

# 信用风险防范下的纺织服装行业的危与机

---

长江证券纺织服装研究团队

分析师：于旭辉 SAC执业证书编号：S0490518020002

分析师：雷玉 SAC执业证书编号：S0490511040005

联系人：李俐璇、马榕、范子盼

•研究报告•

评级

看好

维持

CONTENTS

## 01 纺织服装行业基本面回顾

纺织制造：需求回暖，行业出清，利好龙头

服装家纺：扩张时代到效率时代，品牌分化

上市公司：景气改善延续，板块表现不一

## 02 纺织服装行业信用风险梳理

整体债务风险偏低，服装优于纺织

重点公司债务风险梳理——际华集团

## 03 行业投资机会：精选龙头



# 01 纺织服装行业基本面回顾

## ➤ 纺织制造:下游需求回暖, 供给侧出清, 利好海外产能布局较大的龙头企业

### □需求端: 外需回暖, 内需承压

- ✓ **内需:** 受工业企业盈利改善, 居民可支配收入提升等因素驱动, 国内服装零售增速从16Q3开始逐渐回升。但在贸易摩擦持续升级, 国内去杠杆背景下, 18Q2开始, 服装零售增速出现一定放缓, 18H2服装零售增速仍存下行压力。
- ✓ **外需:** 1) 受益于海外经济逐渐回暖, 2017年纺织品服装出口增速转正, 18年出口维持较快增长。2018年1-7月, 我国纺织品出口685亿美元, 同比增长10.10%; 服装出口859亿美元, 同比下降0.8%; 2) 从出口结构来看, 在土地, 劳动力等成本持续攀升的背景下, 劳动密集型的服装加工在逐渐向东南亚国家转移, 纺织品在出口中的占比在逐渐提升。

图: 2017年开始, 我国纺织品出口增速开始转正



图: 我国成衣出口从14年开始下滑, 17年后降幅有所收窄



图: 越南成衣出口逐年上升



资料来源: Wind, UN Comtrade, Trading Economics, 长江证券研究所



# 01 纺织服装行业基本面回顾

## ➤ 纺织制造:下游需求回暖, 供给侧出清, 利好海外产能布局较大的龙头企业

### □ 供给端: 供给侧加速出清, 行业集中度提升, 利好龙头企业

- ✓ **棉价上行**: 全球应季棉花供需矛盾加剧, 去库延续支撑内外棉价中期走强。棉价上涨背景下, 大型纺企依赖充裕资金优势, 进行低价棉花储备, 成本优势进一步凸显; 小型纺企用棉成本攀升, 叠加信贷政策收紧, 有望加速行业出清。
- ✓ **环保趋严**: 纺织服装产业链较长, 污染主要集中于染整环节, 环保政策趋严将加速淘汰落后产能, 龙头企业享受“剩者红利”, 市场份额和议价能力提升。
- ✓ **贸易摩擦**: 美国2000亿美元加税清单中新增纺织品服装品类, 所涉品类多为纺织中间品, 受影响企业主要集中于上游制造的纱线及坯布企业。受美国纺织制造空心化的影响, 美国从中国进口以成衣为主, 直接进口的纺织中间品有限, 直接影响有限; 但贸易摩擦升级预期下, 订单有向外转移的趋势, 对国内纺织品服装出口形成一定利空; 大型纺织企业近年来加大海外产能布局, 可通过将订单调拨至海外平滑冲击, 竞争优势得到强化。

图: 2018/19年度全球棉花库存消费比降至63.1% (USDA)



资料来源: USDA, 长江证券研究所 (1包=480磅=0.217724吨)

表: 美国拟加征关税产品出口额及占比

上市公司	总营收 (亿元)	海外收入 (亿元)	出口占比	预计出口美国纺服类产品占比
百隆东方	59.52	25.03	42.04%	基本不受影响
华孚时尚	125.97	31.96	25.37%	约10%
伟星股份	26.24	5.81	22.14%	直接出口占比<5%
新野纺织	51.95	4.51	8.67%	下游客户主要在国内
鲁泰A	64.09	36.81	57.43%	10%-20%
健盛集团	11.38	9.31	81.85%	棉袜业务小于10%, 无缝针织内衣业务15-20%
嘉欣丝绸	27.73	17.97	64.78%	20%-30%
孚日股份	48.22	29.28	60.73%	约30%
延江股份	7.38	3.71	50.25%	小于10%



