

纺织服装行业

负面

## 纺织服装行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 贾飞宇 黄梦姣

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。同时该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，整体进入转型调整期，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。

从纺织服装样本企业看，行业自 2016 年开始出现回暖迹象，2017 年以来延续上年态势，收入继续提升，但在竞争加剧及成本上升的背景下，盈利水平未现好转，期间费用持续上升。行业内企业通过放宽信用政策消化库存，应收账款周转率下降，而存货周转率有所提升。行业债务融资规模持续增大，但整体财务杠杆水平尚可控制。行业主业现金回笼情况保持在较好水平，但随着企业转型调整的推进，投资、收购等资本性支出规模持续扩大，资金压力有所加大。

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，1-11 月发行的 15 支债券中涉及债券发行人 8 个，其中 7 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 1-11 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。

展望 2018 年，纺织服装行业面临的成本压力将持续加大，外部需求好转并不能扭转我国纺织服装行业全球竞争地位的长期对比。而国内主要纺织服装企业长期致力于成本竞争，品牌建设管理较弱，产业转型升级部分转向投机性产业。跨行业投资运营是纺织服装行业信用质量变化的重要原因。

### 行业基本面

纺织服装行业主要是指将天然纤维（棉、毛、麻、丝等）、化学纤维（合成纤维、人造纤维）等原材料通过纺纱、织造、印染等工艺过程，加工成纱、线、布以及成衣等纺织成品的工业行业。纺织服装行业主要包括：（1）纺织业；（2）纺织服装、服饰业。纺织服装行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。

## 行业政策

从政策面看，纺织服装行业受环保政策，国内外进出口政策等影响较大。随着环保政策趋严和纺织服装行业出口门槛的提高，行业整体运营压力有所上升。

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。

2017 年以来，海外主要发达经济体陆续制定了新的纺织技术标准，提高了我国纺织服装行业的出口标准。欧盟方面：2017 年 3 月 1 日起，根据欧盟 BPR 法规，未获授权的生物杀灭剂及其处理产品前将被责令退出欧盟市场，我国纺织服装等十大类逾 2500 亿美元产品受到影响；2017 年 6 月，欧盟发布新规（EU）2017/1000，修订 REACH 法规附录 17，将任何物质或混合物中全氟辛酸（PFOA）及其关联物质浓度的限量分别定为 25 $\mu$ g/kg（ppb）和 1000ppb，并于 2017 年 7 月 4 日正式生效，PFOA 及其盐类在纺织服装产业适用广泛，目前尚无成熟的替代产品，标准加严后，将影响我国约 600 亿美元的纺织产品出口；2017 年 6 月，欧洲化学品管理局（ECHA）将纺织品生产常用染料二氧化钛评估为致癌物，或将加严管理。美国方面：2017 年 3 月，美国服装和鞋履协会(AAFA)更新第 18 版限用物质清单(RSL)，共罗列了 12 类超过 250 种化学品，涵盖了全球成品家纺、服装、鞋类产品中禁止或限制使用的化学品或物质。其他国家：2017 年 5 月，澳大利亚采用新西兰儿童产品安全法案中的标准，并定于 2020 年 1 月正式实施；2017 年 3 月，日本消费者事务局发布《家用产品质量标签法》修订案，对纤维术语和产品适用性进行修订。另外，2017 年 4 月 1 日，国际环保纺织协会最新版 Oeko-TexStandard100 生态纺织品检测标准和限量值要求正式生效，对邻苯二甲酸酯等多种物质加强管控。<sup>1</sup>海外市场相关详细政策的颁布出台增加了我国纺织服装出口企业的贸易风险和出口成本。

## 行业供需格局

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 年以来，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。

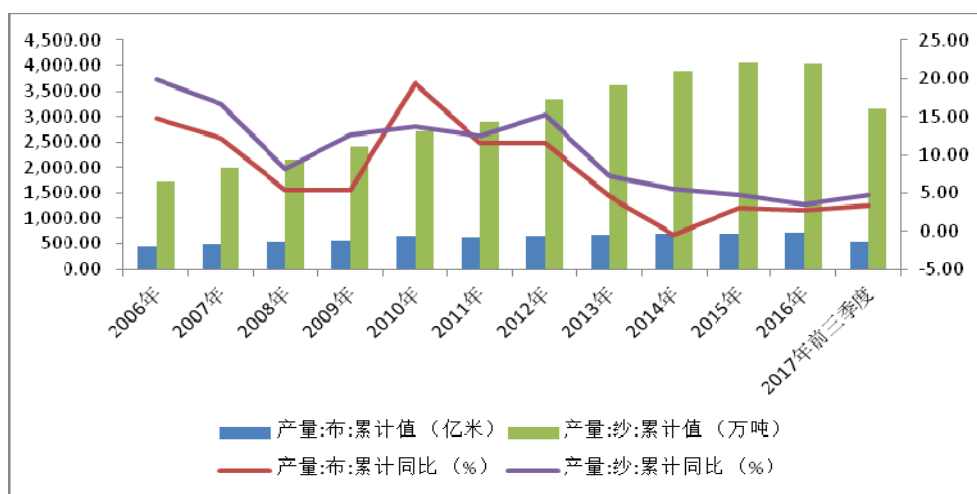
改革开放以来，随着我国居民生活水平的不断提高以及国际贸易的深入发展，我国纺织服装业取得了长足发展，特别是加入世贸组织以来，凭借较低的劳动力成本以及较完备的服装制造加工产业链等优势，我国成为世界主要纺织服装产品出口国，纺织服装产品产量快速增长。根据国家统计局数据，2001-2010 年布、纱、服装产量复合增长率分别为 14.01%、16.27%和

