

纺织服装行业商誉风险较低，建议关注价值增长型龙头

核心观点：

1. 事件

2018年11月16日，证监会发布了《会计监管风险提示第8号——商誉减值》；1月4日，财政部会计准则委员会网站发布《企业会计准则动态（2018年第9期）》；1月8日，财政部会计准则委员会网站发布《关于咨询委员就商誉会计处理研讨意见的说明》。

2. 我们的分析与判断

（一）纺织服装行业目前商誉风险较低

纺织服装行业商誉价值109.80亿元，规模较小。从商誉价值占2018年三季度净资产（归属母公司股东的权益）比例来看，纺织服装行业商誉占比5.89%，也处于较低水平。商誉价值占2018年三季度净资产比例超过50%的公司有2家，在30-50%的有1家，在5-30%的有15家，小于5%的共有22家。虽然2015年以来，板块内并购事件较多，但涉及的并购金额较低、且行业规模较小，故纺织服装行业在A股中属于商誉风险较低的行业。

（二）关于商誉的相关会计处理解析

1) 商誉摊销仅为财政部会计准则委员会的讨论，并未形成最终意见，且未出政策调整目前商誉减值的核算方式，所以短期内应不会将商誉减值改为商誉摊销；2) 商誉减值风险对于有商誉的上市公司来讲是一直存在的，收购的子公司业绩受多方面影响，不排除成为公司业绩雷点的导火索。建议投资者关注商誉价值较低、子公司运营状况良好的标的；3) 商誉是提前支付给对方的一项成本，购买对方公司未来几年的利润，成本和收入是要配比的，在未来几年摊销商誉是合情理的。如果采用摊销，企业在收购时就会考虑以后每年度摊销对利润的影响，并购估值定价时就会相对谨慎；但仍存在摊销年限难以确定、用于操控利润等问题。

3. 投资建议

随着监管对于商誉减值政策力度的加强，我们认为应当实时关注以下动态对于行业的影响：1) 公司现金流与营业利润较形成商誉时期的变化、被收购标的业绩承诺完成情况，从行业属性来看，服装行业普遍现金流状况良好，有能力支撑自有业务发展；2) 服装行业的竞争格局、子行业的发展变化以及上下游的连锁反应；3) 核心管理团队的变动，需按个别公司及时跟踪观察；4) 由于服装行业与经济周期变化存在一定相关性，包括人均收入、汇率等宏观因素也将对行业及公司产生重大的影响。

4. 风险提示

海外需求的大幅波动的不利影响；汇率大幅波动的影响；终端消费不景气的不利影响等。

纺织服装行业

推荐（维持评级）

分析师

李昂

☎：8610-83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特别鸣谢

林相宜

☎：8610-66568843

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

对本报告编制提供信息

相对沪深300表现图 2019-02-11



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】行业深度报告暨2018年中期投资策略-“服装智造”：分化行情下，坚守龙头价值

