转让协议》,公司向持有方湖北杰之行体育产业发展有限公司(以下简称“杰之行”)股权全部对外转让(具体详见公司同步披露的《贵人鸟关于出售控股子公司股权及变更相关业绩补偿方案的公告》(2018-080号)),本次交易实施后,公司不再将杰之行纳入公司合并报表范围内。由于公司董事、副总经理林思恩先生同时兼任杰之行的董事,依照《上海证券交易所关联交易指引》的规定:“根据与上市公司或者其关联人签署的协议或者作出的安排,在协议或者安排生效后,或在未来十二个月内,将具备成为上市公司关联方情形和,构成与上市公司的关联关系”,因此杰之行构成公司的关联方,导致公司原为杰之行提供担保被构成关联方提供担保。

证券代码:603555
债券代码:122346

证券简称:贵人鸟
债券简称:14 贵人鸟

公司第三届董事会第十七次会议审议通过上述为关联方提供担保的议案,关联董事林天福、林清辉、林思恩、林思群回避表决该项议案。上述议案经董事会审议通过后,尚需提交公司2018年第四次临时股东大会审议。

杰之行财务状况:经审计,截至2018年9月30日,杰之行资产总额为117,738.84万元,净资产为36,779.07万元;2018年1-9月,杰之行实现营业收入为91,371.46万元,净利润为-1,189.42万元。

经审计,截至2017年12月31日,杰之行资产总额为113,162.19万元,净资产为37,968.49万元;2017年度,杰之行实现营业收入102,157.58万元,净利润4,075.49万元。

公司为杰之行的银行授信及提供债务授信提供的担保总额不超过4.4亿元,截至公告日,公司为杰之行提供的担保实际发生额为4.15万元。担保方式为连带责任担保,存在反担保,上述所有由公司为杰之行提供的担保,均由陈光雄先生、邱小杰先生及其配偶汪丽女士、武汉杰致投资中心(普通合伙)提供反担保。陈光雄先生为杰之行股权的受让方;邱小杰先生为杰之行股东之一,现任杰之行董事长兼法定代表人;武汉杰致投资中心(普通合伙)的主要合伙人杰之行的现任或曾任中高层管理人员。

截至公告披露日,公司及控股子公司对外担保总额为0亿元,公司对控股子公司提供的实际担保总额为4.25亿元(公司为杰之行实际提供的担保金额4.15亿元),上述数额占公司最近一期经审计净资产的比例为16.18%。公司不存在逾期担保的情况。

(二)预计重大损失事项

1.出售控股子公司股权

根据公司2018年12月12日公告的《贵人鸟股份有限公司关于出售控股子公司股权及变更相关业绩承诺补偿方案的公告》(2018-080号),公司拟与陈光雄签署《湖北杰之行体育产业发展有限公司股权转让协议》,公司将持有的杰之行50.01%股权转让给陈光雄先生,本次交易价格参照相关评估报告及公司享有的承诺方的业绩补偿权拟转让作价,转让价格共计人民币30,006万元。本次交易实施后,公司不再将杰之行纳入合并报表范围。

公司于2018年12月11日召开的第三届董事会第十七次会议审议通过

证券代码:603555
债券代码:122346

证券简称:贵人鸟
债券简称:14 贵人鸟

公告编号:临 2018-087

贵人鸟股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

贵人鸟股份有限公司(以下简称“公司”或“本公司”)于2018年12月12日收到上海证券交易所《关于贵人鸟股份有限公司出售控股子公司股权事项问询函》(上证公函【2018】2712号,以下简称“问询函”),公司现就问询函相关问题综合回复如下:

鞋服企业是传统行业成员之一,部分拥有自主品牌及供应链的优质大型品牌企业。经过多年的发展,鞋服零售行业转型升级,已逐步从行业低谷迈向复苏阶段。但多数下游鞋服零售企业仍处于转型调整过程,同时基于宏观经济形势下,整体鞋服零售企业近年经营状况波动较大,行业业绩波动明显。公司控股子公司湖北杰之行体育产业发展有限公司(以下简称“杰之行”)上述杰之行体育用品有限公司的线下实体店销售,其经营业绩也受到整体鞋服行业经营环境的影响,出现了较大的波动,未能达到预计的经营目标,同时由于实体店面的运营对资金需求较大,去年以来企业的整体经营环境也出现较大的变化,出于主业及企业财务考虑,盘活存量资产,提升公司整体运营效率,确保公司核心品牌运营装备业务良性运营的战略合作,公司做出了出售控股子公司杰之行的有关决定。

