

纺织服装行业

2017 年上半年度信用质量及市场表现分析报告

工商企业评级部 贾飞宇 黄梦姣

纺织服装行业存在较强的行业周期性，近年来受宏观经济下行、终端需求不振及生产成本上涨的不利影响，我国纺织服装行业产销增速放缓，持续处于低盈利状态，纺织服装企业进入转型调整期，小型企业出现减产或停产。近年来出口压力持续增大，经营效益未现明显改善，行业内企业整体面临了较大的经营压力。

我国纺织服装行业系典型的竞争性与劳动密集型产业，行业集中度低，市场竞争激烈。其中，纺织行业处于产业链的中上游，由于新产品开发及研发投入力度不足，产品同质化严重；我国服装行业自主设计和创新能力较弱、产业信息化程度较低、供应链整合能力偏弱，行业竞争呈现单一化特征，总体竞争也较为激烈。目前在不利的市场环境下，纺织服装业处于转型升级阶段，中小企业竞争力逐渐下降，龙头企业优势得到巩固，未来行业集中度或将进一步提高。

近两年棉花和化纤价格均出现明显回升，纺织服装行业原材料成本压力开始显现。此外，劳动力成本持续上升、渠道成本居高不下仍持续挤压行业盈利空间。面对持续不利的经营环境，我国纺织服装行业亟需通过转型升级寻求新的出路。在政策导向下，智能化、绿色化的中高端制造的变革转型将成为主要发展方向，但企业也将面临较大的转型压力与风险。

从纺织服装行业内已发债企业来看，发行人大部分为民营企业，信用评级集中于 AA 区间。2017 年以来，行业内仍以发行短期融资券、中期票据和公司债等传统债券为主，1-8 月发行的 11 支债券中涉及债券发行人 7 个，其中 6 个发行人主体信用评级为 AA 级，1 个为 AA+ 级。级别调整方面，2017 年 1-8 月行业内 6 个发行人信用级别（或评级展望）发生调整，行业内发行主体信用质量逐步分化。

一、行业信用质量分析

纺织服装行业存在较强的行业周期性，近年来受宏观经济下行、终端需求不

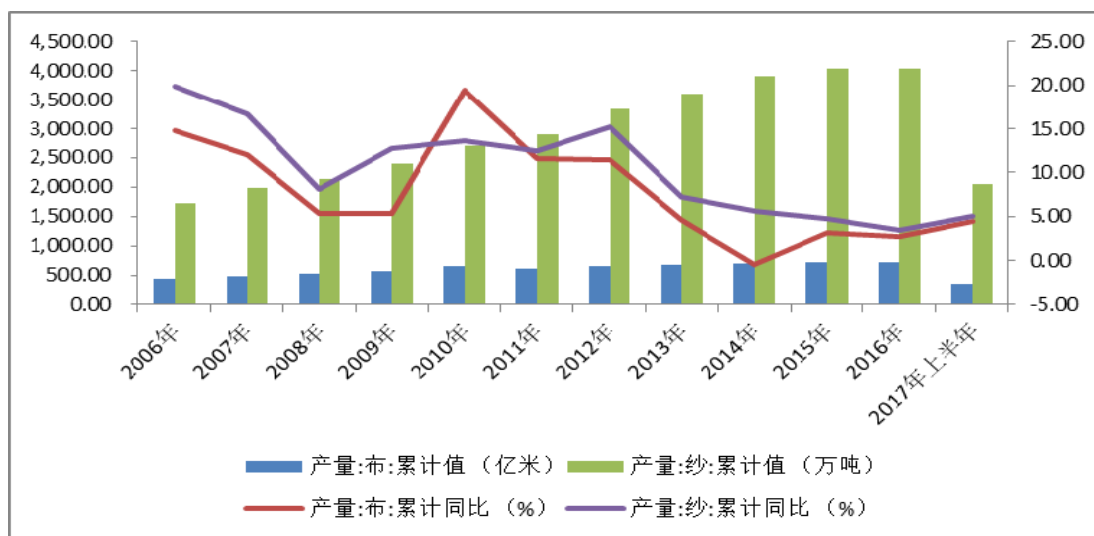
振及生产成本上涨的不利影响，我国纺织服装行业产销增速放缓，持续处于低盈利状态，纺织服装企业进入转型调整期，小型企业出现减产或停产。2017年上半年，行业出口及内销有所回暖，行业内企业收入增速出现回升，但盈利情况仍未改善。

纺织服装业是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。纺织服装业上游易受原料种植、养殖行业及原油、化工行业的影响，下游与商业流通及终端需求密切相关，存在较强的行业周期性。

改革开放以来，随着我国居民生活水平的不断提高以及国际贸易的深入发展，我国纺织服装业取得了长足发展，特别是加入世贸组织以来，凭借较低的劳动力成本以及较完备的服装制造加工产业链等优势，我国成为世界主要纺织服装产品出口国，纺织服装产品产量快速增长。根据国家统计局数据，2001-2010年布、纱、服装产量复合增长率分别为14.01%、16.27%和15.54%。但2011年以来，国内外宏观经济下行、市场需求放缓，而我国纺织服装业在多年产能持续扩张的情况下，已积累了大量库存，在多重不利因素冲击下，我国纺织服装行业进入去产能、去库存的调整转型期，企业面临转型升级压力，小型服装企业纷纷减产甚至停产；同时，国内劳动力成本和运营成本上涨，使我国纺织服装制造竞争优势不断被削弱。2011年以来我国纺织服装业产量增速持续放缓，2011-2015年布、纱、服装的复合增长率分别为3.45%、8.74%和4.94%。

2016年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速进一步放缓。2016年，布、纱产量分别为715.00亿米和4039.50万吨，同比增长分别为2.70%和3.50%，增速分别较上年下降0.40个百分点和1.20个百分点；2017年1-6月，我国布、纱产量分别为346.00亿米和2015.50万吨，同比增长4.50%和5.10%，增长率有所回升。

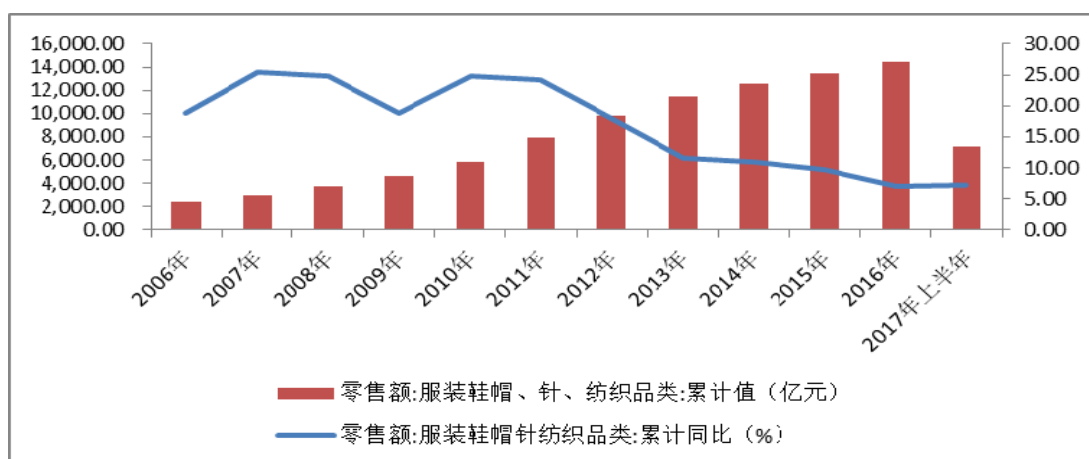
图表 1. 我国纺织服装行业主要产品产量情况 (单位: 亿件, %)