1 《国外经贸新规对我国纺织服装出口的影响分析》，王青、梁文玉，中国国门时报 2017 年 8 月 14 日，第 4 版。

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%。

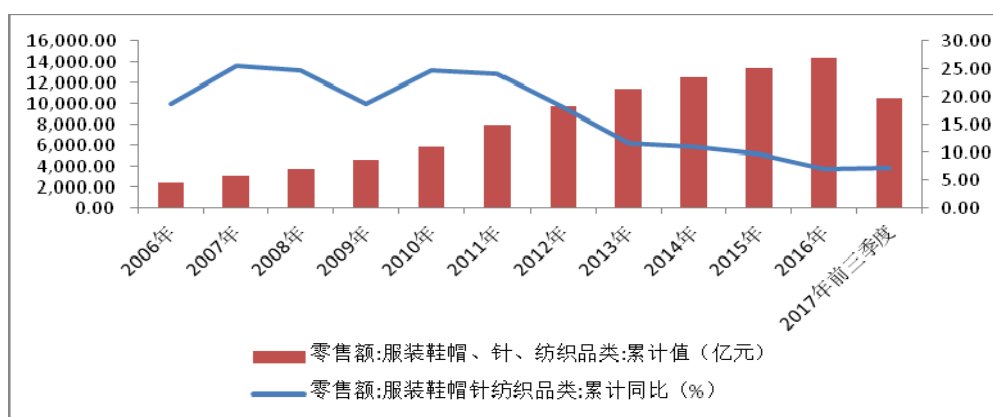
2016 年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速进一步放缓。2016 年，布、纱产量分别为 715.00 亿米和 4039.50 万吨，同比增长分别为 2.70% 和 3.50%，增速分别较上年下降 0.40 个百分点和 1.20 个百分点；2017 年 1-9 月，我国布、纱产量分别为 528.00 亿米和 3114.90 万吨，同比增长 3.40% 和 4.70%，增速分别较上年同期增长 1.60 个百分点、下降 1.50 个百分点。

图表 1. 我国纺织服装行业主要产品产量情况



资料来源: Wind 资讯

图表 2. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况



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。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%，增速较上年减少 2.80 个百分点。2017 年前三季度，我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 7.20%，增速与上年同期持平。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增长较快，增速至 2016 年末逐渐放缓，而 2017 年以来呈现缓慢提升态势。2016 年及 2017 年前三季度，我国穿类商品网上零售额同比增长 18.10% 和 19.20%，

增速分别较上年同期减少 3.30 个百分点、上升 2.90 个百分点。在国内宏观经济下行的背景下，短期内我国纺织服装行业内需消费的增长缺乏有力支撑，但考虑到近年来的去库存调整已近尾声，且纺织服装行业具备一定的刚需属性，预计未来行业需求仍将保持低速增长。

出口方面，近年来受人民币升值和劳动力成本上升等因素的影响，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。在国际市场需求疲软和市场竞争加剧的影响下，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 年以来出口压力有所缓和，前三季度服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额分别为 1178.55 亿美元和 806.62 亿美元，同比分别下降 0.4%、增长 2.9%。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。

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。

### 行业竞争格局

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。

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在阳光集团、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<sup>2</sup>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。

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。

### 影响行业信用质量的核心要素

面对成本上升、行业竞争激烈等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、

<sup>2</sup> 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。

**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。**

#### 1) 品牌构建

服装品牌的建立有助于企业扩大市场认知度，获得稳定的消费群体，并对产品的销售形成支撑；在此基础上，还可以提升企业自身提价能力，取得更高的品牌溢价。服装品牌的建立有助于企业扩大市场认知度，获得稳定的消费群体，而多品牌经营一方面可以满足多层次的客户定位，另外也有利于分散单一品牌运作经营风险。在当前的行业格局下，自身拥有知名品牌的服装企业将具有更强的行业竞争力。

#### 2) 行业竞争

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) 成本控制

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) 多元化经营

人力、原材料成本上升、行业竞争激烈、环保政策趋严、出口门槛提高等诸多不利因素加剧了传统纺织服装企业的经营压力。部分企业（主要是服装生产企业）逐步拓展非纺织服装业务以寻求发展，多元化运营特征较显著，所涉及行业包括房地产、新能源、生物医药等，相关企业除直接参与其他行业的经营外，还会通过股权投资形式对外扩张，新进入的产业一般与其传统服装主业关联度不高。

2014 年以来，在主业现金流保持稳健但主业发展普遍遇到瓶颈的情况下，纺织服装行业产业延伸与转型步伐进一步加快，行业内众多公司依托自身主业与优势资源，立足更广泛的消费群体，通过投资并购、重组整合等多种方式，逐步由消费品领域向体育、跨境电商、大家居、网红经济、医美、母婴等新兴消费产业延伸，覆盖更广阔的终端市场。据统计，自 2016 年 1 月 1 日至 12 月 26 日，沪深两市纺织服装板块发生 255 起并购事件，合计交易金额达 511.94 亿元，其中，已完成并购事宜的企业达 70 余次，合计交易金额接近 170 亿元。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。

**图表 3. 主要服装品牌企业涉及的跨行业经营情况**

企业名称	主营业务
雅戈尔	服装、房地产
杉杉	服装、商业地产、新能源、股权投资
七匹狼	服装、房地产、股权投资
贵人鸟	鞋服、股权投资
朗姿	服装、婴童产品、医疗美容、股权投资
搜于特	服装、供应链、股权投资
红豆	服装、房地产、生物医药
报喜鸟	服装、股权投资
富贵鸟	鞋服、矿业（实际控制人在公司体系外投资）

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 行业样本数据分析

新世纪评级对截至 2017 年 12 月 15 日纺织服装行业发债主体及沪深上市公司进行筛选，剔除子公司及未披露季报的企业，最终选用样本企业合计 85 家，其中服装鞋帽类 41 家，纺织类 44 家。由于目前企业尚未披露 2017 年年报，对于时期数据，2017 年数据采用 2016 年第四季度与 2017 年前三季度的加总数作为预测数以便比较。

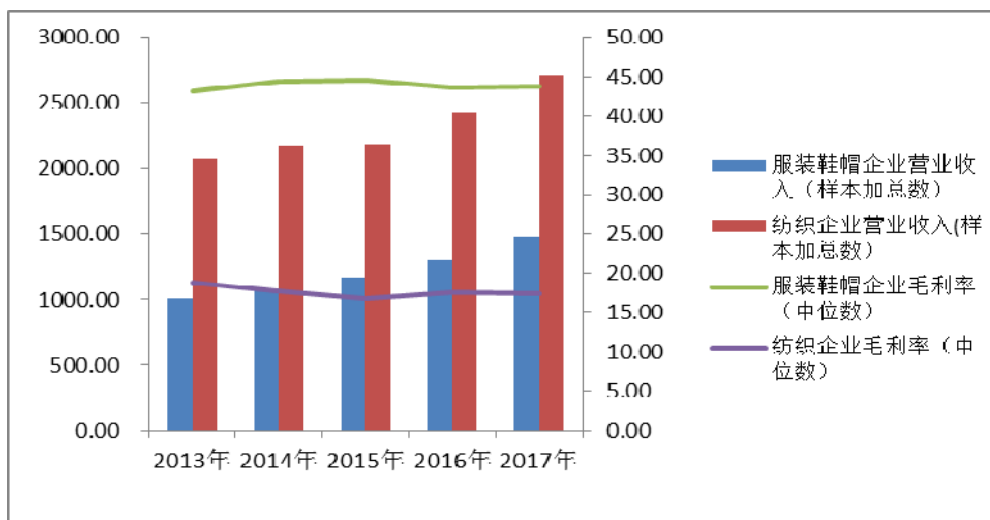
从纺织服装样本企业看，行业自 2016 年开始出现回暖迹象，2017 年以来延续上年态势，收入继续提升，但在竞争加剧及成本上升的背景下，盈利水平未见好转，期间费用持续上升。行业内企业通过放宽信用政策消化库存，应收账款周转率下降，存货余额有所降低。行业债务融资规模持续增大，但整体财务杠杆水平尚可控。行业主业现金回笼情况保持在较好水平，但随着企业转型调整的推进，投资、收购等资本性支出规模持续扩大，资金压力有所加大。