本公司对杰之行自初始收购、商誉减值测试至出售的有关作价及评估,也因宏观经济环境及杰之行自身经营业绩、经营模式调整以及未来经营预期的变化,导致存在一定差异,现就该等差异及《问询函》问题具体回复如下:

2016年6月,你公司以3.83亿元现金收购湖北杰之行体育产业发展有限公司(以下简称杰之行)50.01%的股份,成为其控股股东。2018年12月12日,你公司发布公告称,拟以3亿元转让持有的杰之行50.01%股权给陈光雄,作价包括杰之行股权作价2亿元以及业绩补偿权利1亿元,预计导致公司2018年度产生投资亏损1.3亿元。针对上述公告后审核,根据本所《股票上市规则》第17.1条有关规定,现请公司核实并补充披露以下事项。

一、根据前期公告,公司于2016年6月收购杰之行时按照市盈率法对标的公司进行估值,即以标的公司2015年经审计的净利润为基准,以15倍市盈率确定估值,整体估值确认为6亿元;而根据公司出售杰之行股权的公告,经资产基础法与收益法评估,杰之行评估价值分别为3.98亿元、3.70亿元。两次评估以资产基础法的评估结果作为最终评估结论,较2016年6月第一次评估增值33.64%。对此,请公司补充披露:

(1)量化分析两次评估增值、评估参数的具体情况及其变化,说明前后两次估值存在较大差异的原因和合理性;

回复:公司初始投资杰之行,经审计,杰之行2014年度实现净利润为1,740.04万元,2015年度实现净利润为4,000.08万元,杰之行属于扩张时期,期间业绩增长较快,同时,杰之行及关联方原始股东自假设预测,2016年度将实现净利润不低于5,000.00万元,未来在核心商圈新增布局阿迪、耐克等知名品牌店铺后,预计将有更大的业绩突破。因此对其初始投资,适用市盈率法的情形,经综合行业估值情况,公司按照市盈率法对杰之行进行估值,即以杰之行2015年经审计净利润为基准,以15倍市盈率确定估值,整体估值确认为6亿元。

杰之行2015年经审计净利润,经天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对杰之行2018年1至9月审计后,杰之行2018年1-9月亏损1,189.42万元。其业绩与初始投资时发生较大变化,交易双方无法接受以资产基础法对本次交易进行提前估值评估,因此通过评估机构评估结果综合判断杰之行股权价值,导致了评估采用资产基础法与收益法的估值结果与收购时的估值结果的较大差异。因估值方法不同,其有关评估参数不具备可比性。

综上所述,因交易时点不同,交易标的在各时点的经营状况不同,所采取的估值方法不同,造成前后两次估值存在较大差异,具备合理性。

评估机构发表意见:根据贵人鸟股份有限公司2016-36贵人鸟股份有限公司关于收购湖北杰之行体育产业发展有限公司部分股权并增资的公告》“双方约定,本次交易中,按照市盈率法对标的公司进行估值。即以标的公司2015年度经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计的净利润为基础,以15倍市盈率确定估值。经双方协商,本次交易中标的公司的整体估值确认为6亿元。”

截至2015年12月31日,经审计,杰之行总资产人民币96,407.17万元,净资产人民币18,597.05万元;2015年度实现营业收入人民币81,738.04万元,净利润人民币4,000.08万元。

因此,其收购时估值主要参数为市盈率15倍,且假设前提是未来三年的业绩承诺2亿元,即“杰之行”2016年净利润不低于5,000万元,三年(2016年至2018年)净利润合计不低于2亿元”。

根据天健会计师事务所深圳分所对湖北杰之行2016、2017年度和天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对2018年1-9月的审计后的营业收入和净利润如下:

单位:人民币万元

项目	2016年	2017年	2018年1-9月
一、营业收入	88,665.61	102,157.58	91,371.46
二、净利润	5,119.60	4,096.71	-1,189.42
三、归属于母公司股东的净利润	5,119.60	4,096.71	-1,189.42

由上表可看出,其市盈率倍数已不适应2018年9月30日时的估值要求,同时三年完成净利润2亿元的前提假设无法适用;收购时净利润(2015年度)为人民币4,000.08万元下降至2018年1-9月的-1,189.42万元,经营状况和盈利能力的巨大下降,直接导致了本次评估采用资产基础法和收益法的估值结果与收购时的估值结果的大差异。

综上,上述前后两次估值存在较大差异是合理的。

(2)具体说明本次出售股权采用资产基础法的评估结果作为最终评估结论的合理性,以及收益法评估过程中评估参数的选择依据,并对评估结果影响较大的各项参数进行敏感性分析,同时请公司提供近期公开市场相同或相似行业的资产的评估情况进行比较;

公司回复及评估机构发表意见:因杰之行目前处于业务模式的转型期,即以直营店经营为主转向向联营店经营为主,同时2018年1-9月经营利润已由盈转亏,虽然本次收益法的评估考虑了未来业务结构的变化,但未来是否能完成盈利预测受市场环境及公司营销能力影响较大,因此未来业务结构调整后盈利能力存在不确定性;而资产基础法从资产重置的角度反映了资产的公平市场价值,结合本次评估情况,杰之行评估提供了其资产负债相关资料,评估师也从外部收集到满足资产基础法所需的数据,评估机构对被评估单位资产负债进行全面清查和评估,因此相对而言,资产基础法评估结果较为可靠,因此本次评估以资产基础法的评估结果作为最终评估结论较为合理。

收益法评估的主要参数的选择依据:

①营业收入及毛利率

杰之行营业收入的历史数据如下所示:

单位:人民币万元

项目名称	2016年	2017年	2018年1-9月
批发	24,585.74	19,764.78	26,304.37
直营	34,085.74	18,514.25	41,009.58
联营	21,701.09	14,361.43	23,706.49
招商	4,416.63	3,340.83	6,401.24
其他	3,876.41	4,842.36	2,733.90
合计	88,665.61	59,371.65	102,157.58

各渠道收入年增长率,及毛利率变化如下表所示:

渠道	2016年	2017年	2018年1-9月
批发	年增长率: 53.63%	年增长率: 15.13%	年增长率: 6.63%
直营	年增长率: 25.64%	年增长率: 20.31%	年增长率: 42.66%
联营	年增长率: -9.68%	年增长率: 9.24%	年增长率: 30.14%
招商	0.08%	24.18%	0.45%

由上表可知,各渠道收入受市场环境、活动力度逐年加大,毛利率是随之下降,整体收入呈上升趋势。经统计得知,公司结合目前各品牌的销售状况,2019年-2020年将进行业务结构调整,调整的方向主要为关闭部分低效店,开设符合阿迪品牌大店;同时调整直营店结构,扩大分销渠道。业务结构调整后,直营业务(直营+联营)收入预计占企业主营业务收入的比例50%左右。(注:大店是按按照品牌公司的要求面积在一定平方以上的店铺(350平米/750平米/1200平米),品牌公司对于大店的投资,通常会安排专业的人员或机构对店铺选址,租金要求、人流量、目标人群以及消费能力等各个方面进行严格筛选,只有符合条件的才会发放授权书,以获得授权的大店,由品牌公司提供人员培训,绝大部分的货品配置管理以及线上线下联营店的经营权等)。

2018年企业因着手准备业务结构调整,同时直营和联营门店持续了部分因关店导致的溢余存货,致直售、联营业务毛利大幅下降。因大店的经营风险较大,经营效益突出,以后年度随着大店数量逐步增加,直营和联营业务的毛利也将随之提高;另一方面,企业通过部分自有门店转为加盟门店,增加加盟门店数量等途径,进一步扩大分销渠道,使得加盟分销占比提升,收入的比例上升,批发毛利也随之提高;电商业务占整体业务收入比例较低,且毛利率相对较低,本次评估不作相应预测;其他业务主要包括与招商业务相关除分成以外的商场收入及自有房产的租赁收入。

通过上述分析,营业收入、成本预测如下表所示:

单位:人民币万元						
项目名称	类别	2018年 10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
批发	收入	8,831.48	42,391.09	47,478.02	52,225.82	56,403.88
	成本	8,131.05	38,625.39	42,838.92	46,867.47	50,617.08
	毛利率	7.93%	8.88%	9.77%	10.27%	10.36%
直营	收入	12,833.93	43,635.38	39,271.84	42,413.59	44,958.40
	成本	7,855.43	24,833.14	22,180.60	23,862.76	25,294.52
	毛利率	38.79%	43.09%	43.52%	43.74%	43.74%
联营	收入	6,240.26	21,284.88	19,156.39	20,688.90	21,920.23
	成本	4,429.25	14,865.73	13,266.94	14,296.38	15,154.17
	毛利率	29.01%	30.44%	30.74%	30.90%	30.90%
招商	收入	2,041.53	8,982.71	9,701.33	10,283.41	10,694.75
	成本	1,601.61	7,047.09	7,610.86	8,067.51	8,390.21
	毛利率	21.55%	21.55%	21.55%	21.55%	21.55%
其他业务	收入	206.73	895.18	988.05	1,011.06	1,051.51
	成本	4.90	21.56	23.28	24.68	25.67
	毛利率	97.96%	97.96%	97.96%	97.96%	97.96%
合计	收入	30,173.92	117,189.21	116,565.63	126,622.78	135,038.77
	成本	22,022.24	85,333.10	85,020.51	93,119.00	99,461.65
	毛利率	27.02%	27.18%	26.29%	26.49%	26.30%

折现率应该与预期收益的口径保持一致。由于本次评估报告选用的是企业现金流折现模型,预期收益口径为企业现金流,故相应的折现率选取加权平均资本成本(WACC),计算公式如下:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times \frac{D}{E+D}$$

A、无风险利率的确定

国债收益率普遍被认为是无风险的,因持有该债权到期不能兑付的风险很小,可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息,10年期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.61%,本次评估报告以 3.61%作为无风险收益率。

B、贝塔系数的确定

根据被评估单位的业务特点,评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 10 家沪深 A 股可比上市公司的 βL 值(起始交易日期:2013 年 09 月 30 日;截止交易日期:2018 年 09 月 30 日),然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 βE。在计算资本结构时 D/E 按市场价值确定,将计算出来的 βU 取平均值 0.955 作为被评估单位的 βU 值。

根据与管理层访谈及综合分析,假设企业预测期内付息债务保持基准日的规模,则 D/E=146.88%

将上述确定的参数代入权益系统风险系数公式,计算出被评估单位的风险系数 βE。

$$\beta_E = [1 + (1 + D/E) \times \beta_U] \times \beta_U$$

=2.008

C、市场风险溢价的确定

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面,历史数据较短,并且在市场建立的前期中,外汇流动实行严格的管制,再加上国内证券市场结构畸形的特有原因,直接通过历史数据得出的市场风险溢价不具有可信度;而在成熟市场中,由于有较长的历史数据,市场总体的风险溢价可以直接通过分析历史数据得到;因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行适当调整,计算公式为:

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+中国股票市场违约贴息

在美国股票市场风险溢价和中国股票市场违约贴息数据的基础上,计算得到评估基准日中国市场的风险溢价为 6.07%。

D、企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数是指企业相对于同行业企业的具体风险,影响因素主要有:(1)企业所处发展阶段;(2)历史经营业绩;(3)主要产品所处发展阶段;(4)企业经营模式、产品和地区的分布;(5)公司内部控制及管理控制机制;(6)管理层的经验和资历;(7)企业经营规模;(8)对主要客户及供应商的依赖;(9)财务状况;(10)法律、环保等方面的风险。

综合考虑上述因素,我们将本次评估中的个别风险调整系数确定为 3%。

E、折现率计算结果

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式,计算出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta_E \times MRP + R_s$$

=18.83%

将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式,计算出被评估单位的加权平均资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times \frac{D}{E+D}$$

