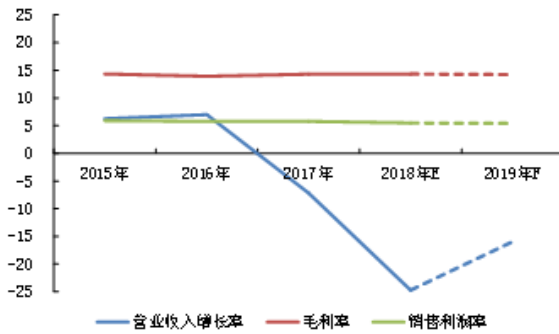




纺织与服装行业 2019 年信用风险展望

提升盈利能力防范信用风险

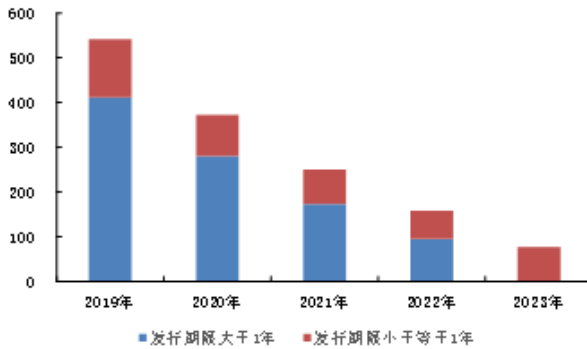
主营业务收入增速、毛利率及净利率情况（单位：%）



需求：行业内销有所波动；出口将延续负增长态势，且来自东盟等国的竞争压力增大。

成本：贸易摩擦将推动棉价继续弱势震荡，国际棉花价格面临下行压力。

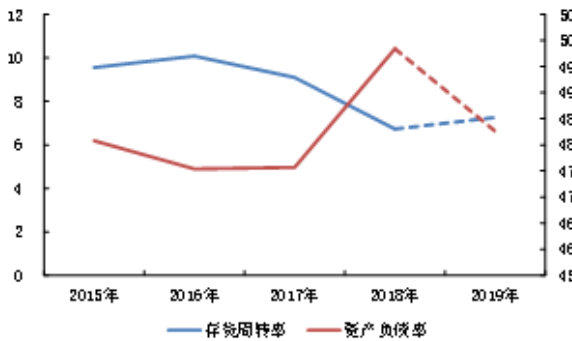
截至2018年10月末行业存续债到期情况（单位：亿元）



政策：环保政策趋严，行业将继续加快去产能进程。

盈利：纺织与服装行业整体盈利能力将保持稳定，行业龙头企业业绩持续向好，行业集中度将进一步提升。

行业周转率及偿债能力走势图（右轴单位：%）



债务负担：行业存续债期限结构较为合理，与其他行业相比，行业利差仍将保持在较高水平，需警惕行业内低级别企业利差继续走阔的可能性。

信用质量：纺织与服装行业整体信用水平将保持稳定，但行业内分化明显，个别企业面临较大信用风险。

作者

大公纺织与服装行业小组

负责人：崔爱巧

客服电话：4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



概要

2018 年以来，纺织与服装行业市场需求有所波动，带动行业内销出现波动趋势，出口开启负增长态势，行业整体经营保持稳定。但同时，纺织企业产能过剩，服装企业去库存等问题仍存在，行业将进入深度调整期。此外，纺织与服装发债企业存续债到期期限较为合理，但资产负债率有所提升，债务负担略有增加。

2019 年，我国低成本竞争优势将会逐步丧失，来自东盟等国的竞争压力较大，出口复苏程度及持续程度仍呈现整体下降趋势；国内棉花价格短期将继续弱势震荡，但随着中美贸易摩擦加剧，国际棉花价格面临下行压力，但下跌空间有限。同时，环保政策日渐趋严，行业去产能进程将加快，行业集中度将进一步提高。生产企业扩大规模的动力不大，企业发债多为“以新偿旧”，且利率持续走高，预计债市规模将保持稳定，但与其他行业相比，纺织与服装行业利差仍处于较高水平。行业整体盈利将保持平稳，资本结构有所恶化，但行业内分化将更加明显，少数产品结构单一、主营业务盈利能力较弱、费用控制能力弱和债务压力大的企业将面临较大信用风险。