从收入看，我国服装鞋帽企业自 2013 年开始进入去库存和渠道调整阶段，2014 年收入下滑样本数量明显增加，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 年多数企业业绩仍未现起色。2016 年样本企业整体呈现回暖态势，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，而鞋类行业经营压力较大，星期六、奥康国际、红蜻蜓、哈森股份等企业收入均有所下滑。2017 年，行业形势进一步好转，从预测数看，收入下滑样本数减少至 6 家，仍主要体现为鞋类企业，服装企业中，衣念集团因品牌转让而收入下滑较明显。纺织企业 2013~2014 年收入下滑面扩大，而天纺投控、京纺控股等因贸易业务占比较大，收入变动趋势与纺织行业整体有所偏离。2016-2017 年纺织企业收入普遍回升，华孚时尚、如意集团、联发股份等行业龙头企业已保持较稳定增长。

从毛利率看，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。近五年来服装鞋帽企业毛利率中位数在 40%-45% 之间，其中朗姿股份、衣念集团、九牧王等定位中高端、品牌溢价较高的企业毛利率保持在 50% 以上，森马服饰、红

豆股份等面向大众消费市场企业或棒杰股份等以贴牌产品为主的企业毛利率相对较低，此外际华集团主要销售军需产品，利润空间较大众消费产品更低。2016 年服装鞋帽企业在竞争加剧及原材料成本上升的背景下，整体盈利水平呈现一定下滑态势。纺织企业毛利率中位数在 15%-20%之间，其中山东如意集团、百隆东方、华孚时尚、航民股份等细分行业龙头企业均保持了高于纺织行业平均水平的盈利能力，而贸易占比较大的天纺投控、上海纺织、中纺集团等处于较低盈利水平。

图表 4. 纺织服装样本企业盈利变动情况（单位：%、亿元）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 5. 近五年来纺织服装样本企业收入下滑数量统计（单位：%、亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
服装鞋帽企业收入下滑数量	9	17	17	14	6
服装鞋帽企业毛利率下滑数量	15	17	18	22	22
纺织企业收入下滑数量	14	20	23	9	8
纺织企业毛利率下滑数量	16	22	17	19	24

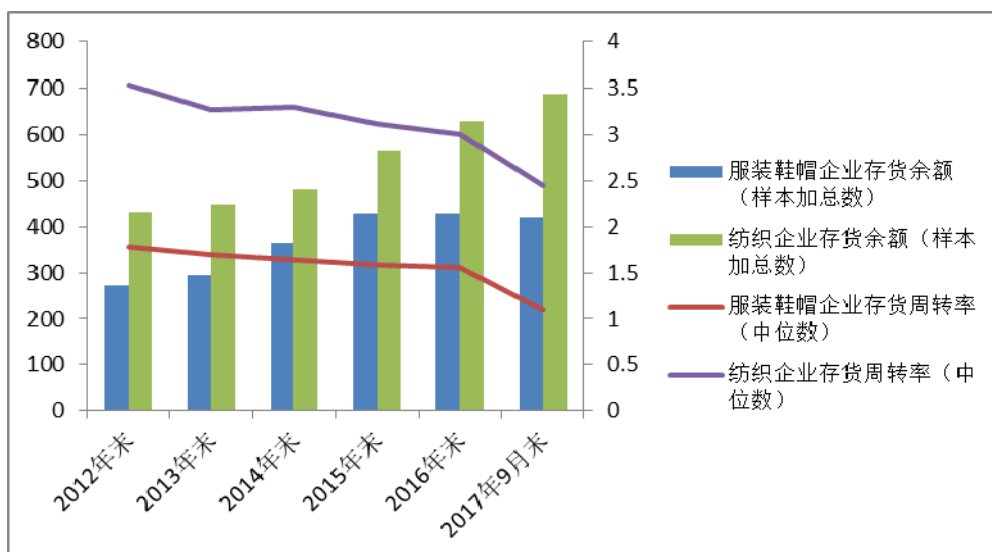
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

应收账款方面，受行业需求低迷、销售终端承压的影响，纺织服装企业应收账款周转率整体呈下降态势。2016 年以来贵人鸟、朗姿股份、搜于特、森马服饰等服装样本企业放宽信用政策，加大对经销商支持，应收账款增长明显；上海纺织、山东如意集团等纺织样本企业因收购子公司或推广新产品等而增加应收账款规模，周转率相应下降。

存货方面，随着近年来去库存调整接近尾声，服装样本企业整体库存增长态势在 2016 年以来出现转变，2016 年末及 2017 年 9 月末合计存货余额均小幅下降，而样本个体方面出现较大分化，贵人鸟、森马服饰等企业存货周转情况优于行业平均水平，但因新增合并范围、发展多品牌等因素而存货有所增加；朗姿股份、衣念集团、报喜鸟等企业存货周转率持续低于行业平均水平。纺织企业近五年来整体存货规模保持增长，周转率呈下降态势。