【银河纺织】行业深度报告_纺织服装行业_消费分层时代，服装龙头享价值增长

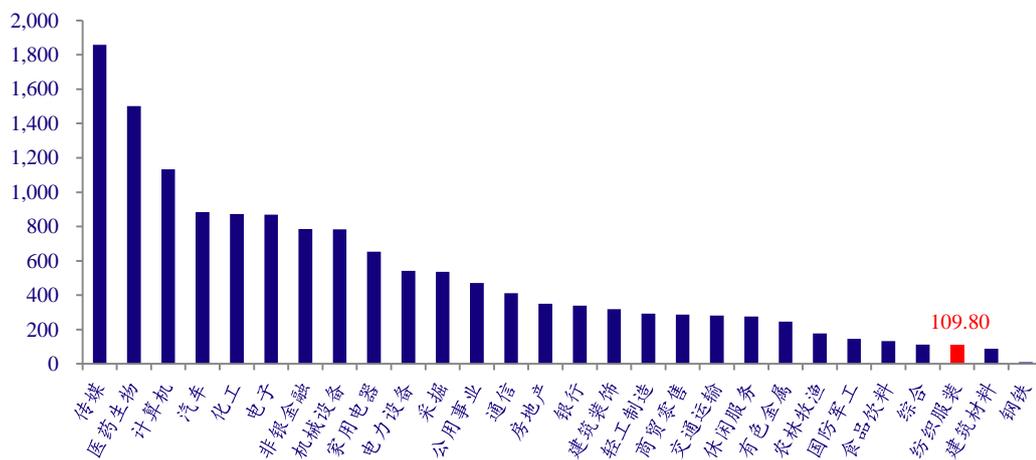
一、纺织服装行业目前商誉风险较低

(一) 纺织服装行业商誉占比较低

商誉，在并购重组中产生，具体是指公司在并购时付出的高于被购买方资产价值（以可辨认净资产公允价值衡量）的部分。这一部分是并购方对未来被购买方能够创造的业绩的预期。

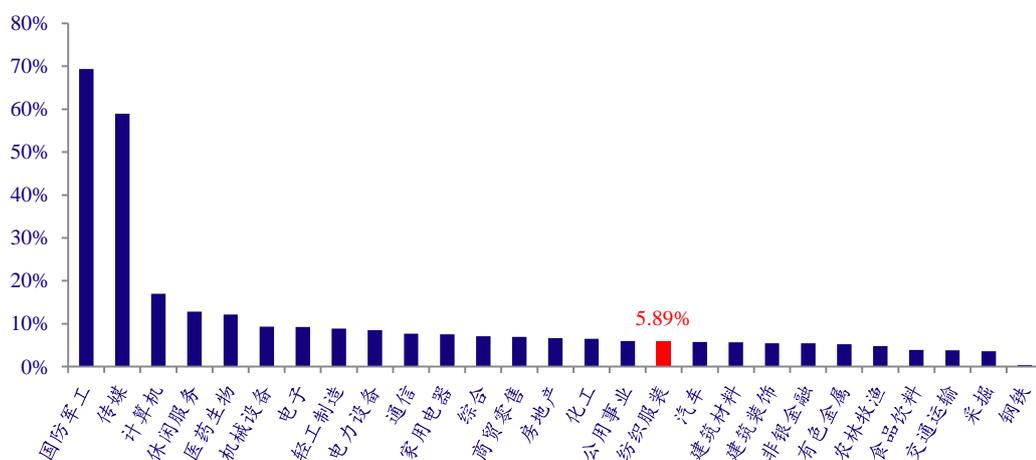
横向来看，对比申万 28 个一级行业，传媒、医药生物、计算机总商誉价值较高，纺织服装行业商誉价值 109.80 亿元，规模较小。从商誉价值占 2018 年三季度净资产（归属母公司股东的权益）比例来看，纺织服装行业商誉占比 5.89%，也处于较低水平。虽然自 2015 年来，行业内并购事件较多，但涉及的并购金额较低、且行业规模较小，故纺织服装行业在 A 股中属于商誉风险较低的行业。

图 1：申万一级行业商誉值（截至时间：2018.9.30，单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：申万一级行业平均商誉/归属母公司净资产（截至时间：2018.9.30）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 纺织服装行业内上市公司商誉总体风险较低

纺织服装行业上市公司总体商誉风险较低。商誉价值占 2018 年三季度净资产（归属母公司股东的权益）比例超过 50% 的公司有 2 家，在 30-50% 的共有 1 家，在 5-30% 的共有 15 家，小于 5% 的共有 22 家。商誉占比较高的公司有维格娜丝（110.86%）、浔兴股份（59.36%）、商赢环球（48.70%）。行业中商誉占比靠前的 20 家公司主要集中在服装家纺子行业。

表 1：纺织服装行业上市公司商誉情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	商誉	商誉/归属母公司净资产	归母净利润 18Q3	归母净利润 17Q4
603518.SH	维格娜丝	25.26	110.86%	1.90	1.37
002098.SZ	浔兴股份	7.48	59.36%	1.19	0.47
600146.SH	商赢环球	14.99	48.70%	2.11	-0.45
603608.SH	天创时尚	6.22	29.74%	1.88	1.87
603555.SH	贵人鸟	5.74	26.22%	1.57	0.16
002291.SZ	星期六	3.63	24.05%	-3.52	0.20
603808.SH	歌力思	5.47	23.01%	3.02	2.68
603558.SH	健盛集团	6.53	22.45%	1.32	1.74
000982.SZ	*ST 中绒	3.06	21.83%	0.48	-5.24
002612.SZ	朗姿股份	5.91	21.04%	1.88	1.85
601599.SH	鹿港文化	5.15	20.14%	2.93	0.65
002656.SZ	摩登大道	4.47	18.43%	1.35	0.58
603238.SH	诺邦股份	1.26	15.56%	0.52	0.42
300591.SZ	万里马	0.63	13.48%	0.37	0.13
002144.SZ	宏达高科	1.57	9.46%	0.97	0.77
603665.SH	康隆达	0.69	7.02%	0.72	0.73
002293.SZ	罗莱生活	2.44	6.75%	4.28	3.77
002003.SZ	伟星股份	1.38	5.86%	3.65	3.02
002485.SZ	希努尔	0.81	3.74%	0.37	0.79
002397.SZ	梦洁股份	0.75	3.59%	0.51	0.96
300005.SZ	探路者	0.86	3.37%	-0.85	0.25
603157.SH	拉夏贝尔	1.14	2.85%	4.99	2.39
002494.SZ	华斯股份	0.42	2.20%	-0.75	0.12
600398.SH	海澜之家	1.29	1.04%	33.29	26.28
603839.SH	安正时尚	0.28	1.02%	2.73	2.47
002516.SZ	旷达科技	0.35	0.92%	3.85	2.22
601566.SH	九牧王	0.39	0.87%	4.94	3.50
002687.SZ	乔治白	0.08	0.83%	0.75	0.59
002154.SZ	报喜鸟	0.13	0.48%	0.26	0.71
600510.SH	黑牡丹	0.30	0.40%	4.94	1.14
002563.SZ	森马服饰	0.37	0.35%	11.38	12.72
000726.SZ	鲁泰 A	0.21	0.29%	8.41	5.87
000955.SZ	欣龙控股	0.02	0.23%	0.45	-0.35