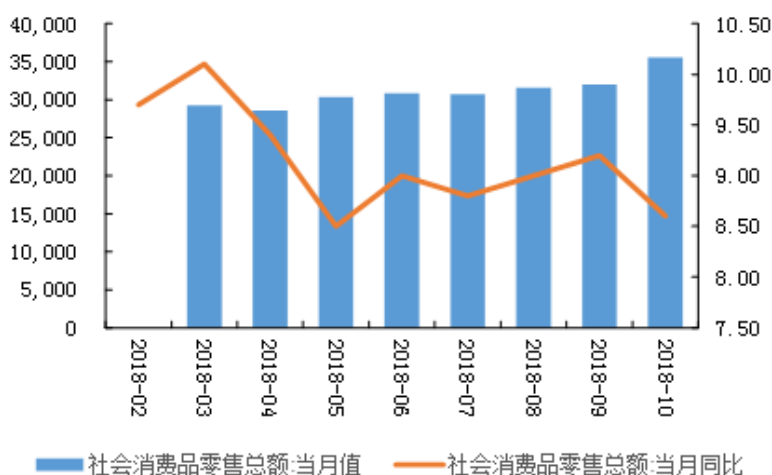


预计纺织与服装行业对内销售方面2019年将有所波动；对外出口延续2018年负增长态势，且受来自东盟等国的竞争压力增大影响，行业出口整体仍呈现需求下降趋势。

我国是纺织品服装生产和出口大国，从需求来看，我国纺织行业的内销比例较高，而下游的服装行业出口约占总产量的50%，亚洲、欧洲和北美洲是我国最主要的三个出口市场。

从内销来看，行业受消费者的偏好和消费能力影响较大，2018年以来，每个月全国社会消费品零售总额有所波动；1~10月，限额以上单位商品中，服装鞋帽、针纺织品类零售额为10,794亿元，同比减少9%，行业整体消费景气度有所下降。2018年以来，限额以上零售企业服装类商品零售额有所波动，随着人均可支配收入的波动下降，高性价比产品受市场追捧，纺织品消费支出也将持续增加，2019年预计行业内销将延续波动趋势。

图1 2018年1~10月社会消费品零售总额及同比变化情况（单位：亿元、%）



数据来源: Wind, 大公整理

从出口来看，我国纺织服装、服饰业出口交货值自2018年3月起持续负增长；2018年1~10月，纺织品服装累计出口交货值为3,158.1亿美元，同比减少23.13%。从市场结构上看，出口美、日、欧传统市场竞争仍较激烈。预计2019年，我国在美国、日本、欧盟三大纺织品服装进口市场所占份额仍呈现下降趋势，而东盟和孟加拉国等主要竞争者在原材料价格和生产用地价格等方面的优势逐渐显现，其在美国、日本、欧盟三大纺织品服装进口市场所占份额将进一

步提升。发达国家纺织业加速回流、供给能力持续提升，东南亚新兴国家加速纺织产业布局、比较成本优势显著，对我国纺织行业出口竞争力提出更高要求。

整体来看，2019 年预计行业内销将延续波动趋势；出口方面，我国在美国、日本、欧盟三大纺织品服装进口市场所占份额仍呈现下降趋势。

国际棉价面临下行压力，但下跌空间有限，国内棉花价格将继续弱势震荡。

纺织业根据原材料不同可分为棉、化纤纺织，毛纺织，麻纺织，丝绢纺织和纺织制成品制造（即服装行业），其中原材料中棉和化纤消耗较多，棉花和化纤价格的波动对纺织行业的成本影响显著。

2018 年以来，国际市场棉花资源供给大于需求格局依旧，中美贸易摩擦加剧，世界经济环境面临诸多不确定性，国际棉价面临下行压力。国内市场方面，新棉资源充裕，储备棉轮出进一步增加棉花供给，棉花销售压力大，预计短期国内棉花价格将小幅震荡下行，国内外棉价差缩小。从国际来看，贸易摩擦不断加剧，互加关税的正式实施等都一定程度抑制棉价上涨，2019 年国际棉花价格有下行压力，同时棉花种植受天气影响较大，但如果国内加大进口棉花量，棉花下跌空间有限。从国内来看，2019 年是棉花产业供给侧结构性改革的深化之年，预计储备棉仍会按计划轮出，进一步将国内库存量缩至较低水平，国内棉花价格将继续弱势震荡。

图 2 2017 年以来 Cotlook:A 指数和中国棉花价格指数：328（美分/磅、元/吨）



数据来源：Wind，大公整理



发展和改革委员会公布 2019 年我国棉花进口关税配额量为 89.4 万吨，与 2018 年持平。预计 2019 年，国家进口配额政策仍将保持稳定，调整的可能性不大，但由于我国库存中高级储备棉数量不多，而国内产量无法满足需求，供需缺口扩大，未来将会扩大进口棉配额量。由于进口和国产棉存在价格和质量存在一定的差距，纺织企业的市场竞争力和盈利依然很大程度上取决于能否取得配额以及配额的量，短期内对企业仍承担较大的成本压力。