资料来源: Wind 资讯

内销方面,受内需增长放缓的影响,我国纺织服装业销售增速逐渐放缓,2013年以来销售增速均低于社会消费品零售总额增速,但2017年上半年销售增速出现小幅回升。2016年我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长7.00%,增速较上年下降2.80个百分点,低于社会消费品零售总额同比增速3.40个百分点。从渠道类型来看,我国服装类零售企业销售额在持续多年增速下滑后,于2015年出现负增长,而2016年下半年以来开始呈现一定的回暖迹象,2016年全国50家重点大型零售企业服装商品零售额同比增长0.2%,增速较上年增加0.6个百分点。此外,随着网络购物的兴起,各电商平台和垂直电商逐渐成为服装内销的重要渠道,并对传统线下销售起到一定程度的补充和替代作用,近年来服装商品线上销售呈快速增长态势,但增速逐渐放缓,2016年我国穿类商品网上零售额同比增长18.10%,增速较上年减少3.30个百分点。2017年上半年,我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长7.30%,增速较上年同期增加0.30个百分点,呈现小幅回升迹象,但低于社会消费品零售总额同比增速3.10个百分点。同期我国穿类商品网上零售额同比增长20.80%,增速较上年同期增加3.90个百分点。

图表 2. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况 (单位: 亿元, %)

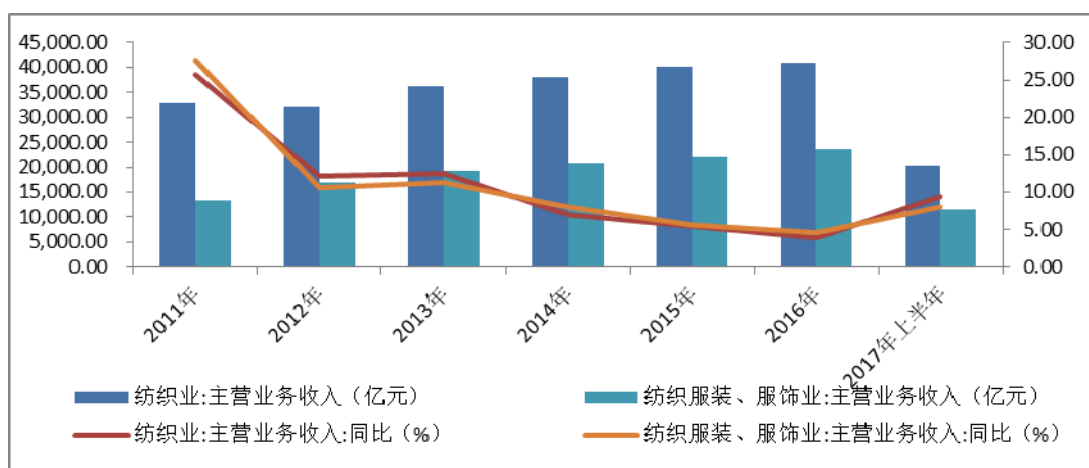


资料来源: Wind 资讯

出口方面,近年来受劳动力成本上升的影响,部分来自欧美市场的订单转向柬埔寨和越南等成本更低的东南亚国家,东南亚国家在中低档纺织服装领域逐渐成为我国有力的竞争者。同时,全球经济增长乏力,纺织服装外需增速放缓,也持续给我国产品出口造成压力。2015年以来我国纺织服装类产品出口额在近五年来首次出现负增长,2016年出口压力进一步加大,当年服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额分别为1578.19亿美元和1050.47亿美元,同比分别下降9.40%和4.10%,降幅分别较上年扩大3个百分点和1.80个百分点。2017年上半年,纺织服装行业出口有所起色,服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额分别为709.3亿美元和531.2亿美元,同比分别增长1.4%和3.1%。但目前海外需求持续低迷,低端产品订单流向低劳动力成本区域的趋势难以扭转,高端产品产能较为缺乏,行业贸易形势仍较为严峻。

自2012年以来,在宏观经济下行、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下,直至2016年纺织服装行业收入增速持续回落,但2017年上半年出现回升。2016年,纺织业主营业务收入为40869.70亿元,同比增长3.90%,增速较上年减少1.50个百分点;纺织服装、服饰业主营业务收入为23605.10亿元,同比增长4.60%,增速较上年减少1.00个百分点。2017年上半年纺织业主营业务收入为20348.80亿元,同比增长9.40%,增速较上年同期增加4.90个百分点;纺织服装、服饰业主营业务收入为11495.80亿元,同比增长8.00%,增速较上年同期增加2.10个百分点。

图表 3. 纺织服装行业主营业务收入变化情况（单位：亿元，%）

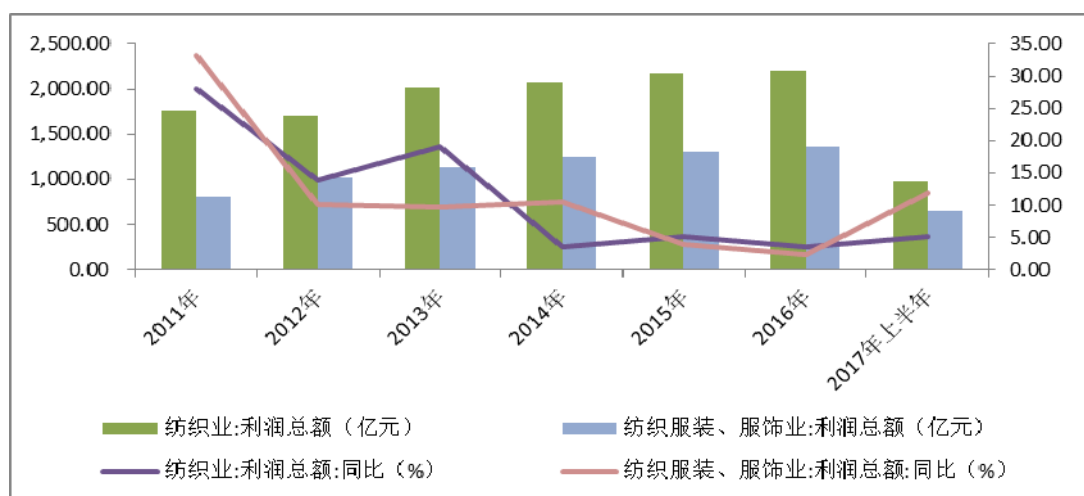


资料来源：Wind 资讯

纺织服装行业毛利率呈现季节性波动的特点，夏季服装毛利率通常低于冬季服装。从子行业看，处于产业链上游的纺织业成本转嫁能力相对较弱，产品附加值较低，盈利水平普遍较低。而靠近销售端的纺织服装、服饰业因成本转嫁能力更强且部分拥有品牌溢价，导致盈利水平相对更高。从近年来毛利率变动趋势上看，2013年以来纺织服装行业毛利率整体呈下降态势，纺织业在2015年因原材料价格下降，毛利率同比小幅提升0.12个百分点至11.10%，2016年随着原材料价格上升，毛利率回落至10.62%，2017年上半年进一步下降至9.52%。纺织服装、服饰业在需求低迷、竞争加剧的影响下，毛利率持续下降，2016年为13.92%，较上年下降0.46个百分点，2017年上半年进一步下降至13.41%。

在需求端承压、竞争日趋激烈和劳动力成本上升的行业环境下，我国纺织业和纺织服装、服饰业利润增速均呈下滑趋势。其中，处于上游的纺织业对原材料价格波动更为敏感，2015年原材料价格下行导致利润总额增速提升，而2016年棉花、化纤价格上涨，纺织业利润总额增速再次回落，当年利润总额为2194.10亿元，同比增长3.50%，增速较上年下降1.60个百分点；2016年纺织服装、服饰业利润增速进一步放缓，当年利润总额为1364.70亿元，同比增长2.40%，增速较上年下降1.60个百分点。2017年上半年，纺织业实现利润总额982.90亿元，同比增长5.10%，增速较上年同期下降2.40个百分点；同期纺织服装、服饰业利润总额654.50亿元，同比增长12.00%，增速较上年同期增加0.22个百分点。

图表 4. 纺织服装行业利润总额变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

整体而言，在终端需求低迷、行业竞争日趋激烈、原材料价格上涨的背景下，国内纺织服装企业持续面临较大的经营压力。2016 年国内纺织服装行业仍处于低盈利状态，且收入及利润增速持续放缓。2017 年上半年出口及内销有所回暖，行业内企业收入增速回升，但盈利情况仍未改善。

以纺织服装行业中尚有存续债券的 17 家纺织企业和 10 家服装企业作为样本，纺织企业自 2012 年开始经营业绩出现普遍下滑；而苏豪控股、上海纺织等企业因贸易业务占比较大，营业收入变动趋势与纺织行业整体有所偏离；2015 年以来部分纺织子行业龙头企业经营业绩出现回升，如魏桥纺织、华孚色纺、如意集团等；2016 年行业收入普遍增长。我国服装行业自 2013 年开始进入去库存和渠道调整阶段，经营业绩出现较明显下滑，其中以经销商模式运营为主的企业下滑更为明显，如美邦服饰、七匹狼等；2015 年部分服装企业经营调整初现成效，如贵人鸟、搜于特等，营业收入有所回升；2016 年服装企业业绩趋势产生分化，多数企业受益于渠道、业务调整或收购兼并的实施而收入增长，如贵人鸟、七匹狼、搜于特、际华集团等，但也存在部分企业仍未走出困境，其中富贵鸟在销售承压及管理风险等问题下，收入下滑明显。

毛利率方面，就纺织行业来看，魏桥纺织为棉纺龙头，盈利能力一般，但可依托资金、规模优势取得一定议价权，并得益于产品结构调整实现毛利率的提升；以阳光集团、如意集团为代表的毛纺企业，以百隆东方、华孚色纺、联发股份为代表的色纺纱、色织布企业也均保持了高于纺织行业平均水平的盈利能力；而贸易占比较大的上海纺织、苏豪控股盈利则处于较低水平。服装行业发债企业以知名品牌运营商为主，七匹狼、九牧王、报喜鸟等企业的毛利率均在 40% 以上。红豆集团主要面向大众消费者，盈利水平较上述企业而言较低，但需求相对稳定，业绩波动幅度不大。

图表 5. 发债样本企业 2013-2016 年及 2017 年上半年营业收入及毛利情况

序号	企业简称	营业收入 (单位: 亿元)					毛利率 (单位: %)				
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年
纺织企业											
1	天津天纺	107.71	168.77	212.14	257.49	117.71	4.91	4.14	3.95	3.62	3.88
2	新野纺织	32.60	33.99	30.47	40.85	25.83	12.38	13.08	16.08	17.58	18.82
3	黑牡丹	45.57	52.75	43.23	60.75	14.74	22.50	16.71	17.74	18.42	18.42
4	愉悦家纺	29.41	30.82	35.98	40.21	22.26	14.19	14.60	16.10	14.69	14.98
5	如意科技	205.80	209.65	227.70	290.87	169.46	16.29	17.11	17.68	20.74	25.05
6	孚日集团	44.43	45.54	42.05	43.75	23.61	22.36	20.05	22.28	23.43	25.39
7	华茂纺织	20.58	19.82	19.30	19.66	10.42	7.46	5.03	7.49	9.00	10.72
8	阳光股份	23.42	22.65	20.50	20.92	9.93	19.15	20.15	22.28	25.50	22.67
9	上海纺织	432.60	431.43	460.71	541.82	307.87	7.93	7.67	8.34	8.23	7.33
10	中国中纺	467.82	504.06	395.70	356.44	193.63	3.38	3.26	5.31	6.40	5.96
11	时尚控股	76.58	91.58	114.89	115.29	56.62	20.88	17.17	14.39	13.23	17.91
12	联发纺织	32.05	33.92	34.77	37.39	19.69	20.74	20.60	20.62	21.90	18.21
13	魏桥纺织	163.16	135.31	126.13	143.74	-	12.51	12.34	19.31	17.00	-
14	永利实业	24.07	27.00	32.27	32.82	13.37	11.25	10.10	7.61	4.87	7.51
15	阳光集团	121.86	110.01	81.85	98.40	40.26	19.04	16.67	17.57	16.02	18.47
16	航民集团	111.83	101.69	82.47	77.07	33.66	9.83	10.58	12.69	14.99	17.49
17	百隆东方	42.73	46.21	50.16	54.72	30.63	19.58	19.90	18.25	17.34	18.37
服装企业											
1	红豆集团	168.10	172.47	168.42	167.25	83.04	17.00	16.27	16.72	17.19	18.15
2	贵人鸟	24.06	19.20	19.69	22.79	15.79	40.64	41.02	45.20	40.58	38.33
3	七匹狼	46.21	34.04	37.22	50.09	27.03	42.70	42.32	52.06	44.66	41.49
4	报喜鸟	20.18	22.75	22.42	20.08	11.48	63.18	57.86	57.97	50.68	60.98
5	美邦股份	78.90	66.21	62.95	65.19	28.96	44.63	45.17	44.02	43.74	50.59
6	嘉麟杰	8.96	8.73	7.01	7.28	3.86	27.40	29.11	20.49	20.15	18.48
7	搜于特	17.38	13.06	19.83	63.24	65.60	37.09	37.50	36.57	17.69	12.68
8	富贵鸟	22.95	23.23	20.32	14.92	-	39.55	40.32	40.26	38.45	-
9	际华集团	267.18	222.41	224.38	271.55	126.26	8.18	9.15	8.67	7.13	7.69
10	九牧王	25.02	20.68	22.57	22.71	11.39	56.81	56.25	57.96	56.86	58.36

资料来源: 企业公开审计报告、新世纪评级整理

2016 年以来, 棉花和化纤价格均出现明显回升, 2017 年上半年相关原材料价格仍维持在高位, 纺织服装行业原材料成本压力开始显现。此外, 劳动力成本持续上升、渠道成本居高不下仍持续挤压行业盈利空间。

纺织服装行业制造成本主要包括原材料成本、劳动力成本、燃料和动力成本

等方面，原材料主要为棉花、化纤等，一般占生产成本的 60%-80%。我国纺织工业以棉纺为主，2011~2013 我国连续实行了 3 年棉花临时收储政策，导致国内棉价比国际市场棉价高出近 45%。2014 年我国取消了棉花临时收储政策，棉价开始以回归市场，国内市场棉花价格持续下滑，内外棉价差持续收窄。2015 年以来国内棉价延续下滑态势，328 级棉花价格指数由年初约 13607 元/吨降至年末约 12922 元/吨，2016 年 3 月末进一步降至 11678 元/吨。2016 年第一季度纺企棉花库存已消耗至低点，而国储棉轮出时间晚于预期且日投放量不足，加之新疆、长江流域等产棉区受极端天气影响导致棉花供给减少，在上述因素影响下，2016 年 4 月以来棉价出现大幅反弹，2016 年末 328 级棉花价格指数已提升至 14866 元/吨，2017 年 6 月末进一步上涨至 15939 元/吨。短期来看，国储棉投放量和投放时间与企业用棉需求的匹配度将影响棉花价格的变动趋势。但从长期来看，棉花下游需求持续低迷，且棉花收储政策形成了大量棉花库存，根据国际棉花咨询委员会（ICAC）数据，2016 年我国棉花库存为 1079 万吨，库存消费比为 159%，棉花供给仍较充足，棉价上涨缺乏有力支撑。

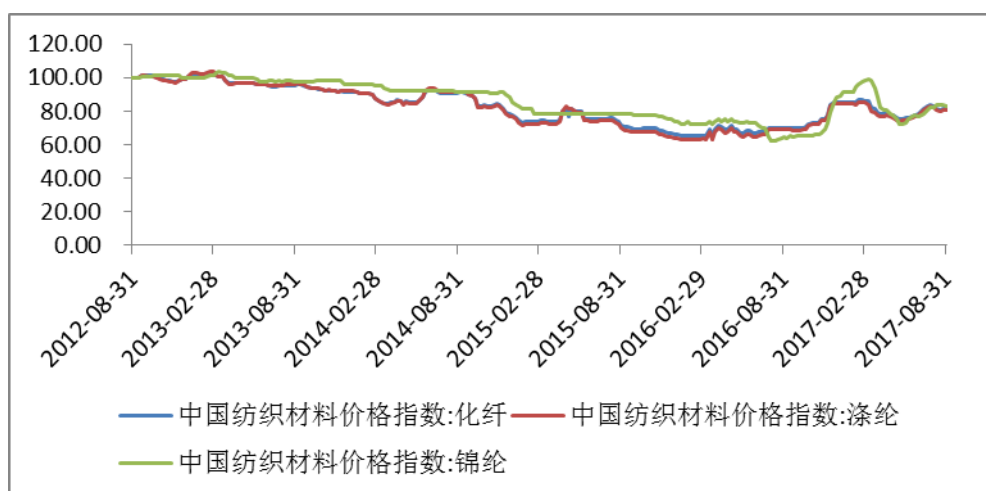
图表 6. 国内外棉花价格走势



资料来源：Wind 资讯

化学纤维为纺织服装行业另一大重要原材料，主要包括涤纶、锦纶、晴纶、粘胶纤维等。化纤材料价格与其主要原材料原油价格的波动密切相关，同时还受市场供需关系的影响。我国化纤行业近年来面临较为严重的产能过剩，加上需求端低迷的影响，直至 2015 年末，涤纶、锦纶等化纤面料价格均呈逐年下降态势。2016 年以来，原油价格持续上升，且去产能调整产生一定成效，化纤材料价格明显上涨，2016 年末化纤、涤纶、锦纶价格指数较 2015 年末分别上涨 27.54%、30.79%和 17.12%。2017 年上半年，化纤材料价格呈现一定波动，整体较 2016 年末有所下滑，2017 年 6 月末化纤、涤纶、锦纶价格指数较 2016 年末分别下降 7.93%、8.45%和 12.62%。

图表 7. 国内化纤材料价格走势



资料来源: Wind 资讯

劳动力成本方面, 纺织服装业为典型的劳动密集型行业, 劳动力成本占制造成本的 10%-15%, 我国长期以来的低劳动力成本为我国纺织服装业带来成本优势和国际竞争力。但近年来劳动人口增速降低, 人均工资逐年增长, 近三年来制造业平均工资增速均超过 10%。在劳动力成本优势逐渐弱化的趋势下, 部分国际订单流向成本更低的东南亚周边国家, 国内纺织服装企业成本压力也逐渐增长。

渠道成本方面, 纺织服装业从生产制造到最终销售, 其间经过多个流通环节, 涉及租金、物流成本、仓储成本、商场提成等多项渠道成本, 特别是与零售终端关系密切的服装行业, 渠道成本压力更为明显。目前店铺租金约占实体店营业成本的 30%左右, 且以每年 10%~20%的速度增长。对于进驻百货店的企业, 通常需支付销售收入 20%左右的提点。而在油价逐步上调且存在高速公路收费的背景下, 物流成本也居高不下。从不同销售渠道来看, 目前国内服装企业渠道主要包括代理(经销)、加盟、直营三大类型, 其中代理和加盟模式因流通环节较多, 利润加成导致的成本压力较大; 而直营模式中间环节流通成本相对较低, 但需由企业自行承担租金、人力成本和库存损失。近年来服装企业逐步缩减流通环节、扩大直营比重, 从长期看有助于缩减流通环节成本, 但短期内渠道成本压力仍较大。

我国纺织服装行业系典型的竞争性与劳动密集型产业, 行业集中度低, 市场竞争激烈。其中, 纺织行业处于产业链的中上游, 由于新产品开发及研发投入力度不足, 产品同质化严重; 我国服装行业自主设计和创新能力较弱、产业信息化程度较低、供应链整合能力偏弱, 行业竞争呈现单一化特征, 总体竞争也较为激

烈。目前随着纺织服装行业转型升级逐步推进，中小企业竞争力逐渐下降，龙头企业优势得到巩固，未来行业集中度或将进一步提高。

我国纺织服装行业系典型的竞争性与劳动密集型产业，行业进入门槛较低，行业内企业众多，且主要为中小民营企业，行业集中度低。同时，我国纺织服装业以低附加值加工制造为主，产品同质化程度高，行业竞争异常激烈。截至 2017 年 6 月末，我国纺织企业和服装服饰生产企业数量分别达到 19811 家和 15470 家，较 2016 年末分别减少 390 家和 245 家。

此外，我国纺织服装行业呈现明显的产业集群特征，形成了以长三角、珠三角和环渤海为主的三大产业集群区域，其中又以江苏、浙江、福建、山东、广东五省最为突出，区域产量占全国总产量的 70% 左右。近年来随着中西部经济的发展和东部地区劳动力成本高企，纺织服装产业开始有计划地逐渐向中西部地区梯度转移，2015 年以来政府出台多项政策支持新疆纺织服装产业发展，计划在 2020 年基本建成国家重要棉纺产业基地、西北地区和丝绸之路经济带核心区服装服饰生产基地。

纺织行业处于产业链的中上游，体现为加工制造业属性，由于新产品开发及研发投入力度不足，行业整体差异化程度低，产品同质化竞争激烈。纺织产品依据原材料的不同可分为棉纺、毛纺、麻纺、绢纺、化纤制造及无纺布等多个子行业，我国棉纺企业数量约占全部纺织行业企业总数的一半，行业集中度很低，龙头企业山东魏桥产量占行业总产量比重不足 3%。而毛纺行业存在一定的技术和资金壁垒，集中度较高，已形成基本稳定的竞争格局，目前国内产能主要集中于阳光集团、南山纺织、山东如意和凯诺科技等企业，合计占全行业的 30% 以上。

纺织行业企业竞争力主要体现在规模、成本及技术等方面。具有规模优势的纺织企业可依靠其规模效应有效降低生产、管理等分摊成本，并凭借较大的原材料采购规模取得一定议价权，因而抵御原材料价格波动以及下游需求变化的能力更强；此外，大型纺织企业一般资金保障较强，具备采购先进设备和增加技术投入的实力，有助于竞争力的进一步提升。在行业景气度下滑时期，客户更倾向于将订单集中于大企业处，而小企业在成本持续攀升的大环境下，运营风险的加大将导致企业接单的能力逐渐下降，甚至于洗牌出局。目前我国纺织行业正加速升级，资源逐渐向龙头企业集聚，部分大企业依托规模及资源优势进一步加强产业链条的延伸以巩固其竞争优势，而规模小、技术水平较低的小企业纷纷淘汰出局。

服装行业处于纺织服装行业的下游，相关产品直接面向商业流通领域，消费

品属性更强。但我国服装行业整体上自主设计和创新能力较弱、产业信息化程度较低、供应链整合能力偏弱，造成大多数企业仍处于加工制造环节，难以分享价值链中的高附加值业务，行业竞争仍呈现单一化特征，总体竞争也较为激烈。

从细分行业看，服装行业包括男装、女装、正装、运动服、休闲服、户外产品等多个子行业，由于行业发展所处的阶段、客户群体、消费习惯及品牌建立的基础等方面存在区别，各细分之间行业竞争状况及集中程度的差异也较大。

目前国内女装市场容量大，竞争也尤为激烈，生产企业多达 2 万多家，呈现“多、小、散”的局面，市场集中度较低，前十大品牌市场占有率约 20% 左右。由于我国女装品牌化起步较晚，在品牌、设计、技术、工艺、营销等方面与国际女装企业差距大，导致市场占有率和品牌认知度相对较低，女装市场主要由外资企业所把持，主要包括丹麦 Bestseller 集团（旗下女装品牌包括 ONLY、VERO MODA）、法国的 ETAM 集团（主打品牌 ETAM）、韩国的衣恋集团（女装品牌系列包括 E-land、Teenie Weenie、Roem、Rrich）。此外，女性消费者品牌忠诚度较低，对服装偏好和需求的个性化和多变性还决定了女装更新换代更为频繁、对产品设计及款式要求更高，造成行业整体竞争加剧的局面。

而就男装市场来看，目前国际品牌主要集中在一、二线城市高端市场，国内品牌集中于二、三线中端市场。经过三十多年的发展，我国男装行业在西装、西裤、衬衫、休闲装等细分均出现了具有领先优势的本土企业，包括雅戈尔、九牧王、七匹狼、报喜鸟、希努尔、杉杉¹等，前十大品牌市场份额约为 30%，其中：至 2016 年，雅戈尔衬衫、西服国内市场占有率连续二十二年和十七年位列第一；九牧王品牌男裤市场综合占有率连续十七年位列国内男裤市场第一位；七匹狼茄克衫连续十七年位列同类产品综合市场占有率第一位。由于国内男装品牌具有较明显的差异化特征，且男性客户品牌忠诚度较高，整体竞争状况较女装市场而言相对温和。

运动服市场行业集中度在各细分子行业中较高，前十大品牌市场份额接近 60%。其中国际品牌阿迪达斯和耐克资金、资源及品牌优势显著，呈现寡头垄断格局，在一线城市高端运动鞋服市场占据主导地位。而国内运动品牌运营商主要包括安踏、李宁、特步、361 度、匹克、贵人鸟等，大部分集中于福建晋江、石狮、惠安产业集群地，销售市场主要在二、三、四线城市，通过集中的营销网络布局、有针对性的定价策略以及市场营销推广，在该市场占据了相对较大的市场份额。但由于国内企业在产品及经营模式上存在高度趋同，导致同质化竞争现象也较为明显。

¹ 杉杉品牌的运营主体杉杉集团有限公司目前主营收入中新能源业务占比较高，在申万最新行业分类中已由纺织服装行业重新划分至电子行业。

除各行业细分之间面临激烈竞争外，以快时尚品牌为代表的新进入者对服装行业其他细分的冲击也较为明显。快时尚服装的优势在于能够快速反应市场流行趋势，具备较强的供应链管理能力和新品到店和橱窗陈列变化速度快；另外，与通常的品牌服装相比，快时尚品牌价格较低，容易吸引更多的消费者。目前国内市场上的快时尚品牌包括优衣库、H&M、ZARA、GAP、C&A等，相关品牌均具有较高的市场知名度。

近年来随着终端需求不振、运营成本攀升，传统利用劳动力优势、依赖规模扩张的发展模式已逐渐失去动力，纺织服装企业逐渐进行转型升级，在此过程中，行业集中度有所提升，竞争优势将向行业龙头企业逐渐靠拢。目前转型方向呈现平台化发展和细分化发展的趋势。大型企业一方面开始纵向整合供应商和经销商，以形成一体化产业链，降低渠道成本、提升产品与服务品质；一方面形成多品牌、多产品、服务型平台，壮大产业规模并提高市场占有率。同时，随着消费需求变化，产品创新与差异化竞争的重要性逐渐显现，针对不同年龄与需求层次向细分行业延伸，体育、户外鞋服等正在成为服装行业新的增长点。

面对持续不利的经营环境，我国纺织服装行业亟需通过转型升级寻求新的出路。在政策导向下，提升产品质量、注重品牌培育、提高环保要求，向智能化、绿色化的中高端制造的变革转型将成为主要发展方向，但企业也将面临较大的转型压力与风险。

我国纺织服装业作为劳动密集型行业 and 传统制造业的一个重要分类，长期在劳动力成本优势和消费需求推动下扩张规模，但近年来面对终端需求持续下滑及劳动力成本的上升，纺织服装企业经营压力逐年增长，亟需通过转型升级寻求新的出路，目前政策也对行业转型路径做出引导与支持，提升产品质量、注重品牌培育，向智能化、绿色化的中高端制造的变革转型将成为主要发展方向，但企业也将面临转型风险。

2016年5月，国务院办公厅发布《关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》，提出对消费品工业“增品种、提品质、创品牌”的“三品”战略，从供给侧和需求侧提高供给质量和效率。2016年9月，工信部发布了《纺织工业发展规划（2016-2020年）》，围绕提升产业创新能力，大力实施“三品”战略，推进纺织智能制造，加快绿色发展进程，促进区域协调发展，提升企业综合实力等重点任务，具体提出：“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在6%-7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定；纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变；大中型企业研究与试验

发展经费支出占主营业务收入比重达到 1%；服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到 40:27:33 等。

2016 年 11 月，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》，提出强化环境硬约束推动淘汰落后和过剩产能，促进传统制造业升级改造，推动包括印染行业在内的十五个重点行业治污减排。2016 年 12 月，第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议通过《中华人民共和国环境保护税法》，从 2018 年 1 月 1 日起，企业将按照污染排放量征税，大气污染物每污染当量收税 1.2-12 元，水污染物每污染当量收取 1.4-14 元。随着环保政策趋严，对于纺织行业中重污染的印染和制革业，龙头企业因在节能环保方面具备规模优势和技术优势而有望受益。

此外，在东部地区劳动力成本及资源优势消退、东西部地区产业结构调整的政策引导下，我国服装纺织行业开始从东部沿海地区有计划地向中西部地区梯度转移。2015 年 6 月 25 日国务院办公厅发布《关于支持新疆纺织服装产业发展促进就业的指导意见》，提出到 2020 年，基本建成国家重要棉纺产业基地、西北地区和丝绸之路经济带核心区服装服饰生产基地与向西出口集散中心。《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》将发挥东部地区行业引领作用，促进中西部地区纺织产业发展，推动产业集群优化升级纳入重点任务，提出“十三五”期间中西部地区规模以上纺织企业主营业务收入占比提高 5 个百分点的目标。长期来看，政策引导将对未来纺织服装产业结构优化、缓解纺织服装业成本及资源压力产生一定影响，但短期内产业集群较难发生明显转移。

二、行业内主体信用等级分布及级别迁移分析²

1. 主体信用等级分布

纺织服装行业进入门槛较低，属于完全竞争行业。从行业内已发债企业来看，发行人大部分为民营企业，信用评级集中于 AA 区间。2017 年 1-8 月，纺织服装行业公开发行债券主体共计 7 家，其中 6 家主体评级为 AA 级，AA+级主体 1 家；截至 2017 年 8 月末，纺织服装行业在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 29 家³，其中 AAA 级主体 2 家，AA+级主体 3 家，AA 级主体 19 家，AA-级主体 4 家，A+级主体 1 家，具体情况详见附录一。

² 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时已剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

³ 其中包含双评级且存在评级差异的发行主体一家。

图表 8. 纺织服装行业主体信用等级分布（截至 2017 年 8 月末）⁴

发行主体信用等级	2017 年 1-8 月		截至 2017 年 8 月末	
	发行主体数量（家）	占比（%）	发行主体数量（家）	占比（%）
AAA	--	--	2	6.90
AA+	1	14.29	3	10.34
AA	6	85.71	19	65.52
AA-	--	--	4	13.79
A+	--	--	1	3.45
合计	7	100.00	29	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 主体信用等级迁移

2017 年 1-8 月，纺织服装行业涉及评级调整的债券发行人 6 家，其中四家债券发行人主体信用等级（或展望）上调，2 家发行人主体信用等级（或展望）下调，当期信用级别发生调整的发行人占比超过五分之一。行业内其他发行人主体信用级别未发生变化，整体信用质量有所分化。

从评级变动的具体情况看，两家出现评级下调的企业富贵鸟股份有限公司、上海嘉麟杰纺织品股份有限公司均出现了经营业绩下滑、高管人员变动大、刚性债务压力增大的情况，对于纺织服装企业信用风险要素的判断可优先从这几个指标入手进行研究。评级上调的四家企业均体现了良好的成长性，并具有畅通的融资渠道或充足的可变现资产。纺织服装行业内企业竞争力差异较大，大企业可通过其较高的市场地位、畅通的融资渠道进一步巩固其竞争优势，而部分小企业内部治理情况较差，在行业景气度欠佳、融资渠道受限的情况下为扭转颓势往往会出出现激进投资、资金随意挪用的情况，从而进一步丧失市场公信力和市场地位，信用质量逐步恶化。

图表 9. 2017 年 1-8 月纺织服装行业主体信用等级调整情况

发行人名称	变动方向	前次级别	调整后级别	评级机构	调级原因
富贵鸟股份有限公司	下调	AA/稳定	AA/负面	东方金诚	1.业绩下滑 2.刚性债务压力增大 3.存在信息披露问题
		AA/稳定	AA-/列入负面观察名单 ⁵	新世纪评级	1.经营业绩下滑，资金压力增大 2.资金被占用风险 3.实际控制人其他产业经营风险大 4.存在会计信息质量和信息披露问题 5.高管人员变动较大
上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	下调	AA-/负面	A+/稳定	鹏元	1.盈利能力下滑 2.高管人员变动较大 3.刚性债务压力增大

⁴ 包含超短期融资券发行主体。

⁵ 富贵鸟股份有限公司发行的非公开公司债券 16 富贵 01 由上海新世纪进行评级，因涉及评级调整，且该私募债发行人在公募债券市场有存续期债券，因此将该私募债券的主体级别变化也在此表进行列示，但图表 10 中的级别迁移未将富贵鸟股份有限公司在私募债券市场的级别下调囊括在内。

发行人名称	变动方向	前次级别	调整后级别	评级机构	调级原因
福建七匹狼集团有限公司	上调	AA/稳定	AA+/稳定	新世纪评级	1.收入和盈利逐年增长 2.可变现资产规模较大 3.股权投资和经营性物业回报稳定
上海纺织(集团)有限公司	上调	AA+/稳定	AAA/稳定	新世纪评级	1.公司收入规模持续扩张 2.存量土地资源市价较高 3.收购上市公司有助于融资渠道拓宽 4.拟筹建财务公司有助于提高资金运营效率
红豆集团有限公司	上调	AA/稳定	AA+/稳定	联合资信	1.主业经营保持稳定 2.下属上市公司定增、子公司上市使得公司净资产实力大幅增加 3.公司正在筹建民营银行
山东如意科技集团有限公司	上调	AA/稳定	AA/正面	大公国际	1.合并范围扩大,公司资产、负债、所有者权益、收入均大幅增长 2.公司下属的如意集团为上市公司,融资渠道较畅通

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 10. 纺织服装行业主体信用等级迁移情况

2017年8月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	1				
AA+	1	1			
AA		2	19		
AA-				4	1

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

三、行业主要债券品种利差分析⁶

纺织服装行业集中度低,行业竞争激烈,信用资质较高企业数量有限,发行债券支数较少。2017年1-8月,纺织服装企业合计发行5支一般短期融资券、3支中期票据和3支公司债,具体发行利差情况详见附录二。

1. 短期融资券⁷

2017年1-8月,纺织服装行业内发行5支一般短期融资券,其中红豆集团有限公司发行3支短期融资券,主体信用级别AA+级,发行利差介于154.2BP-214.5BP; 17孚日CP001的发行主体为孚日集团股份有限公司,主体信用级别AA级,债券发行利差163.9BP。17朗姿CP001的发行主体朗姿股份有限公司,主体信用级别为AA级,债券发行利差为238.4BP。

⁶ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

⁷ 仅统计1年期短期融资券,不含超短期融资券。

图表 11. 纺织服装行业短期融资券发行利差情况 (单位: BP)

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA+	3	154.2-214.5	188.0
1 年	AA	2	163.9-238.4	201.2

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2. 中期票据⁸

2017 年 1-8 月共发行 3 支中期票据, 其中红豆集团有限公司发行 2 支, 信用等级为 AA+级, 发行利差分别为 258.3BP 和 236.0BP, 北京时尚控股有限责任公司主体信用等级为 AA 级, 发行利差为 315.8BP。

图表 12. 纺织服装行业中期票据发行利差情况 (单位: BP)

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA+	2	236.0-258.3	247.2
5 年	AA	1	315.8	315.8

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

3. 公司债券

2017 年 1-8 月共发行 3 支公司债券, 对应主体信用等级均为 AA 级, 发行利差在 234.18BP 到 349.16BP 之间。

图表 13. 纺织服装行业公司债券发行利差情况 (单位: BP)

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
5 年	AA	3	234.18-349.16	300.43

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

四、行业信用展望

(一) 行业信用风险

1) 下游需求低迷

纺织服装业上游易受原料种植、养殖行业及原油、化工行业的影响, 下游与商业流通及终端需求密切相关, 存在较强的行业周期性。内销方面, 在国内宏观

⁸ 不含中小企业集合票据。

经济下行的背景下，短期内我国纺织服装行业内需消费缺乏有力支撑，内销增速或将持续放缓。出口方面，近年来受劳动力成本上升的影响，部分来自欧美市场的订单转向柬埔寨和越南等成本更低的东南亚国家，东南亚国家在中低档纺织服装领域逐渐成为我国有力的竞争者。同时，全球经济增长乏力，纺织服装外需增速放缓，也持续给我国产品出口造成压力。

2) 行业进入门槛低，竞争激烈

我国纺织服装行业系典型的竞争性与劳动密集型产业，行业进入门槛较低，行业内企业众多，且主要为中小民营企业，行业集中度低。同时，我国纺织服装业以低附加值加工制造为主，产品同质化程度高，行业竞争异常激烈。在需求不振的背景下，行业内企业经营持续承压，小企业面临淘汰出局。

3) 成本压力持续上升

纺织服装行业主要生产成本来源于制造成本和渠道成本，由于纺织企业的成本转移能力弱，制造成本对纺织企业影响较大，而直接面向终端客户的服装企业利润则主要受到日益上升的渠道成本侵蚀。

制造成本方面，纺织服装行业主要原材料棉花、化纤价格在多年下滑后，于2016年均出现大幅上涨，2017年以来相关原材料价格仍维持在高位；而劳动力成本也保持逐年上升的态势；此外，目前趋严的环保政策也将导致重污染子行业排污成本上升。在行业需求下滑时期，成本压力较难向下游及消费终端传导，行业内企业经营压力进一步上升。同时，因常年以来我国纺织服装产品出口主要依靠成本优势，随着成本不断上升，纺织服装行业国际竞争力逐渐下降，加上主要出口国需求低迷，行业出口已连续两年下滑，对出口导向型企业形成严峻考验。

渠道成本方面，纺织服装业从生产制造到最终销售，其间经过多个流通环节，涉及租金、物流成本、仓储成本、商场提成等多项渠道成本，特别是与零售终端关系密切的服装行业，渠道成本压力更为明显。近年来服装企业逐步缩减流通环节、扩大直营比重，从长期看有助于缩减流通环节成本，但短期内渠道成本压力仍较大。

4) 企业转型风险

在企业经营业绩难见好转及去产能、去库存的政策基调下，纺织服装企业纷纷寻求转型以谋求新的出路。转型主要可分为两类，一类为在现有业务框架内调整，通过产业链优化整合、产品结构调整、品牌打造等，以提高供应链反应速度、控制存货、创造新的盈利增长点。而转型是否及时、效果是否达到预期将对纺织服装企业形成考验，也将成为企业未来发展空间的重要影响因素。

另一类转型为拓展新的业务板块，形成多元化经营。此类转型企业往往面临较大的投资性资金需求及业务整合压力，且在业务培育期，易因政策变化或行业

周期性影响而无法达到预期收益。

(二) 行业前景展望

1) 行业增速持续放缓，企业整体经营业绩压力持续承压

纺织服装行业与宏观经济关联密切。近年来国内 GDP 增速持续放缓，国际经济复苏缓慢，加上劳动力成本上升导致的国际竞争力弱化，行业面临内销及出口的双重压力。2016 年以来，纺织服装行业去库存调整已接近尾声，但整体仍处于结构性产能过剩状态，企业经营业绩持续承压。2017 年上半年，行业出口及内销有所回暖，行业内企业收入增速出现回升，但盈利情况仍未改善。长期来看，纺织服装行业企业多处于净关店状态，在外部不利环境及行业内激烈竞争下，产品也缺乏提价空间，未来行业增速放缓的趋势或将持续较长时间。

2) 原材料成本上升，企业盈利空间进一步压缩

在劳动力成本和渠道成本持续上升的状况下，2016 年以来纺织服装行业主要原材料棉花、化纤价格也均出现明显上涨，2017 年上半年相关原材料价格仍维持在高位，给行业内企业带来更大经营压力，特别是处于行业上游、议价能力较低的纺织企业，成本较难向下游传导；此外出口导向型企业的价格竞争力也进一步被削弱。

3) 去库存调整进展将影响服装行业信用水平

经过近年来的深度调整，纺织行业去库存调整已逐步产生一定成效，库存增速放缓，部分企业业绩开始回升。但不同企业去库存调整的进展和效果存在差异，细分行业内较早从调整中恢复的企业，有利于占据更稳固的市场地位。

4) 细分行业龙头企业优势进一步集中，行业信用将加速分化

细分行业龙头企业因具备规模优势及较强的上下游议价能力，可在一定程度削弱成本上升的带来的不利影响。同时，目前纺织服装行业存在低端产能过剩、高端产能不足、同质化竞争激烈的局面，龙头企业因在技术、研发、设计上可投入的资金较充足，更易随市场需求变化调整产品定位，通过差异化、高端化的产品拓宽市场。在需求不振、成本上升的不利环境下，小企业将面临更大的经营压力甚至洗牌出局，而龙头企业优势进一步集中市场份额有望增加，行业信用将加速分化。

5) 多元化经营将加剧企业信用分化

传统纺织服装业务经营压力加大，部分企业拓展非纺织服装业务以寻求发展，多元化运营特征较显著，涉及领域主要包括房地产、新能源、贸易、金融投资等，与纺织服装传统主业关联度较低。此类多元化经营可能面临投资性需求上

升、投入产出不达预期、整合压力加大等风险，尤其对于涉足房地产等高风险、强周期性、政策性产业而言，在经济低迷时期，将对公司整体经营和盈利稳定性产生不利影响。在此背景下，行业企业信用状况还将取决于新业务投资回报、盈利状况、资金占用及协同效果等因素，或将加剧企业间信用质量分化。

6) 环保政策趋严将对行业内高污染企业的信用水平产生重要影响

近年来我国环保政策逐渐趋严，2016年11月，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》，提出促进传统制造业升级改造，推动包括印染行业在内的重点行业进行治污减排。2016年12月，《中华人民共和国环境保护税法》落地，从2018年起，企业将按照污染排放量征税，大气污染物每污染当量收税1.2-12元，水污染物每污染当量收取1.4-14元。政策法规的推出将导致重污染企业加大排污成本，短期内或将挤压盈利空间，倒逼落后产能退出，但同时也有望使具备技术优势的行业内龙头企业进一步巩固行业地位。长期来看，将有利于促进节能减排以及纺织服装全产业链升级。

附录一 纺织服装行业发债主体信用等级分布及主要经营财务数据⁹

发行人中文名称	发行人最新评级	发行人委托评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
中国中纺集团公司	AA+/稳定	联合资信	329.56	70.61	78.57	193.63	5.96	2.23	-4.31
浙江永利实业集团有限公司 (2016 年度)	AA/稳定	鹏元资信	177.45	101.17	42.99	32.82	4.87	0.67	-0.20
浙江航民实业集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	92.63	43.90	52.61	33.66	17.49	3.34	3.93
愉悦家纺有限公司	AA-/稳定	大公国际	49.31	23.51	52.32	22.26	14.98	1.47	2.44
魏桥纺织股份有限公司 (2016 年度)	AA/稳定	大公国际	317.92	177.81	44.07	143.74	17.00	9.88	40.40
天津天纺投资控股有限公司	AA-/稳定	东方金诚, 联合资信	123.56	31.45	74.55	117.71	3.88	0.35	2.68
搜于特集团股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	86.65	57.30	33.87	65.60	12.68	4.33	-6.84
上海美特斯邦威服饰股份有限公司	AA/负面	大公国际	55.73	30.97	44.43	28.96	50.59	-0.45	-0.89
上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	A+/稳定	鹏元资信	16.31	9.05	44.52	3.86	18.48	-0.33	0.88
上海纺织(集团)有限公司 (2017 年一季度)	AAA/稳定	新世纪评级	391.26	138.84	64.52	137.27	7.90	1.47	-3.24
山东如意科技集团有限公司 (2017 年一季度)	AA/正面	大公国际	544.39	197.34	63.75	87.38	19.69	1.82	2.75
山东齐悦科技有限公司	AA/稳定	大公国际	76.75	41.56	45.86	38.97	15.51	3.17	5.02
朗姿股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	53.65	35.66	33.53	10.57	52.35	0.44	0.51
九牧王股份有限公司	AA/稳定	联合信用	50.32	41.34	17.84	11.39	58.36	2.24	1.99
江苏阳光股份有限公司	AA-/稳定	联合资信	44.74	22.27	50.22	9.93	22.67	0.42	0.84
江苏联发纺织股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	48.63	29.22	39.92	19.69	18.21	1.38	1.57
际华集团股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证评	309.40	186.70	39.66	126.26	7.69	5.08	-16.06
红豆集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	421.33	149.55	64.50	83.04	18.15	3.59	-9.37
黑牡丹(集团)股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	203.34	80.53	60.39	33.25	14.74	1.81	2.98

⁹ 除特别注明的外, 表格中的财务数据均为 2017 年半年度数据。

发行人中文名称	发行人最新评级	发行人委托评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净 现金流 (亿元)
河南新野纺织股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	84.70	30.90	63.52	25.83	18.82	1.37	0.46
贵人鸟股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	76.48	28.79	62.36	15.79	38.33	1.58	3.36
富贵鸟股份有限公司 (2016 年度)	AA/负面	东方金诚	59.61	25.76	56.78	14.92	38.45	1.63	-5.00
福建七匹狼集团有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	246.78	126.71	48.65	27.03	41.49	4.72	6.89
孚日集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	71.20	32.53	54.32	23.61	25.39	2.47	2.70
北京时尚控股有限责任公司 (2017 年一季度)	AA/稳定	大公国际	178.58	73.44	58.88	30.19	18.77	0.19	-1.81
报喜鸟控股股份有限公司	AA/稳定	联合信用	40.07	25.76	35.72	11.48	60.98	-0.32	-0.45
百隆东方股份有限公司	AA/稳定	联合信用	117.42	73.44	37.45	30.63	18.37	3.09	-0.09
安徽华茂纺织股份有限公司	AA-/稳定	大公国际	81.34	48.53	40.34	10.42	10.72	0.03	-0.39
安徽华茂纺织股份有限公司	AA/稳定	联合信用	81.34	48.53	40.34	10.42	10.72	0.03	-0.39

附录二 2017年1-8月纺织服装行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2016年末主体等级及展望
富贵鸟股份有限公司	东方金诚	AA/负面	2017.7	AA/稳定
	新世纪评级	AA-/列入负面观察名单	2017.7	AA/稳定
上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	鹏元	A+/稳定	2017.5	AA-/负面
福建七匹狼集团有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	2017.7	AA/稳定
上海纺织(集团)有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	2017.7	AA+/稳定
红豆集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	2017.2	AA/稳定
山东如意科技集团有限公司	大公国际	AA/稳定	2017.6	AA/正面

附录三 2017年1-8月纺织服装行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体和债项信用等级	债券名称	发行主体	发行利差(BP)
短期融资券	1	AA+/稳定/A-1	17 红豆 CP001	红豆集团有限公司	195.40
		AA/稳定/A-1	17 孚日 CP001	孚日集团股份有限公司	163.94
		AA+/稳定/A-1	17 红豆 CP003	红豆集团有限公司	154.17
		AA+/稳定/A-1	17 红豆 CP002	红豆集团有限公司	214.50
		AA/稳定/A-1	17 朗姿 CP001	朗姿股份有限公司	238.40
中期票据	3	AA+/稳定/AA+	17 红豆 MTN001	红豆集团有限公司	258.31
		AA+/稳定/AA+	17 红豆 MTN002	红豆集团有限公司	236.00
	5	AA/稳定/AA	17 北京时尚 MTN001	北京时尚控股有限责任公司	315.83
公司债	5	AA/稳定/AA	17 华茂 01	安徽华茂纺织股份有限公司	234.18
		AA/稳定/AA	17 新野 01	河南新野纺织股份有限公司	317.94
		AA/稳定/AA	17 齐科 01	山东齐悦科技有限公司	349.16

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理