# 01 纺织服装行业基本面回顾

## ➤ 服装零售：“扩张时代”到“效率时代”，增速放缓背景下公司持续分化

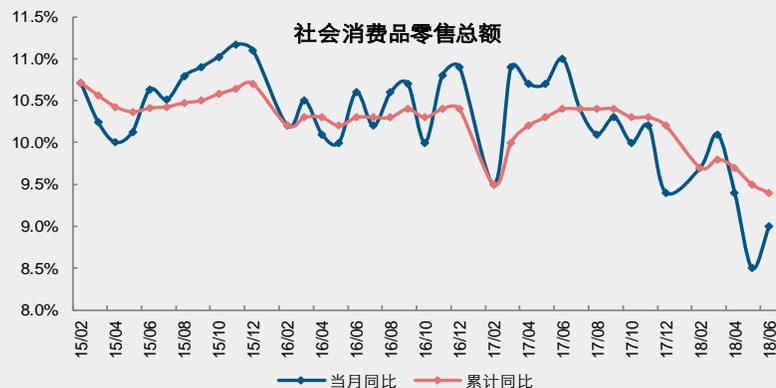
- ✓ **总量层面边际改善承压：**受工业企业盈利改善，居民可支配收入提升等因素驱动，国内服装零售增速从16Q3开始逐渐回升。但在贸易摩擦持续升级，国内去杠杆持续推进，以及房地产对消费的挤出效应逐渐显现等因素影响下，消费增速18Q2开始有所回落。
- ✓ 2018年7月，50家零售增速-3.9%，服装零售增速-3.8%，环比6月份均出现明显放缓；2018年6月，社会消费品零售累计同增9.4%，较上月下降0.1pct，限上企业服装类零售累计同增0.10%，较上月下降9.1pct。展望下半年，服装零售增速边际改善或承压。