纺织服装业环保政策趋严，行业将继续加快去产能进程。

纺织与服装产业链较长，污染主要集中在染整环节，以水污染为主，子行业中印染、制革污染较为严重。《中华人民共和国环境保护税法》和新修订的《中华人民共和国水污染防治法》已于 2018 年 1 月 1 日起施行，且十九大会议提出到 2020 年基本实现美丽中国目标，预计 2019 年政府环保要求将进一步收紧，环保压力会日趋加大。

环保趋严对纺织与服装行业的影响主要体现在两个方面：一是原材料、水电能源等价格上涨，导致行业产业链成本端提升；二是政府加大对印染等污染子行业的监管，导致纺织与服饰行业受到不利影响。但环保投入加大将导致中小企业退出，行业集中度提升，龙头公司有望受益。未来，随着中央及地方政府出台更多政策进一步提高环保标准，行业将再次进入产能收缩期，集中度将进一步提升，龙头企业将享受“剩者红利”，市场份额和议价能力得到提升；短期来看染料、环保等成本提升后企业存在涨价预期。

行业龙头企业业绩持续向好，拉动行业整体业绩增长；预计 2019 年将收入维持增长状态，但受环保限产、成本费用上升影响，毛利率或将继续小幅下滑，整体经营保持稳定。

2018 年前三季度，纺织服饰行业内企业实现营业收入和利润总额分别为 12,814.50 亿元和 697.10 亿元，同比增长 3.70% 和 8.00%，经营业绩均明显改善。同时，行业集中度的提升将越发明显，其中纺织制造业龙头企业如华孚时尚股份有限公司和鲁泰纺织股份有限公司等，服装家纺行业龙头企业如罗莱生活科技股份有限公司和海澜之家股份有限公司等业绩持续回升，对行业整体业绩的回升有一定拉动



效应。

从毛利率和销售利润率来看，2018年1~11月，纺织服装、服饰行业内企业毛利率和销售利润率分别为15.40%和5.68%，行业内整体较为稳定，预计2019年，随着环保限产、棉花及人工价格的上升，成本费用将有所增长，毛利率和销售利润率或将小幅下滑。

从行业内企业债务负担来看，2018年10月末，资产负债率由2017年末的47.07%提升至49.67%，债务负担略有增加。由于行业产能过剩，未来企业扩大规模的动力不大，预计2019年纺织与服饰行业资本结构将维持现有水平，随着国家进一步清理过剩产能，未来企业债务负担或将有所下降。

行业存续债券期限结构较为合理，但与其他行业对比，纺织服装利差仍将处于较高水平。

从发债量来看，2018年1~10月发行债务融资工具共174.70亿元，同比大幅增加，受市场违约风险预期升高、资金偏紧等因素影响，市场利率不断走高，债券价格持续下跌。从存续债情况看，截至2018年10月末，纺织与服装行业存续债券中一年内到期和1~3年内到期的债券分别为136.77亿元和238.12亿元，占比分别为24.96%和43.46%，债务期限结构较为合理，流动性风险一般。综合来看，2019年行业债务压力适中。

2018年纺织服装行业存续企业有23家，无级别上调企业，贵人鸟股份有限公司（以下简称“贵人鸟”）级别下调，主要因素如下：

（1）2017年度财务报表因对经销商提供资金支持且未及时履行披露义务被出具带强调事项段的无保留意见审计报告；（2）2018年6月公司股票发生多次异常波动；（3）贵人鸟集团（香港）有限公司质押的贵人鸟股份占贵人鸟总股本的64.02%，质押比率较高。富贵鸟股份有限公司（以下简称“富贵鸟”）级别下调，主要因素如下：（1）富贵鸟受鞋类销售行业的竞争加剧，导致业绩逐年下滑；（2）2018年3月，富贵鸟因涉嫌信息披露和债券募集资金使用违法违规，被中国证券监督管理委员会立案调查；2018年4月，“14富贵鸟”违约。



表 12018 年纺织服装行业主体级别下调企业情况

企业名称	调整前级别	调整后级别	调级机构	调级时间
贵人鸟股份有限公司	B1	B2	穆迪公司	2018 年 6 月 28 日
富贵鸟股份有限公司	A	BB	东方金诚	2018 年 1 月 3 日
	BB	CC		2018 年 2 月 9 日
	CC	C		2018 年 4 月 20 日
	B	CC	上海新世纪	2018 年 2 月 27 日
	CC	C		2018 年 4 月 23 日

数据来源: Wind, 大公整理

整体来看, 纺织服装行业存续债券期限结构较为合理, 偿债能力较为稳定, 但 2019 年仍需警惕个别企业出现偿债风险。

从行业利差来看, 2018 年下半年以来, 纺织与服装行业利差走阔较多, 且处于行业较高水平, 2019 年, 预计纺织与服装行业下游持续增强回暖, 市场份额仍将延续向龙头企业集中的趋势, 龙头企业原材料议价能力较高, 一定程度上能抵御成本价格大幅波动, 行业内龙头企业个债利差压缩, 将带动高级别行业利差收窄。同时, 小型企业议价能力偏弱, 环保趋严导致小型生产企业减产或关停, 企业盈利能力大幅下滑, 偿债能力减弱, 应警惕行业内低级别企业利差继续走阔的可能性。

2018 年, 纺织品行业信用风险总体较为稳定, 但富贵鸟股份有限公司债券实质性违约, 预计 2019 年部分盈利能力较弱的企业仍面临很高的信用风险。

富贵鸟股份有限公司(以下简称“富贵鸟”)富贵鸟受鞋类销售行业的竞争加剧, 导致业绩逐年下滑。2018 年 4 月, 东方金诚将富贵鸟主体和“14 富贵鸟”级别均下调至 C, “14 富贵鸟”违约, 2018 年 5 月, “16 富贵 01”违约。2018 年 5 月, 富贵鸟因反担保审议程序违规且未按期对外披露, 收到福建证监局出具的警示函。富贵鸟因未于规定时间之前披露 2017 年年度报告, 2018 年 6 月收到深圳证券



交易所和上海证券交易所出具的监管函，2018年9月收到福建证监局出具的行政监管措施决定书。富贵鸟存续债券13亿元的“16富贵01”和8亿元的“14富贵鸟”将分别于2021年8月和2020年4月到期，且公司处于破产重整阶段，未来一年内富贵鸟经营、现金流情况和破产重整进程，需加强关注。

产品结构单一、盈利能力较弱的企业，在市场竞争日益激烈的背景下，运营压力加大，2019年面临偿债压力的，出现偿债风险的可能性比较大。

安徽华茂纺织股份有限公司（以下简称“安徽华茂”）产品均为纺织品的初级产品且结构单一，毛利率一直处于较低水平，主营业务盈利能力很差，盈利主要依赖于出售所持有的金融上市企业的流通股份，但是持金融资产价值受股票二级市场的影响波动较大，对利润的补充能力存在较大不确定性。2017年，公司流动比率、速动比率分别为0.70倍和0.37倍，经营现金流动负债比率2.51%，从以上指标来看，流动性压力较大，安徽华茂所持有的金融资产对债务的偿还提供一定的补充，但长期来看，安徽华茂经营业务盈利若持续亏损，对未来债务将难以保障。

浙江永利实业集团有限公司（以下简称“永利集团”）主要是纺织品的初级产品加工，技术壁垒较低，竞争压力较大，涉及厂区搬迁等问题影响，主营业务盈利能力较弱。近几年能够实现盈利，主要是参股了部分金融企业带来的投资收益；同时还存在关联方款项拆借占用以及区域集中、产业单一的对外担保等或有风险。永利集团有10亿元的“16永利债”在2019年3月进入回售期，2019年10月有5亿元的“13永利债”需要兑付，债券集中到期压力很大。2017年发行的私募债2.44亿元的“17永利01”和2.56亿元“17永利02”分别于2020年7月和2020年9月到期，存在一定的集中偿付压力。

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司（以下简称“嘉麟杰股份”）专注于功能性面料的研发与生产。公司由于管理层变动、品牌开拓不足、行业竞争激烈等因素影响，主营业务盈利能力较弱，营业利润逐年亏损。嘉麟杰股份有息债务规模较大，存在一定偿付压力，需加强关注。

上海美特斯邦威服饰股份有限公司（以下简称“美邦服饰”）因



粗放式扩张积累了众多弊病，且在行业下行期战略调整滞后，收入水平经历了较长期的下滑，为应对服装行业增速下滑和销售低迷，实行“关停并转”，产品加大去库存力度，但对直营店和加盟商的调整仍需时间，转型效果尚未完全呈现。美邦服饰有息债务全部集中于一年内到期，短期流动性压力较大。

综上所述，产品附加值较低，结构单一，在市场竞争日益激烈的背景下，企业运营压力加大，战略转型迟缓导致业绩下滑，加上环保投入的不断增长，将对本已紧张的现金流造成更大的压力，2019 年面临偿债压力的，出现偿债风险的可能性比较大。