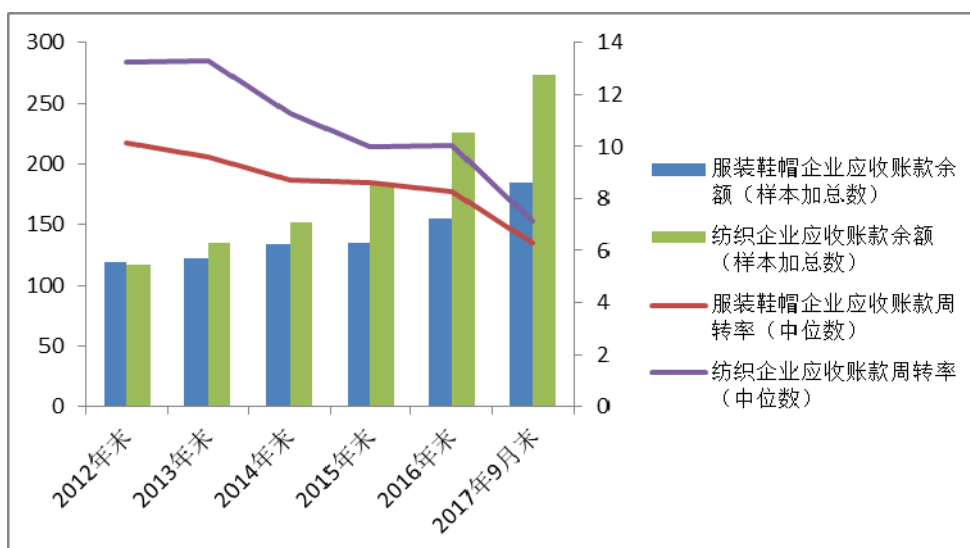


图表 6. 纺织服装样本企业存货周转情况（单位：%、亿元）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 7. 纺织服装样本企业应收账款周转情况（单位：%、亿元）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

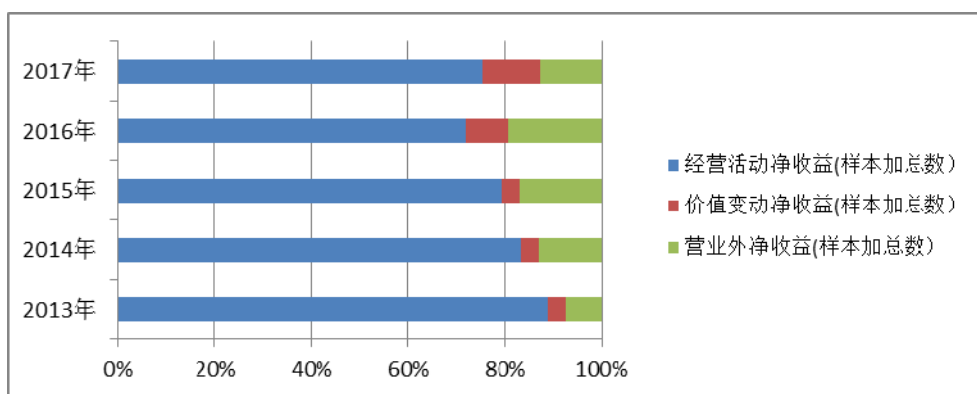
期间费用方面，服装类企业因处于消费终端，因品牌运营及渠道维护需要而投入销售费用较多，期间费用水平高于纺织企业。近五年来，服装样本企业汇总期间费用逐年增长，期间费用率在 2013~2016 年均稳定保持在 23%~24%，2017 年小幅下降至 21.79%。从样本个体情况看，报喜鸟因费用未随收入同比下降、摩登大道因新开及优化品牌店铺，导致 2016 年期间费用率增长较快，2017 年有所回落。纺织样本企业汇总期间费用率水平逐年增长，2015~2017 年分别为 10.92%、12.48%和 14.92%。其中，山东如意集团受合并范围增加影响，期间费用率增长较明显，2015~2017 年分别为 15.01%、18.74%和 24.45%。

非经常性损益方面，对于服装鞋帽类企业，价值变动净收益<sup>3</sup>及营业外净收益影响相对较小，但在净收益中占比整体呈上升态势，2017 年合计为 24.78%，其中价值变动净收益主要来源于七匹狼及美邦服饰等，2016 年以来价值变动净收益占比较上年提升约 5 个百分点至 8.88%，

<sup>3</sup> 价值变动净收益=公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益。

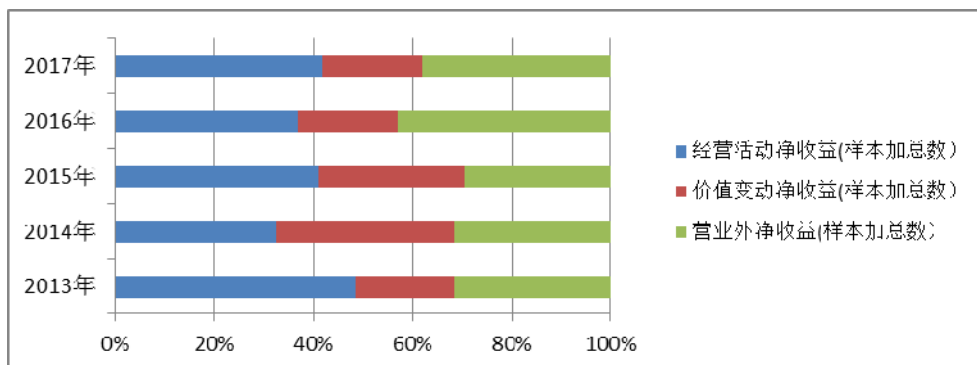
主要系七匹狼集团理财收益(1.07 亿元)及分红增加、美邦服饰处置股权投资获得大额收益(5.50 亿元)所致。营业外净收入主要集中于际华集团, 其因土地收储补偿而规模较大, 2016-2017 年呈先后升降态势。对于纺织企业, 价值变动净收益及营业外净收益影响较明显, 主要因纺织企业中大型集团企业或国有企业较多, 来自参股企业的处置及分红收益、政府补助规模较大所致, 此类收益历年来占比有所波动, 但趋势相对平稳, 2017 年占比合计 58.23%, 其中, 价值变动净收益主要来源于山东如意集团、华茂股份、上海纺织等企业, 营业外净收入主要来源于鲁泰纺织、航民股份、上海纺织等企业。

图表 8. 服装鞋帽样本企业收益构成情况<sup>4</sup>(单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 9. 纺织样本企业收益构成情况(单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