图：7月，50家零售增速-3.9%，服装零售增速-3.8%



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图：6月社会消费品零售总额累计同增9.4%



图：6月限上企业服装类零售累计同增0.10%



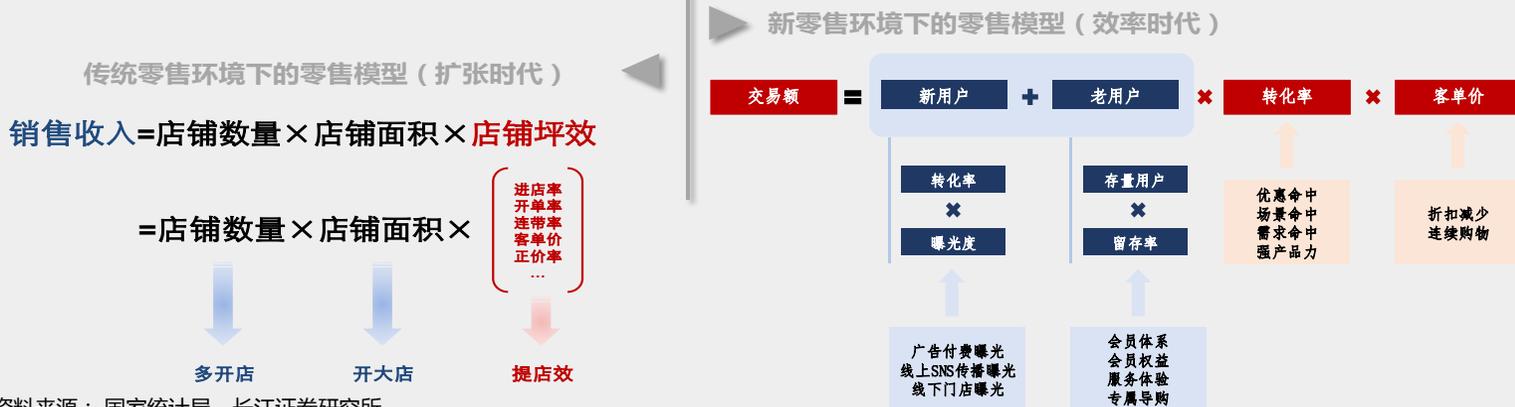


# 01 纺织服装行业基本面回顾

## 服装零售：“扩张时代”到“效率时代”，增速放缓背景下公司持续分化

- ✓ 发展阶段：服装零售发展大致经历了3个阶段，从前期跑马圈地进入精细化管理背景下的效率时代,行业进入分化期。
- ✓ 阶段I：2009-2011年高速增长阶段——阶段II：2012-2016年深度调整阶段——阶段III：2017至今的复苏阶段
- ✓ 扩张时代：2003-2011年，行业增速中枢超过20%；加盟模式下的门店扩张以及持续提价是实现增长的主要驱动力
- ✓ 效率时代：未来消费红利消失，基于基础设施建设及供应链革新下的精细化运营带来的效率提升将是服装品牌脱颖而出的关键

图：品牌服饰零售从传统“扩张时代”向“效率时代”演进



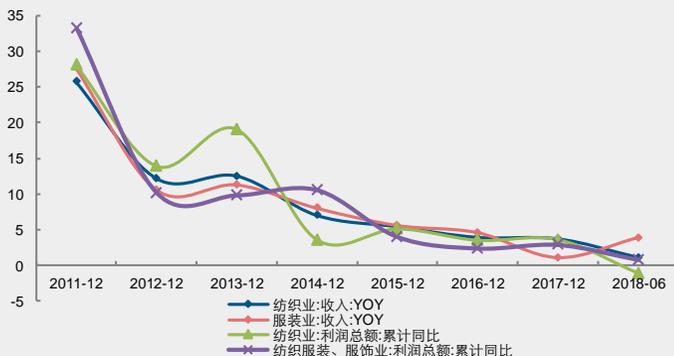


# 01 纺织服装行业基本面回顾

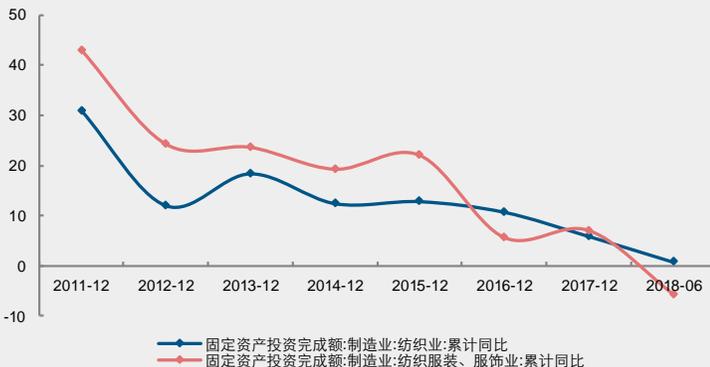
## ➤ 产业层面：总量层面改善有限，17年进入行业补库周期

□ 从总量层面财务数据来看，17年服装业收入增速环比出现小幅提升，但纺织业收入及利润增速，服装业利润增速仍呈现放缓趋势，行业整体固定资产投资增速持续下降。伴随行业库存去化到位，17年开始，行业库存增速出现提升，进入全新补库周期。