=10.22%

F、主要参数如下

项目/年度	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定年
一、营业收入	117,189.21	116,565.63	126,622.78	135,038.77	141,337.26	141,337.26
成本	85,333.10	85,020.51	93,119.00	99,461.65	104,304.94	104,304.94
毛利	31,856.11	31,545.12	33,503.78	35,577.12	37,032.32	37,032.32
二、营业费用	21,863.99	21,167.73	22,627.69	23,822.04	24,682.02	24,682.02
三、管理费用	2,436.50	2,525.50	2,620.11	2,718.74	2,821.55	2,821.55
四、财务费用	3,177.93	3,177.93	3,177.93	3,177.93	3,177.93	3,177.93
五、营业利润	3,068.30	3,099.02	4,345.86	5,063.83	5,544.76	5,544.76
六、利润总额	3,068.30	3,099.02	4,345.86	5,063.83	5,544.76	5,544.76
七、净利润	2,784.66	2,774.76	3,963.05	4,559.64	4,936.19	4,936.19
八、净利润	2,903.64	2,934.27	3,259.39	3,797.87	4,158.57	4,158.57
九、利息支出	2,903.64	2,934.27	3,259.39	3,797.87	4,158.57	4,158.57
十、折旧	782.84	752.84	782.84	752.84	752.84	752.84
十一、摊销	1,890.36	1,890.36	1,890.36	1,890.36	1,890.36	1,890.36
十二、资本性支出	2,643.29	2,643.29	2,643.29	2,643.29	2,643.29	2,643.29
十三、折旧摊销	1,941.18	1,665.88	3,363.05	2,875.07	2,162.70	2,162.70
十四、企业自由现金流量	728.26	4,774.68	2,277.79	3,305.65	4,379.26	6,542.02
折现率(折现率)	6,720.44	4,028.34	1,743.87	2,296.55	2,760.82	4,034.22
WACC(折现率)	10.20%	10.20%	10.20%	10.20%	10.20%	10.20%
折现率	0.9297	0.8437	0.7656	0.6947	0.6304	0.6187
六、投资资本现值合计						54,632.49
七、溢余资产、非经营资产						36,833.50
八、企业投资价值整体价值						91,465.99
九、付息债务价值						54,116.63
十、股东全部权益价值						37,349.36

③敏感性分析

对营业收入、毛利率、折现率进行敏感性分析如下:

序号	项目	收入	毛利率	折现率
1	营业收入	-3.00%	-1.00%	0.00%
2	估值(万元)	5,361.60	26.6136%	37.0493%
3	差异率	-5911.05%	-139.20%	0
1	项目	收入	毛利率	折现率
1	营业收入	-3.00%	-1.00%	0.00%
2	估值(万元)	13,965.57	29.3628%	37.0493%
3	差异率	-165.29%	-20.75%	0
1	项目	收入	折现率	折现率
1	营业收入	-3.00%	-1.00%	0.00%
2	估值(万元)	38,960.81	37.6732%	36.4839%
3	差异率	3.16%	-0.87%	-1.88%

项目：速尔公路 惠山公路 和毛里求斯公路和毛里求斯公路 牛庄公路 牛庄公路

通过上述分析,营业收入和毛利率的变动与评估值正相关,而折现率的变动则与评估值负相关;同时营业收入和毛利率的变动对评估值的敏感性较大。

同时请公司提供近期公开市场相同或相似行业标的资产的评估情况进行比较;

由于湖北杰之行近几年业绩大幅下滑,今年已出现经营亏损,公开市场难以找到相似案例,同时,截至目前,国内A股主板市场中,运动鞋服上市公司极少,也难以找到相同或相似案例,因而不能进行比较分析。

(3)本次评估采用资产基础法的评估结果作为最终评估结论是合理的。

请公司提供标的资产近三年经营及业绩预测实现情况,说明本次收购股权相关作价的审慎性。请评估师发表意见。

回复: a.杰之行近三年经营及业绩预测执行情况如下:

单位:人民币万元

项目/名称	2016年度	2017年度	2018年1-9月
实际营业收入	88,665.61	102,157.58	91,371.46
实际净利润	5,119.60	4,096.71	-1,189.42

承诺/预测净利润 5,000.00 2017年-2018年度 15,000.00

上表杰之行2016年度及2017年度净利润经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2018年1-9月净利润经天衡会计师事务所(特殊普