300526.SZ	中潜股份	0.01	0.21%	0.43	0.21
601718.SH	际华集团	0.35	0.19%	7.55	1.70
002083.SZ	孚日股份	0.06	0.19%	4.10	3.31
603116.SH	红蜻蜓	0.05	0.15%	3.82	2.33
002394.SZ	联发股份	0.02	0.06%	3.60	2.51
平均值			5.89%		

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

二、商誉减值 or 摊销, 对于企业利润意味着什么?

(一) 关于商誉的相关会计处理解析

1. 关于商誉减值的深度解析

商誉作为企业的一项资产, 是指企业获取正常盈利水平以上收益(即超额收益)的一种能力, 是企业未来实现的超额收益的现值。商誉减值是指对企业在合并中形成的商誉进行减值测试后, 确认相应的减值损失。换言之, 商誉减值表示此前所收购资产或无法达到此前测算价值, 企业从谨慎角度出发提前降低收购原测算资产价值。

表 2: 商誉在国内、国际会计准则下的对比分析

	中国会计准则 (CAS)	国际会计准则 (IAS)	异同
概念	《新会计准则第 20 号-企业合并》规定, 在非同一控制下, 购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额, 应当确认为商誉。购买方对合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额, 应当确认为当期损益(营业外收入), 同时调整长期股权投资的成本(减少)	《国际会计准则第 22 号-企业合并》规定: 购买方(母公司)在购买日支付的对价与少数股东支付对价之和扣除购买日被购买方(子公司)可辨认净资产公允价值的差额, 称为商誉(差额大于零)或负商誉(差额小于零)	初始确认及计量是基本一致的, 即差额式的间接计量。但对于“成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额”的计量存在差异
后续计量 早期之摊销法	2006 年以前, 外购商誉价值为并购方在购买企业支付的对价综合减去其享有的被收购企业能够试别辨认的净资产公允价值后的余额, 确认的外购商誉应在 10 年内进行等额摊销	1998.10.1, IASB 修订了会计准则: 1.规定 商誉摊销期为 20 年 , 除非特殊情况可以延长。如果商誉的使用超过 20 年, 则 企业对超过 20 年的期间谈笑商誉进行减值测试 , 并披露超限理由; 2.摊销期限和摊销方法至少应在每年末进行一次检查, 如商誉的预期使用年限与以前的估计有重大不同或商誉产生经济利益的预期方式有重大变化, 则摊销期限、摊销方法应予相应改变	商誉均为摊销法, 但摊销年限不同
后续计量 从摊销法 过渡为减值测试	2006 年新会计准则规定: 无论是否有迹象表明商誉价值减损, 企业都至少应当在每年年度即将结束时, 对商誉进行减值测试, 一旦发现上与存在减值迹象就要确认减值, 且 减值损失不得转回	2004 年新会计准则 (IFRS3) 规定, 1.企业应当在每个会计报告日, 一级减值迹象出现时, 对商誉进行减值测试。如有减值, 则一方面将商誉的账面价值进行重建, 另一方面在相关期限内确认减值损失; 2. 已经计提的商誉减值准备在同时满足以下情况下可以转回 : 1) 商誉的损失由于预计不会发生的不可抗力例外性质的特定事件造成; 2) 随后发生的事件抵消了例外事件的影响	均从摊销法改为减值测试, 但国内规定一旦减值不可转回, 国际规定例外情况可以转回

资料来源：《企业会计准则》、《国际会计准则》，中国银河证券研究院整理

发布多个公告讨论关于是否将商誉减值改为商誉摊销。2018年11月16日，证监会发布了《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，从商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计和与商誉减值事项相关的评估三方面，就常见问题和监管关注事项进行说明。1月4日，财政部会计准则委员会网站发布《企业会计准则动态（2018年第9期）》，公告了咨询委员对IFRS会计准则咨询论坛“商誉及其减值”议题文件的反馈意见。1月8日，财政部会计准则委员会网站发布《关于咨询委员就商誉会计处理研讨意见的说明》，称这些反馈意见的观点仅是咨询委员们针对有关会议文件发表的专家研讨意见。请各有关单位和企业按照我国企业会计准则的现行要求对商誉做好相关会计处理。