图：服装业收入增速环比有所回升，其他指标增速仍回落



图：行业固定资产投资增速持续下降



图：2017年，纺织及服装业库存增速均出现明显回升



图：2018年年初至今，纺织及服装业资产负债率出现提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

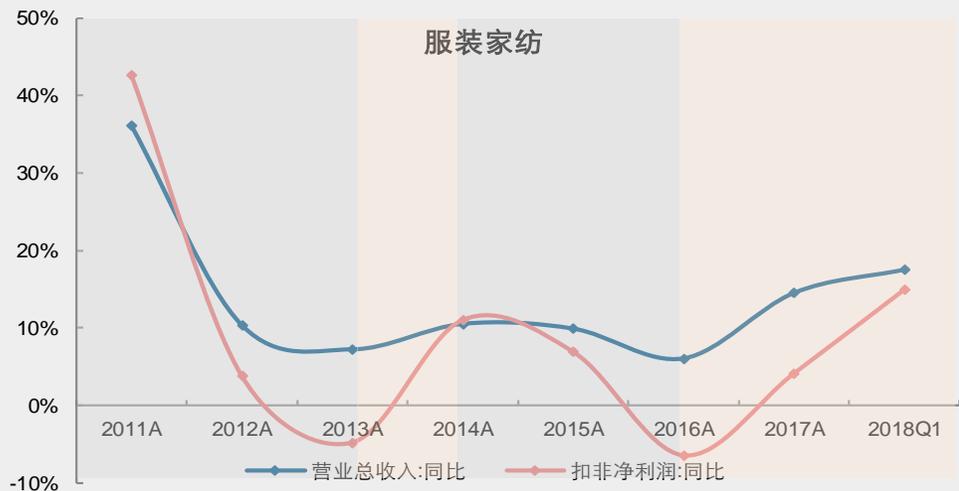


# 01 纺织服装行业基本面回顾

## ➤ 上市公司：景气改善延续，板块间存在一定分化

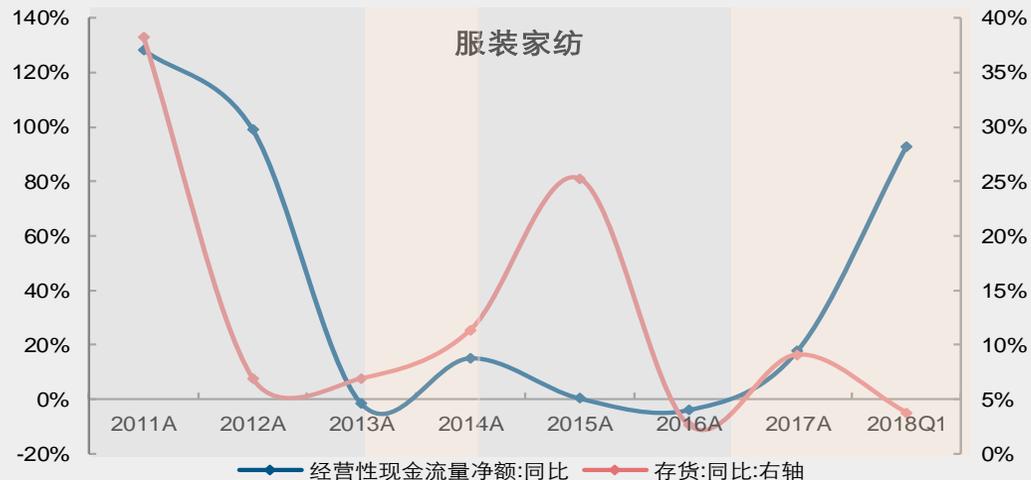
- ❑ **纺织制造**：17A&18Q1数据显示，受益于外需复苏叠加内需稳增长，收入延续增长趋势，但人民币升值致毛利率下滑及汇兑损失增加，拖累盈利表现；18Q2开始，汇率风险解除，棉价因素边际向好，纺企盈利出现改善。
- ❑ **服装家纺**：报表端库存水平显著降低，收入、利润表现及现金回款同步向好；同时，2017年以来服装家纺上市公司步入渠道补库存阶段，渠道商盈利改善预期增强有望支撑提货动力、强化开店积极性。

图：2017A 及 2018Q1，服装板块上市公司收入、利润增速环比改善



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图：2018Q1，服装板块上市公司报表端库存降低、现金回款大幅改善



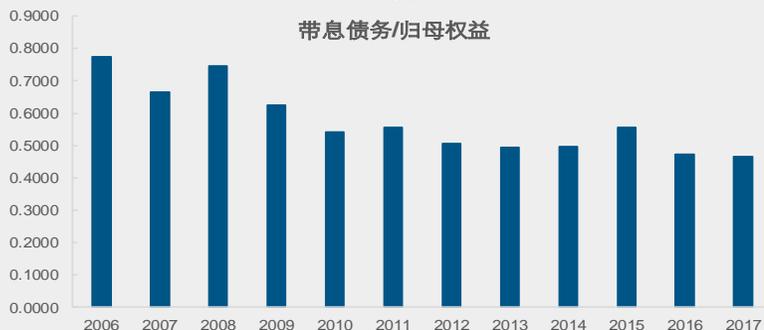


## 02 纺织服装行业信用风险梳理

### ➤ 纺织服装行业整体债务比率较低，纺织制造债务比率明显高于服装家纺

- ✓ 行业整体：纵向来看，纺织服装行业整体债务比率呈现出下降趋势；横向对比，纺织服装行业带息债务/总资产相比其他消费类处于相对较低水平，2017年占比约25%，整体债务压力较为有限。
- ✓ 细分子行业：2017年纺织制造带息债务占归母权益比为61.44%，相对服装家纺38.76%处于较高水平。

图：纺服板块债务比率逐年下降



图：纺服板块带息债务占总资产比相对较低



图：2017年，纺织制造债务比率高于服装家纺



图：2017年，纺织制造细分子行业债务比率高于服装家纺





## 02 纺织服装行业信用风险梳理

➤ 按照申万纺织服装分类，2017年至今纺服板块共发行52只信用债，新发及存量债券评级大多在A级以上

✓ 债券类型来看，超短期融资债券占比最多，共17只，其次为一般公司债，共9只。

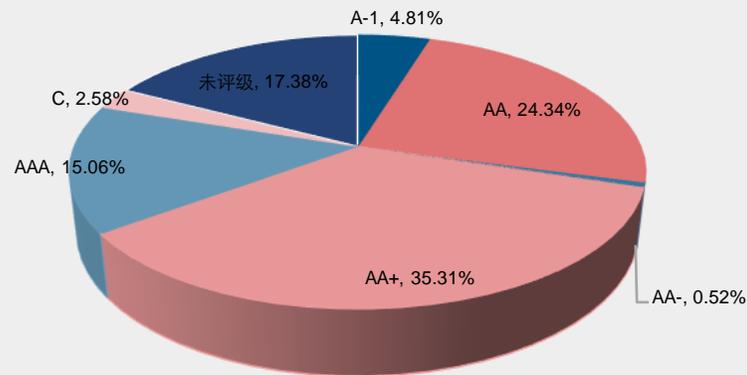
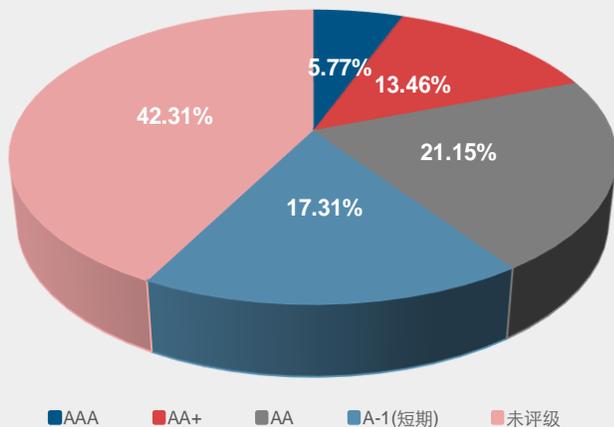
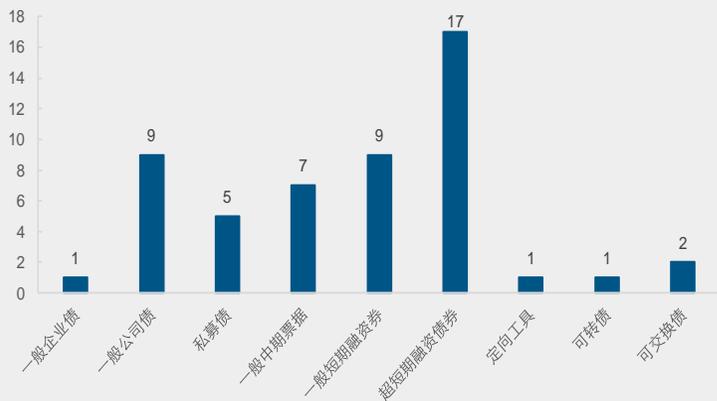
✓ 债券评级来看，AAA级共3只，AA+级共7只，AA级共11只，总共占比40%；短期信用债中，A-1级共9只，占比17.31%。

✓ 存量债券中，富贵鸟受前期债券违约影响，14富贵鸟及16富贵01两只债券评级被下调至C级，存在较大信用风险；其余债券中，AAA级余额占比15.06%，AA+级占比35.31%，AA级占比24.34%，AA-级占比0.52%，整体信用评级良好。

图：2017年至今，纺服行业发行信用债总计52只

图：17年至今，纺织服装行业新发行债券评级（只数占比）

图：当前纺服债券余额最新评级（余额占比）



资料来源：Wind，长江证券研究所



## 02 纺织服装行业信用风险梳理

### ➤ 债务结构相对合理，下半年到期122亿元

➤ 纺织服装板块目前债务余额合计561亿元，其中，18H2共20只债券到期，**债券余额总计121.91亿元，占板块总债务的21.73%。**

✓ 从债务主体来看，红豆集团债券余额最高，达到94亿元，其中25亿元18年到期；际华集团、山东如意科技、七匹狼集团、魏桥纺织次之，债券余额超过40亿元；富贵鸟因前期债务违约，剩余14.5亿债券余额评级较低，存在较大信用风险。

图：SW纺服2018年H2到期的债务情况

证券代码	证券简称	到期日期	债券余额：亿
041788001.IB	17朗姿CP001	2018-8-14	5.00
041760020.IB	17农四师CP001	2018-8-17	5.00
101554056.IB	15七匹狼MTN002	2018-8-21	10.00
011758130.IB	17贵人鸟SCP006	2018-8-21	3.00
011754193.IB	17红豆SCP003	2018-9-1	8.00
101558036.IB	15中纺MTN001	2018-9-9	10.00
041753037.IB	17如意科技CP001	2018-9-20	5.00
011800003.IB	18红豆SCP001	2018-10-1	5.00
011800111.IB	18贵人鸟SCP001	2018-10-20	3.00
122276.SH	13魏桥01	2018-10-23	30.00
112193.SZ	13美邦01	2018-10-25	2.53
011800148.IB	18七匹狼SCP001	2018-10-26	10.00
041788002.IB	17朗姿CP002	2018-11-20	4.00
112051.SZ	11报喜02	2018-11-24	3.00
031562047.IB	15黑牡丹PPN003	2018-11-27	5.00
011800318.IB	18红豆SCP002	2018-12-2	7.00
031554041.IB	15愉悦家纺PPN001	2018-12-17	1.00
011800906.IB	18红豆SCP003	2018-12-20	5.00
124105.SH	12愉悦债	2018-12-20	0.19
1280473.IB	12愉悦债	2018-12-20	0.19

图：纺织服装行业债券余额前五的公司



资料来源：Wind，长江证券研究所



## 02 纺织服装行业信用风险梳理

➤ **我们分三大类，选取10个指标，对纺织服装行业发行债券的公司进行分类，并对其综合经营能力进行衡量。**

- ✓ 成长能力：2015-2017营收CAGR，归母净利CAGR
- ✓ 盈利能力：销售净利率，净资产收益率
- ✓ 偿债能力：经营活动产生的现金流量净额，资产负债率、流动利率、速动比率、现金流量利息保障倍数、带息债务/全部投入资本

**其中：**

- ✓ 有7个及以上指标排名在中位数之前的包括：**上海齐悦科技、七匹狼集团、山东如意科技、九牧王、魏桥纺织、愉悦家纺、黑牡丹；**
- ✓ 有5个及以上指标排名在中位数之前的包括：**海澜之家、百隆东方、朗姿股份、航民股份；**
- ✓ 有4个指标排名在中位数之前的包括：**孚日集团、新野纺织、际华集团、伊犁农四师；**
- ✓ 有3个指标排名在中位数之前的包括：**华茂股份、北京时尚控股、浙江永利实业、贵人鸟，经营状况一般；**
- ✓ 有1个或没有指标在中位数之前的包括：**美邦服饰、红豆集团、中纺集团，星期六，经营状况相对较差。**
- ✓ 其中，**福建求质体育、富贵鸟、澳洋集团、东北袜业**未披露17年年报数据。富贵鸟前期发生违约风险。



## 02 纺织服装行业信用风险梳理

### ✓ 重点公司债务风险梳理——际华集团

✓ 际华集团是中国最大的军需品、职业装以及职业鞋靴研发和生产基地。公司具有军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场60%左右的份额，以及公安、司法等15个国家统一着装部门制服市场10%左右的份额，并在央企工装、行业制服等市场占有一定份额。

✓ **策略：军品业务有望触底回升，现代服务业转型稳步推进。**一方面，单兵一体化项目逐步推进，2019年有望迎来十年一次的军队大换装，军品业务市场空间有望在量、价共同驱动下有所扩容。而2016年以来实施的综合竞标法利于订单向优质公司集中。民品业务市场空间广阔，同时，公司际华园项目稳步推进，后续公司将增加房地产住宅业务比例，并引进战略投资者，现代服务业转型有望进一步增强公司发展动能。

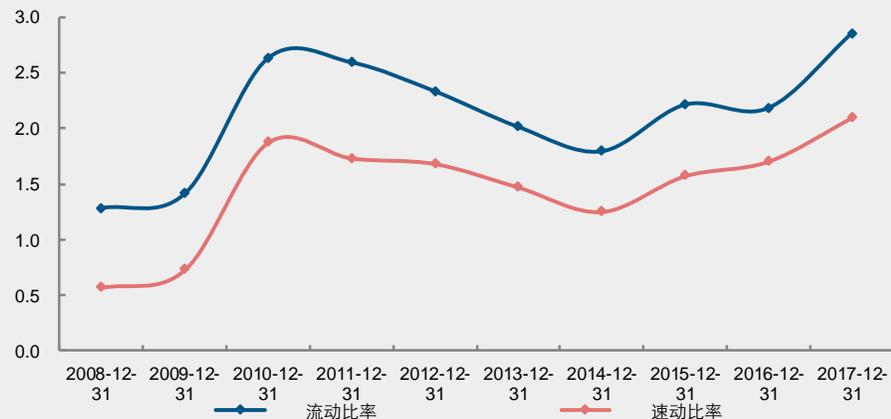
✓ **盈利：综合竞标法助力行业红利释放，未来业绩可期。**随着单兵一体化及可预期的2019年军队大换装或使得行业空间扩容，且综合竞标法下公司拿单能力凸显，公司军品业务有望实现量、价齐升。预计2018~2020年EPS为0.17、0.19和0.23元。际华集团ROE水平略低于行业平均但较为稳定。较低的净利率源于公司产品附加值较低而毛利率较低，但2017年以来已呈现逐步提升趋势。

✓ **风险：国家政策调整，现代服务业转型不及预期。**国家产业政策和行业规划变化的风险；市场化竞标引致的行业竞争加剧、利润空间受挤压的风险；现代服务业转型不及预期的风险。

表：公司经营活动现金流量净额

日期	资产负债率 (%)	经营活动产生的现金流量净额	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
2010	39.51	2.80	2.06
2011	38.42	-32.72	7.13
2012	39.27	3.33	8.33
2013	40.38	12.04	14.90
2014	41.11	3.74	17.42
2015	48.30	5.06	23.75
2016	47.41	11.26	12.65
2017	39.43	-26.64	13.88
2018Q1	39.99	-2.70	1.71

图：公司近年来流动及速动比率逐渐提升





## 03 行业投资机会：精选龙头

近十年，我国品牌服装零售大致经历了09-11的高速成长、12-16的深度调整及17年至今的复苏三个阶段。始于2016Q4，中高端女装、男装、家纺到大众品牌渐次复苏；与此前的景气周期不同，本轮复苏是服装消费红利结束后，轻装前行的可持续复苏。中观层面，经历多年调整，行业资产负债表修复完毕、高库存去化理想，进入补库阶段，景气有望延续至少两年。同时，制约行业发展的高价格、渠道冲突问题逐渐得到解决：居民收入水平和产品性价比的提升更加匹配，使得消费需求得以释放；电商冲击从冲突到融合、购物中心逐渐向本土大众品牌开放，成为其新的增长点。宏观层面，以体验化、个性化、品质化为代表的的新消费、站在黄金十年起点的低线消费、有望大幅提升零售效率的新零售赋能等将使得本土品牌所处发展环境越发友好。

- **景气周期中，优质品牌内生增长同时重启外延扩张。**更重要的是，在从扩张时代向效率时代的演进中，本土品牌在产品、渠道、供应链方面精炼内功，效果渐显。从行业资产负债表修复、高价格与渠道冲突弊端的消除，再到优质品牌的自我进化，已基本奠定了优质龙头品牌强者越强的格局。
- **各领域进化路径清晰，核心竞争力渐显。**大众休闲品牌面向最广阔、最具消费活力的消费客群，市场空间最大；先扩规模后筑效率壁垒的发展路径清晰，建议关注森马服饰、太平鸟、海澜之家。家纺行业集中度仍存较大提升空间；龙头重启外延扩张，电商渠道渗透率及集中度持续提升，助力竞争格局加速改善，建议关注罗莱生活、富安娜、水星家纺。中高端女装精炼内功，支撑强劲内生增长；多品牌梯队有序发展，协同效应逐渐显现，建议关注歌力思、安正时尚。纺织制造正迎中期布局良机，产能释放及棉价中期上行支撑纺企收入量价齐升，Q2以来成本及汇率压力增厚短期业绩弹性，建议关注华孚时尚、百隆东方、鲁泰A和航民股份。
- **业绩为王、龙头和确定性溢价的市场风格下，莫为浮云遮望眼，应排除短期干扰、聚焦长期有益变化。**对标国际估值锚，背靠最具成长性的消费市场，本土大众龙头有望享受稳增长溢价，中期合理估值为20倍~25倍；景气提升阶段，经营持续改善的中高端品牌中期估值有望修复至25倍以上；盈利预期改善，优质纺企业中期PE估值有望修复至15倍以上。
- **风险提示：1、终端零售环境恶化；2、中美贸易摩擦升级；3、棉花政策调整；4、原材料价格及汇率大幅波动的风险。**



## 研究团队

**分析师 于旭辉**

SAC执业证书编号：S0490518020002

**电话:**(8621)61118735

**电邮:**yuxh1@cjsc.com.cn

**分析师 雷玉**

SAC执业证书编号：S0490511040005

**电话:**(8621)61118735

**电邮:**leiyu@cjsc.com.cn

**联系人**

**联系人**

**联系人**

**李俐璇**

**电话:**(8621)61118735

**电邮:**lilx2@cjsc.com.cn

**马榕**

**电话:**(8621)61118735

**电邮:**marong@cjsc.com.cn

**范子盼**

**电话:**(8621)61118735

**电邮:**fanzp1@cjsc.com.cn

## 办公地址：

**上海：**

浦东新区世纪大道1198号

世纪汇广场一座29层

邮编：200122

传真：021-61118740

**武汉：**

武汉市新华路特8号11楼

邮编：430015

传真：027-65799501

**深圳：**

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦18楼

邮编：518000

传真：0755-82750808

**北京：**

西城区金融街33号

通泰大厦15层

邮编：100032