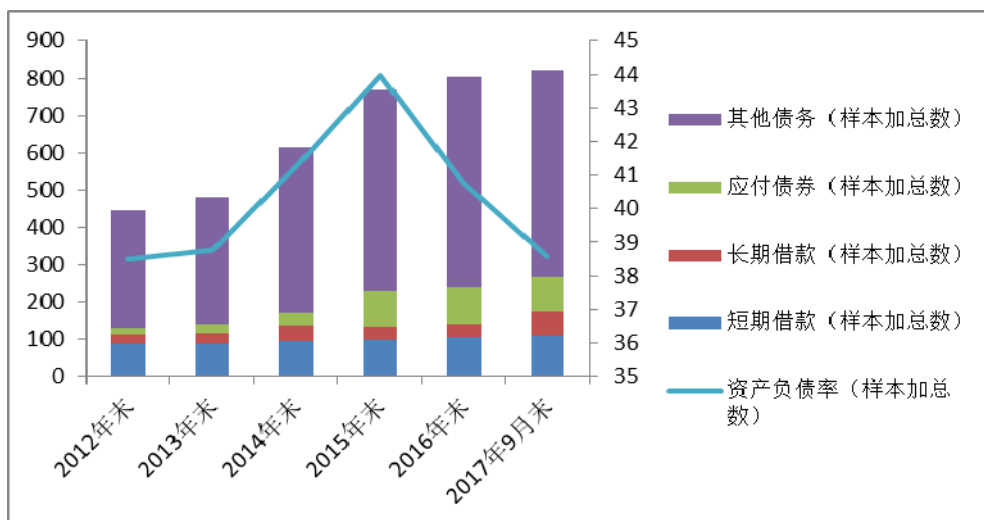
债务方面, 近五年来服装鞋帽类样本企业汇总负债总额呈现持续增长态势, 而 2016 年末及 2017 年 9 月末负债增速及资产负债率均较上年末有所下降, 资产负债率分别为 40.75%和 38.58%。从债务期限结构看, 以流动负债为主, 2017 年 9 月末, 汇总数据流动负债合计占比为 73.80%; 从个体数据看, 在 41 家样本企业中, 有 40 家流动负债占比超过 50%, 33 家超过 70%。从债务融资渠道看, 以银行借款及发行债券为主, 近五年来整体呈增长态势, 2017 年 9 月末, 汇总数据长短期借款规模为 175.97 亿元, 应付债券规模为 90.27 亿元, 其中应付债券集中于际华集团、七匹狼集团及贵人鸟等少数企业, 2015 年末因际华集团、七匹狼集团发债增加而增长较快。

相对于服装鞋帽类企业, 纺织类企业在生产端资本性投入更多, 整体资产负债率相对更高, 近五年来纺织类样本企业汇总负债总额持续增长, 资产负债率相对稳定, 2016 年末及 2017 年 9 月末分别为 57.66%和 56.99%。从债务期限结构看, 以流动负债为主, 但近五年来呈下降态势, 2017 年 9 月末, 汇总数据流动负债合计占比为 73.15%; 从个体数据看, 在 44 家样本企业中,

<sup>4</sup> 经营活动净收益=营业总收入-营业总成本

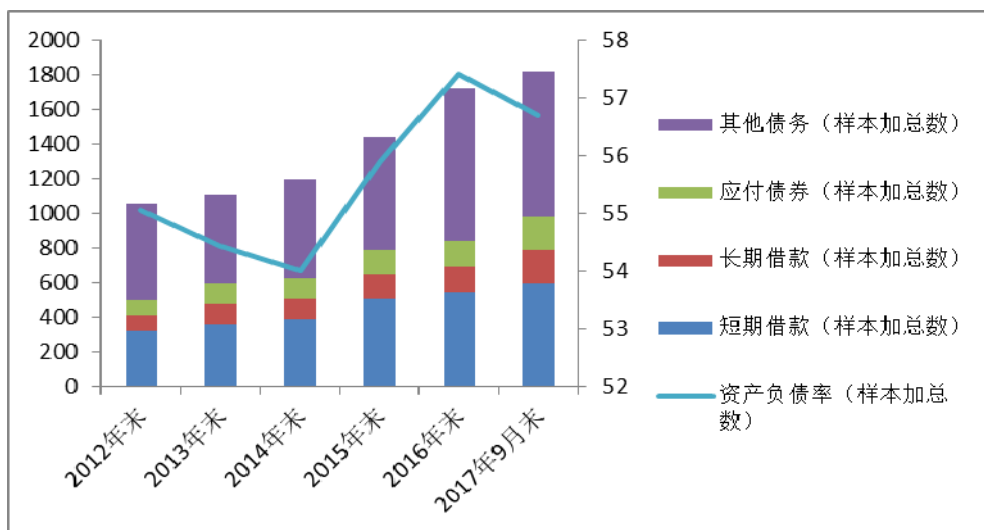
有 43 家流动负债占比超过 50%，33 家超过 70%。从债务融资渠道看，以银行借款及发行债券为主，银行借款整体增长，应付债券 2015-2016 年末增长较快。

图表 10. 服装鞋帽样本企业负债变化及主要融资渠道情况（单位：%、亿元）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 11. 纺织样本企业负债变化及主要融资渠道情况（单位：%、亿元）



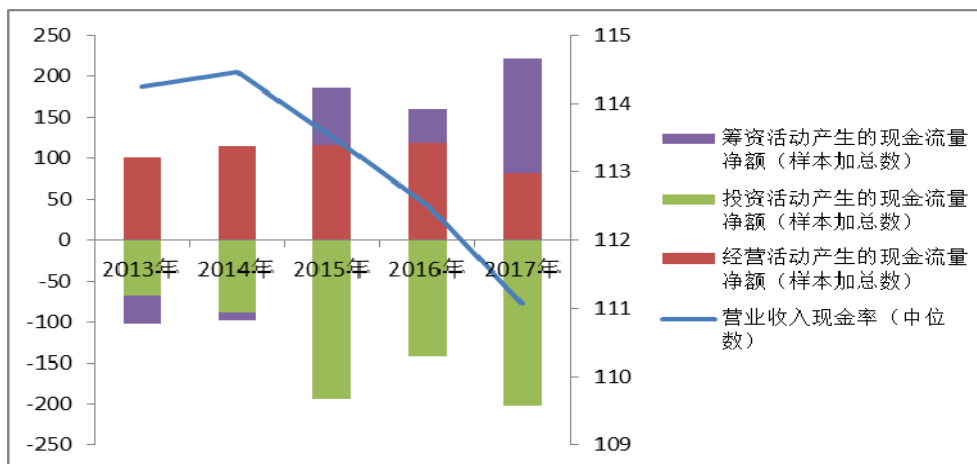
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

现金资产方面，服装鞋帽企业及纺织企业货币资金总额 2014~2016 年末均保持增长，2016 年末增长率分别为 7.39%和 7.43%，2017 年 9 月末有所下滑，降幅分别为 10.98%和 4.42%，余额分别为 354.18 亿元和 398.92 亿元。2016 年末服装鞋帽企业及纺织企业现金比率中位数分别为 69.61%和 47.06%，均较 2015 年末有所提升，2017 年 9 月末分别下降至 65.15%和 42.22%。

纺织服装企业主业回笼情况整体较好，2016-2017 年服装鞋帽企业营业收入现金率中位数分别为 112.52%和 111.08%，超过 100%的样本企业数为 35 家；纺织企业营业收入现金率中位数分别为 103.65%和 105.67%，超过 100%的样本企业数为 30 家。经营性现金流方面，2016 年服装企业汇总经营性现金流净额小幅增长，2017 年下降 31.43%，主要系红豆股份现金净流出规模较大；纺织企业 2016-2017 年汇总经营性现金流净额分别同比增长 126.64%和 40.19%，主要系如意集团 2016 年合并范围增加而现金流入大幅增长，上海纺织、中纺集团 2017 年现金流入增加所致。

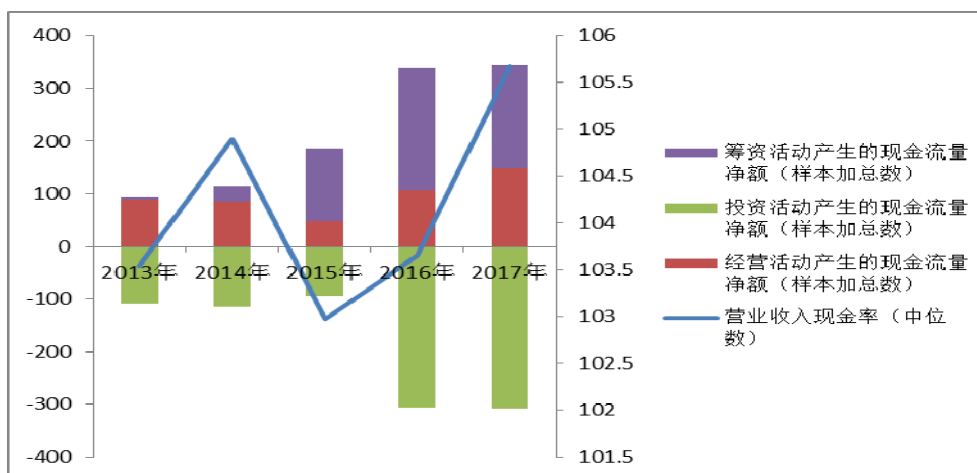
投资性现金流方面，服装企业汇总投资性现金净流出规模自 2015 年大幅增长，其中七匹狼集团、际华集团、搜于特保持较大的现金流出规模。纺织企业汇总投资性现金净流出规模 2016 年大幅增长，主要系山东如意集团进行大额收购所致。

图表 12. 服装鞋帽样本企业现金流情况（单位：%，亿元）



资料来源：Wind 资讯

图表 13. 纺织样本企业现金流情况（单位：%，亿元）



资料来源：Wind 资讯

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>5</sup>

### 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 1-11 月，纺织服装行业公开发行债券主体共计 8 家，其中 7 家主体评级为 AA 级，AA+级主体 1 家；截至 2017 年 11 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 25 家，其中 AAA 级主体 2 家，AA+级主体 4 家，AA 级主体 14 家，AA-级主体 3 家，A+级主体 1 家，A 级主体 1 家。

图表 14. 纺织服装行业主体信用等级分布（截至 2017 年 11 月末）

发行主体信用等级	2017 年 1-11 月		截至 2017 年 11 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	发行主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	--	--	2	8.00
AA+	1	12.50	4	16.00
AA	7	87.50	14	56.00
AA-	--	--	3	12.00
A+	--	--	1	4.00
A	--	--	1	4.00
合计	8	100.00	25	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 主体信用等级迁移

2017 年 1-11 月，纺织服装行业涉及评级调整的债券发行人 6 家，其中 4 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。

<sup>5</sup> 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，即不考虑中债资信评级机构的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除了重复主体，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。

图表 15. 2017 年 1-11 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, A/负面	东方金诚	1.收到监管部门的处罚 2.经营业绩下滑 3.存在大额未披露对外担保
		AA/稳定	AA-/列入负面观察名单, BBB+/列入负面观察名单, B/列入负面观察名单 <sup>6</sup>	新世纪评级	1.经营业绩恶化 2.资金被关联方大量占用 3.存在大额未披露对外担保, 已发生代偿 4.公司治理存在缺陷 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
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 16. 纺织服装行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 11 月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	1					
AA+	1	2				
AA		2	14			1
AA-				3	1	

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

### 样本企业主要债券品种利差分析<sup>7</sup>

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 1-11 月, 纺织服装企业合计发行 7 支一般短期融资券、4 支中期票据和 4 支公司债。

#### 1. 短期融资券<sup>8</sup>

2017 年 1-11 月, 纺织服装行业内发行 7 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; 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; 朗姿股份有限公司发行 2 支短期融资券, 主体信用级别为 AA 级, 债券发行利差为 238.4BP 和 319.0BP; 17 如意科技 CP001 的发行主体为山东如意科技集团有限公司, 主体信用级别为 AA, 债券发行利差 313.40BP。

<sup>6</sup>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, 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。富贵鸟股份有限公司由于在 2017 年被两家评级机构多次下调级别, 图表中列示的前次级别为债券首次发行时的信用级别。

<sup>7</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

<sup>8</sup> 仅统计 1 年期短期融资券, 不含超短期融资券。

图 17. 2017 年 1-11 月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	4	163.9-319.0	258.7

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2. 中期票据<sup>9</sup>

2017 年 1-11 月共发行 4 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；福建七匹狼集团有限公司主体信用等级 AA+ 级，发行利差为 207.4BP。

图 18. 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+	3	207.4-258.3	233.9
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 1-11 月共发行 4 支公司债券，对应主体信用等级均为 AA 级，发行利差在 234.2BP 到 367.2BP 之间。

图 19. 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	4	234.2-367.2	317.1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

# 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 年以来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 年相关原材料价格仍维持在高位，给行业内企业带来更大经

<sup>9</sup> 不含中小企业集合票据。

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

**纺织服装行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标**  
(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度EBITDA	年度经营性现金流量净额
贵人鸟股份有限公司	AA/稳定	新世纪	75.17	26.21	65.14	7.26	32.90	1.34	32.15	3.30	6.63	6.31
朗姿股份有限公司	AA/稳定	新世纪	62.69	35.95	42.65	1.75	14.66	0.73	21.86	1.90	2.40	1.31
衣念(上海)时装贸易有限公司	AA/稳定	中诚信	90.01	50.87	43.48	41.45	12.17	2.26	46.20	18.32	6.52	1.09
福建七匹狼集团有限公司	AA+/稳定	新世纪	245.80	132.02	46.29	14.23	65.51	1.62	76.30	15.27	15.44	27.96
报喜鸟控股股份有限公司	AA/稳定	联合信用	41.13	26.17	36.37	1.89	6.82	1.44	23.48	-3.20	-2.02	3.69
上海美特斯邦威服饰股份有限公司	AA/负面	大公国际	64.98	30.18	53.56	5.31	16.77	1.21	62.51	0.66	5.10	-0.87
搜于特集团股份有限公司	AA/稳定	鹏元	99.63	60.30	39.48	13.09	20.84	2.61	148.71	7.66	6.75	-13.18
际华集团股份有限公司	AAA/稳定	中诚信	305.62	187.35	38.70	66.54	55.28	3.09	273.55	9.37	21.85	2.89
九牧王股份有限公司	AA/稳定	联合信用	52.91	42.46	19.75	3.75	3.97	3.25	25.12	4.51	5.66	4.77
富贵鸟股份有限公司*	B/	新世纪	59.61	25.76	56.78	29.31	27.18	4.49	14.92	1.63	3.20	-5.00
天津天纺投资控股有限公司	AA-/稳定	联合资信	121.02	31.63	73.87	21.04	56.98	1.02	249.47	0.63	0.00	0.00
河南新野纺织股份有限公司	AA/稳定	鹏元	84.48	31.90	62.24	15.01	43.94	1.90	49.85	3.03	6.08	6.45
愉悦家纺有限公司*	AA-/稳定	大公国际	52.84	22.04	58.29	9.16	23.44	1.23	40.21	4.67	7.62	2.80
山东魏桥创业集团有限公司*	AA+/稳定	大公国际	764.91	361.19	52.78	138.65	254.47	1.29	605.04	28.92	92.44	42.30
山东如意科技集团有限公司	AA/正面	大公国际	560.68	204.01	63.61	79.35	298.34	1.38	361.08	25.14	46.92	44.05
孚日集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信	73.99	32.45	56.14	3.92	31.32	1.04	45.83	4.67	9.68	7.75

**纺织服装行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标**  
(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度EBITDA	年度经营性现金流量净额
安徽华茂纺织股份有限公司	AA-/稳定	联合信用	82.28	49.78	39.50	3.03	23.82	0.76	22.81	0.32	4.36	0.57
江苏阳光股份有限公司	AA-/稳定	联合资信	45.11	22.77	49.54	6.82	18.07	1.30	21.30	1.14	5.30	7.09
上海纺织(集团)有限公司	AAA/稳定	新世纪	462.27	154.49	66.58	57.54	143.08	1.32	629.70	11.21	18.91	15.71
中国中纺集团公司	AA+/稳定	联合资信	343.16	70.63	79.42	39.34	217.50	1.17	396.22	3.79	17.96	11.48
北京时尚控股有限责任公司	AA/稳定	大公国际	179.33	74.04	58.72	25.42	40.08	1.75	119.28	0.76	5.40	-0.05
上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	A+/稳定	鹏元	17.90	8.94	50.07	0.98	4.10	1.03	8.07	0.11	0.93	2.59
浙江永利实业集团有限公司*	AA/稳定	鹏元	177.45	101.17	42.99	7.06	68.52	0.98	32.82	0.67	3.42	-0.20
百隆东方股份有限公司	AA/稳定	联合信用	117.41	71.94	38.73	14.60	37.91	2.17	59.47	5.94	10.83	4.85
浙江嘉欣丝绸股份有限公司	-	-	22.71	13.73	39.55	0.90	5.81	1.62	26.38	1.31	2.02	0.06
希努尔男装股份有限公司	-	-	22.42	19.78	11.74	0.93	0.00	3.65	7.28	-0.02	0.92	0.56
华斯控股股份有限公司	-	-	26.22	20.12	23.25	4.53	2.53	3.14	6.22	0.20	1.11	2.34
浙江森马服饰股份有限公司	-	-	132.75	100.06	24.62	18.41	5.07	3.16	115.86	14.13	19.85	17.38
浙江步森服饰股份有限公司	-	-	6.92	5.02	27.34	1.67	0.70	4.14	3.85	0.12	0.38	0.04
浙江棒杰数码针织品股份有限公司	-	-	11.14	9.10	18.29	2.43	1.32	2.12	4.31	0.57	0.85	1.32
摩登大道时尚集团股份有限公司	-	-	32.71	24.66	24.60	7.86	6.26	3.30	8.92	-1.44	-1.85	1.89
浙江乔治白服饰股份有限公司	-	-	13.67	10.69	21.80	1.60	0.84	2.49	7.31	0.68	1.43	1.34
金发拉比婴童用品股份有限公司	-	-	10.39	9.21	11.30	1.97	0.00	6.45	4.09	0.79	0.96	0.74
深圳汇洁集团股份有限公司	-	-	21.77	18.03	17.17	7.26	0.00	4.62	21.00	2.68	3.11	5.62
广东柏堡龙股份有限公司	-	-	25.69	21.57	16.05	11.29	3.27	5.33	8.30	1.44	1.57	-0.69

**纺织服装行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标**  
(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度EBITDA	年度经营性现金流量净额
北京三夫户外用品股份有限公司	-	-	5.47	3.87	29.24	1.27	1.05	3.70	3.70	0.19	0.47	0.00
比音勒芬服饰股份有限公司	-	-	17.01	14.00	17.74	8.04	0.14	5.07	9.94	1.65	1.95	1.09
深圳市安奈儿股份有限公司	-	-	10.06	7.69	23.56	2.33	0.00	3.49	9.75	0.82	1.24	0.67
探路者控股集团股份有限公司	-	-	35.74	28.24	20.99	6.51	0.00	3.35	31.33	1.10	1.46	2.42
湖北美尔雅股份有限公司	-	-	11.68	5.83	50.07	1.25	3.30	1.38	4.29	0.08	0.66	-0.03
四川浪莎控股股份有限公司	-	-	6.03	4.74	21.27	2.37	0.41	3.68	3.29	0.26	0.25	0.35
海澜之家股份有限公司	-	-	231.13	103.71	55.13	60.64	22.78	1.56	174.10	32.21	42.70	22.02
江苏红豆实业股份有限公司	-	-	52.81	45.70	13.46	12.98	2.73	3.97	32.91	6.41	3.73	-31.86
日播时尚集团股份有限公司	-	-	10.93	9.04	17.29	0.66	0.00	5.09	10.34	0.87	1.32	0.36
维格娜丝时装股份有限公司	-	-	64.02	17.56	72.57	5.32	37.11	1.62	17.48	1.04	1.54	1.85
深圳歌力思服饰股份有限公司	-	-	32.48	23.36	28.09	7.10	2.00	1.91	18.28	3.61	3.13	2.24
安正时尚集团股份有限公司	-	-	29.87	24.93	16.54	2.55	0.00	5.30	13.74	2.68	3.46	3.34
宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司	-	-	56.23	29.99	46.67	6.95	3.49	1.99	67.03	3.53	7.35	3.85
牧高笛户外用品股份有限公司	-	-	6.26	4.47	28.55	1.04	0.46	3.20	4.99	0.56	0.68	0.50
星期六股份有限公司	-	-	35.83	18.79	47.57	2.70	7.03	1.84	15.24	0.26	1.18	1.59
广东万里马实业股份有限公司	-	-	8.84	4.41	50.07	1.54	2.83	1.55	5.33	0.33	0.69	-1.38
浙江奥康鞋业股份有限公司	-	-	51.02	40.46	20.69	6.02	3.32	4.87	32.35	2.41	6.03	3.94
浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司	-	-	43.73	33.45	23.52	4.73	1.26	3.12	31.76	3.26	4.09	-0.03
起步股份有限公司	-	-	17.10	13.44	21.44	5.18	2.06	3.60	12.94	1.98	2.52	2.25

**纺织服装行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标**  
(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度EBITDA	年度经营性现金流量净额
广州天创时尚鞋业股份有限公司	-	-	19.41	15.93	17.93	2.34	0.00	3.83	16.65	1.72	2.14	2.48
哈森商贸(中国)股份有限公司	-	-	14.06	11.48	18.29	0.84	0.00	4.62	15.30	0.43	1.09	1.53
石家庄常山北明科技股份有限公司	-	-	119.62	57.33	52.08	9.47	42.39	1.41	101.12	4.71	6.73	15.61
鲁泰纺织股份有限公司	-	-	95.19	75.33	20.87	6.64	10.55	1.82	63.39	8.81	14.14	10.54
兰州三毛实业股份有限公司	-	-	6.66	3.08	53.82	0.57	2.20	0.95	2.90	1.50	0.66	-2.55
欣龙控股(集团)股份有限公司	-	-	14.08	7.03	50.06	3.27	6.32	2.07	6.14	0.02	0.89	-0.73
宁夏中银绒业股份有限公司	-	-	115.84	14.83	87.20	3.46	77.86	0.59	26.05	-11.24	-1.57	3.75
江苏霞客环保色纺股份有限公司	-	-	3.29	3.02	8.26	0.15	0.06	8.28	3.25	-0.16	-0.32	-0.31
华孚时尚股份有限公司	-	-	150.37	71.11	52.71	29.00	57.81	1.29	109.15	7.14	10.89	-2.35
福建众和股份有限公司	-	-	26.58	5.74	78.41	0.30	15.61	0.59	8.03	-2.44	1.78	0.77
宏达高科控股股份有限公司	-	-	19.94	16.72	16.16	0.52	0.70	1.99	6.22	0.96	1.48	1.66
罗莱生活科技股份有限公司	-	-	45.84	30.44	33.60	3.53	4.94	2.30	41.80	4.01	4.92	3.05
深圳市富安娜家居用品股份有限公司	-	-	36.59	28.52	22.05	4.53	1.44	2.63	25.02	4.36	6.01	2.25
江苏联发纺织股份有限公司	-	-	46.95	29.96	36.19	5.35	11.54	1.65	39.74	3.71	7.68	3.15
湖南梦洁家纺股份有限公司	-	-	29.11	15.65	46.25	2.48	8.24	1.44	17.99	1.33	1.88	1.37
多喜爱集团股份有限公司	-	-	8.85	6.55	26.01	0.89	1.31	3.57	6.66	0.20	0.53	0.61
东洋科技集团股份有限公司	-	-	6.06	3.56	41.31	1.70	0.00	2.24	1.75	-0.10	-0.03	-0.75
安徽开润股份有限公司	-	-	7.32	4.55	37.93	0.66	0.46	2.22	10.14	1.18	1.06	0.97
厦门延江新材料股份有限公司	-	-	9.87	7.24	26.62	1.54	1.61	2.97	7.57	0.86	1.32	0.74

**纺织服装行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标**  
(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度EBITDA	年度经营性现金流量净额
浙江富润股份有限公司	-	-	36.10	25.57	29.17	3.15	3.58	1.83	16.27	2.80	2.31	-0.05
宁波维科精华集团股份有限公司	-	-	26.10	14.45	44.64	6.04	5.21	1.58	12.81	0.44	-0.04	0.04
湖南华升股份有限公司	-	-	11.34	7.11	37.33	0.97	0.29	1.89	7.29	-0.18	0.18	-1.05
浙江金鹰股份有限公司	-	-	17.64	11.82	32.96	1.52	1.80	2.31	11.56	0.31	0.86	-0.08
江苏三房巷实业股份有限公司	-	-	17.20	15.26	11.28	10.22	0.00	7.17	10.55	0.62	1.21	0.71
华纺股份有限公司	-	-	28.22	8.62	69.46	5.23	15.77	0.80	27.40	0.13	1.29	0.95
福建凤竹纺织科技股份有限公司	-	-	10.49	6.89	34.35	1.26	2.17	1.58	8.22	0.59	1.08	0.40
上海三毛企业(集团)股份有限公司	-	-	7.74	4.89	36.83	1.99	0.03	1.86	12.29	1.32	1.14	-0.84
浙江航民股份有限公司	-	-	46.15	37.63	18.47	6.50	2.53	3.52	33.44	6.58	9.83	8.22
江苏鹿港文化股份有限公司	-	-	63.47	28.41	55.23	6.23	22.49	1.38	39.31	2.06	4.34	-2.93
杭州诺邦无纺股份有限公司	-	-	10.05	7.64	23.97	1.60	1.70	4.25	5.21	0.49	1.01	0.49
上海水星家用纺织品股份有限公司	-	-	15.93	9.87	38.03	1.50	2.85	1.98	23.35	2.41	2.81	1.94
浙江健盛集团股份有限公司	-	-	32.29	25.93	19.71	2.94	3.76	1.96	9.46	1.05	1.92	-0.44
浙江康隆达特种防护科技股份有限公司	-	-	11.12	9.33	16.10	1.64	0.83	4.84	7.71	0.84	1.52	0.76
浙江新澳纺织股份有限公司	-	-	25.12	21.91	12.77	8.41	0.12	5.07	22.15	1.79	2.44	1.05

注： 1) 主要财务数据为 2017 年 9 月末数据；

2) \*主体仅发行过公司债券，主要财务数据为 2016 年数据。

3) EBITDA 采用 2016 年数据。

附录二

**纺织服装行业样本企业信用质量**

(略)