我们认为：1) 商誉摊销仅为财政部会计准则委员会的讨论，并未形成最终意见，且未出政策调整目前商誉减值的核算方式，所以短期内应不会将商誉减值改为商誉摊销；2) 商誉减值风险对于有商誉的上市公司来讲是一直存在的，收购的子公司业绩受多方面影响，不排除成为公司业绩雷点的导火索。建议投资者关注商誉价值较低、子公司运营状况良好的标的；3) 商誉是提前支付给对方的一项成本，购买对方公司未来几年的利润，成本和收入是要配比的，在未来几年摊销商誉是合情理的。如果采用摊销，企业在收购时就会考虑以后每年度摊销对利润的影响，并购估值定价时就会相对谨慎；但仍存在摊销年限难以确定、用于操控利润等问题。

2. 商誉减值对于财务报表的影响

当存在商誉减值时，利润表减少当期利润，资产负债表减少非流动资产、总资产和净资产，不影响现金流量表。企业在对包含商誉的相关资产组或资产组组合进行减值测试时，应当先对不包含商誉的资产组或者资产组组合进行减值测试，计算可收回金额，并与相关账面价值相比较，确认相应的减值损失，然后再对包含商誉的资产组或者资产组组合进行减值测试，比较这些相关资产组或者资产组组合的账面价值和可收回金额，如果可收回金额低于其账面价值的，应当就其差额确认减值损失。

商誉减值不属于非经常性损益，既影响营业利润，也影响扣非净利润。根据证监会的相关规定，上市公司因并购重组产生的商誉，其减值与企业的其他长期资产（例如固定资产、无形资产等）减值性质相同，属于企业日常经营活动产生，应作为企业的经常性损益。

商誉一旦产生，商誉减值压力将一直存在，且减值一旦发生不得转回。与存货、应收账款的坏账准备计提和转回不同，商誉一旦发生减值，后续不得转回。这就意味着，企业可以通过商誉减值降低当期利润，但不能后续通过转回商誉减值再增加利润。

3. 纺织服装行业整体商誉减值风险较低，重点关注公司无商誉减值迹象

截至2019年2月1日，申万纺织服装行业共有6家公司预告商誉减值，其中2家公司披露预计减值金额，分别为商赢环球13.7-14.99亿元、贵人鸟7,500-9,500万元，（鹿港文化主业已转为传媒影视，故剔除出纺织服装行业），合计减值金额约14.52-15.94亿元，占2018Q3商誉账面金额的比例约为69.69%-76.88%。4家公司（伟星股份、浔兴股份、梦洁股份、探路者）仅预告减值或存在减值迹象，并未披露具体预计的减值金额。

自2015年以来，板块外延并购事件较多，部分上市公司带来较高的商誉，多由于公司以

高于标的净资产公允价值价格进行收购时产生。商誉减值主要因为收购的子公司运营不当，盈利能力下降，从而产生减值。

从商誉价值占 2018 年三季度净资产（归属母公司股东的权益）比例较高的个股来看，行业内维格娜丝商誉占净资产达 110.86%，占比最高。商誉是在 2017 年收购韩国 Teenie Weenie 及相关资产过程中产生。标的资产价格为中国范围内业务 2015 年净利润的 11.25 倍，即 49.32 亿元，25.26 亿元的高额商誉主要系 TW 具备较强管理经验、成熟经营理念和优质客户资源等，其预期的获利能力将强于已有资产所评估而得的折现能力。TW 业务在 18Q3 吊牌价提高 10%，收入同比增加 7.4%，占比公司总营收 68%。TW 业务发展良好，公司目前商誉减值风险较低。

三、商誉减值风险对于纺织服装行业的影响

随着监管对于商誉减值政策力度的加强，我们认为应当实时关注以下动态对于行业的影响：

- 公司现金流与营业利润较形成商誉时期的变化、被收购标的业绩承诺完成情况，从行业属性来看，服装行业普遍现金流状况良好，有能力支撑自有业务发展；
- 服装行业的竞争格局、子行业的发展变化以及上下游的连锁反应；
- 核心管理团队的变动，需按个别公司及时跟踪观察；
- 由于服装行业与经济周期变化存在一定相关性，包括人均收入、汇率等宏观因素也将对行业及公司产生重大的影响。

四、风险提示

海外需求的大幅波动的不利影响；汇率大幅波动的影响；终端消费不景气的不利影响；会计准则变化造成利润变化等。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn