

## 总量研究

## 千淘万漉虽辛苦，吹尽“疫情”始到金

## ——产业债信用观察之纺织服装行业

## 要点

2020年的永煤违约事件以及其他AAA级发债主体接连发生违约一定程度上冲击了市场对于部分主体的信仰，市场风险偏好快速降低，信用债市场一时间风声鹤唳。从债券违约来看，违约的主体分散分布于多个行业，其中纺织服装违约主体违约数量相对较多。本文通过梳理纺织服装行业发行主体的信用资质，以期辨别行业的风险与机会。

## 纺织服装产业链

纺织服装行业产业链由上游原辅料制造、中游纺织制造、下游服装制造三条基本产业链连接组成。上游原辅料制造产业链是纺织服装产业链的基础和前提，包括天然纤维和化学纤维。其中，天然纤维包含植物纤维棉花、麻类等，动物纤维羊毛、蚕丝等；化学纤维包括合成纤维涤纶、棉纶、氨纶、腈纶，人造纤维粘胶纤维、新型环保纤维。中游纺织制造业包括纺纱、织布、印染、后整理等。下游服装制造包括服装制造和服装零售，加工成衣、家纺等产成品，形成品牌服装家纺产品面向消费者。

## 纺织服装行业概况

制造业信用分析框架中，利润是核心因素。收入减成本构成了纺织服装业的利润：1) 收入端，变动供给与变动需求共同决定了价格的变动，需求端的影响因素主要为内销和出口，供给端的影响因素主要为固定资产投资、产品产量和库存；2) 成本端包括上游原材料成本、人力成本、机器折旧、燃料成本以及渠道成本等。

## 纺织服装行业发债情况

根据我们的分类，截至2021年9月28日，纺织服装行业有存续债券的主体共27家，其中15家为纺织制造类、12家为服装制造类主体。27家主体存续债券共65只，债券余额365.71亿元。

纺织服装行业集中度低，竞争激烈，27家存续发债主体中有18家为广义民企。由于民企居多，纺织服装行业发债主体外部评级普遍不高，多集中于AA级别。

## 纺织服装发债主体信用观察

2020年，行业盈利能力受疫情影响大幅下跌，服装类主体及纺织类主体ROE均呈现下滑趋势，2021年后疫情时代行业景气度向好。长期偿债压力方面，服装类主体长期债务负担相对于纺织类较重，长期偿债压力较大。短期偿债能力方面，纺织行业及服装行业货币资金对短期刚性债务的覆盖能力呈现上升趋势，纺织行业的短期偿债压力相对更高。

需要关注的是，对外担保比率过高的企业可能存在或有负债风险，通过“对外担保额/所有者权益合计”计算担保比率，该比率较高的公司值得警惕。

## 风险提示

纺织服装行业受外部因素影响较强，警惕中美关系、人民币升值、海运费暴涨等因素带来的棉花价格上涨、出口下降等风险；纺织服装行业总体期间费用率呈现上涨趋势，需关注期间费用增长侵蚀利润的风险；此外，纺织服装行业多为民企，需警惕民企实际控制人风险对公司的经营和融资造成的影响。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-56513035  
zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-56513081  
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-56513038  
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071  
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030  
maozhenqiang@ebsecn.com

## 相关研报

探寻煤企投资机会——煤炭行业债券专题研究之十（2021-9-26）

危机中房企的应对之道——房地产行业债券信用研究系列之一（2021-9-24）

银行永续债的跟踪——永续债研究之四（2021-8-25）

河北省65家发债主体梳理——区域信用债梳理系列之一（2021-5-27）

一文走进美丽的新疆——城投债专题研究之十六（2021-4-26）

钢铁行业信用研究框架——钢铁行业债券专题研究报告之一（2021-4-11）

以发展的眼光看待遵义的债务——区域城投平台深度挖掘系列之一（2021-4-5）

铁路投资主体信用分析要点——城投债专题研究之十五（2021-3-15）

# 目录

引言.....	4
1、 纺织服装产业链 .....	4
2、 纺织服装行业概况.....	5
2.1、 需求分析：内销和出口 .....	5
2.2、 供给分析：产量和库存 .....	9
2.3、 成本分析：棉花价格.....	10
2.4、 小结 .....	11
3、 纺织服装行业发债情况 .....	11
4、 发债主体信用观察.....	13
4.1、 纺织企业产能及服装品牌集中度 .....	13
4.2、 盈利能力 .....	14
4.3、 偿债能力 .....	16
4.4、 现金流情况.....	17
4.5、 或有负债情况 .....	18
4.6、 小结 .....	19
5、 风险提示.....	19

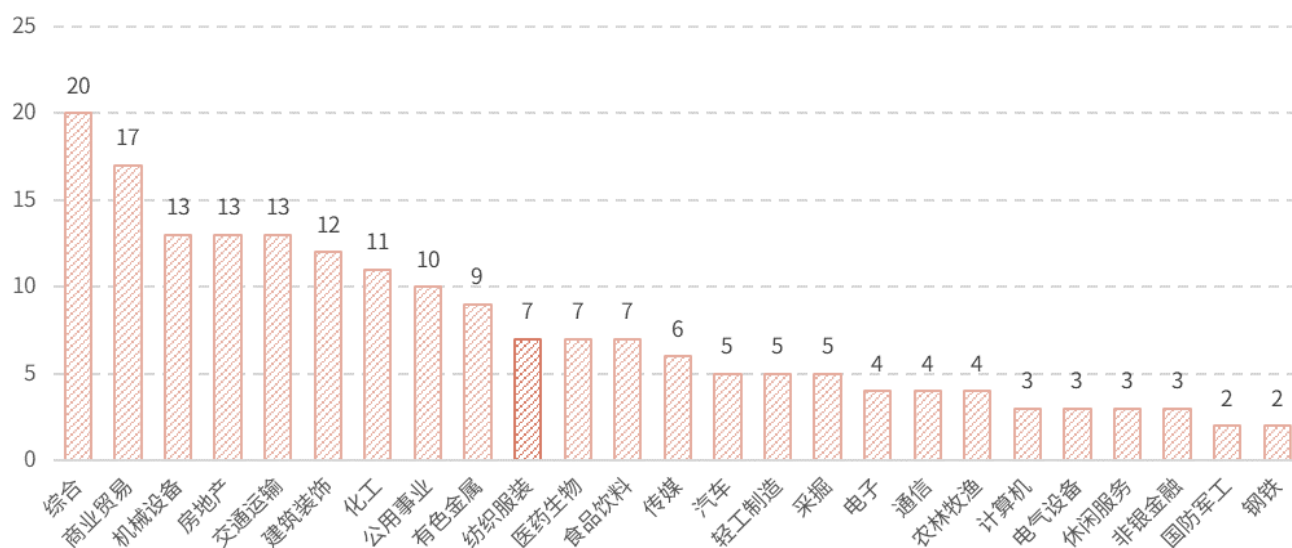
## 图表目录

图表 1: 截至 2021 年 9 月 28 日债券市场各行业违约主体数量.....	4
图表 2: 纺织服装产业链及主要债券发行人.....	5
图表 3: 纺织服装行业信用分析框架.....	5
图表 4: 限额以上企业商品零售总额、服装类零售额当月同比（截至 2021 年 8 月）.....	6
图表 5: 2016 年-2020 年我国纺织品及服装累计出口及增速情况.....	7
图表 6: 2021 年 3-8 月, 我国纺织品及服装各月出口情况.....	7
图表 7: 2020 年我国纺织原料及纺织制品出口地区占比.....	8
图表 8: 2021 年 1-8 月我国纺织原料及纺织制品出口地区占比.....	8
图表 9: 截至 2020 年纺织原料及纺织制品在美国、欧盟、日本出口金额变动趋势.....	8
图表 10: 截至 2021 年 8 月纺织业和服装服饰行业固定投资额同比情况.....	9
图表 11: 纺织服装行业主要产品纱产量及增速情况.....	9
图表 12: 纺织服装行业主要产品布产量及增速情况.....	9
图表 13: 纺织服装行业主要产品布和纱库存环比.....	10
图表 14: 2021 年 3-8 月我国布产量地区分布情况.....	10
图表 15: 2021 年 3-8 月我国纱产量地区分布情况.....	10
图表 16: 截至 2021 年 9 月主力 328 级棉价走势图.....	11
图表 17: 纺织服装行业各属性发债主体评级分布.....	12
图表 18: 纺织服装行业存续债券发行主体及存续债余额（境内债）.....	12
图表 19: 纺织服装行业历年主体评级调整情况.....	13
图表 20: 各行业累计违约率排序.....	13
图表 21: 纺织行业部分发债主体 2020 年产能情况.....	14
图表 22: 服装细分子行业 2020 年品牌集中度情况.....	14
图表 23: 纺织服装行业 ROE.....	15
图表 24: 纺织服装行业期间费用率.....	15
图表 25: 纺织服装行业盈利空间.....	15
图表 26: 纺织服装行业长期偿债能力 – 资产负债率.....	16
图表 27: 纺织服装行业长期偿债能力 – 已获利息倍数.....	16
图表 28: 货币资金对短期刚性负债的覆盖情况.....	17
图表 29: 服装类企业现金流情况.....	17
图表 30: 纺织类企业现金流情况.....	18
图表 31: 筹资活动产生的现金流净额均值.....	18
图表 32: 纺织服装发行主体对外担保情况.....	18

## 引言

2020年的永煤违约事件以及其他AAA级发债主体接连发生违约一定程度上冲击了市场对于部分主体的信仰，市场风险偏好快速降低，信用债市场一时间风声鹤唳。从债券违约来看，违约的主体分散分布于多个行业，其中纺织服装违约主体为7个（仅包括银行间、交易所市场，自2014年首只债券违约起至2021年9月28日），分别是华珠鞋业、致富皮业、大宏纺织、厉华婕妤、富贵鸟、如意科技以及贵人鸟，违约数量相对较多。本文通过梳理纺织服装行业发行主体的信用资质，以期辨别行业的风险与机会。

图表 1：截至 2021 年 9 月 28 日债券市场各行业违约主体数量



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：个 注：行业分类参照申万行业分类

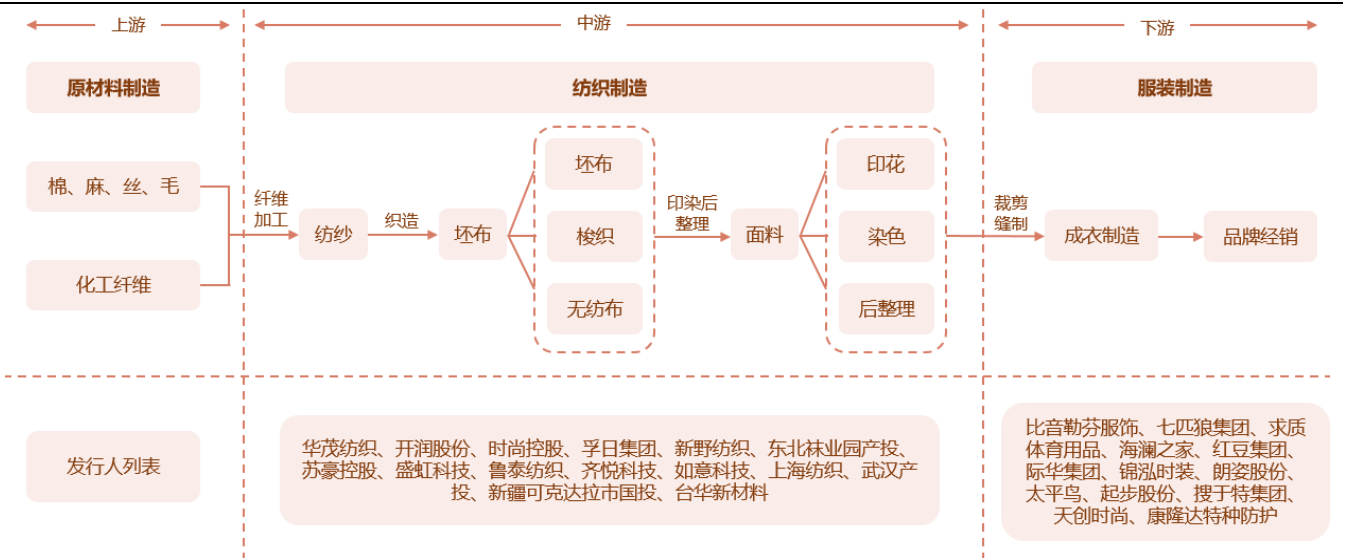
统计日期：2021年9月28日

## 1、纺织服装产业链

纺织服装行业产业链由上游原辅料制造、中游纺织制造、下游服装制造三条基本产业链连接组成。上游原辅料制造产业链是纺织服装产业链的基础和前提，包括天然纤维和化学纤维。其中，天然纤维包含植物纤维棉花、麻类等，动物纤维羊毛、蚕丝等；化学纤维包括合成纤维涤纶、棉纶、氨纶、腈纶，人造纤维粘胶纤维、新型环保纤维。中游纺织制造业包括纺纱、织布、印染、后整理等。下游服装制造包括服装制造和服装零售，加工成衣、家纺等产成品，形成品牌服装家纺产品面向消费者。

考虑到上游植物、动物性纤维更多涉及农业生产，化纤行业与化工行业的可比性更强，我们主要讨论产业链中的中游纺织制造产业链和下游服装制造产业链。

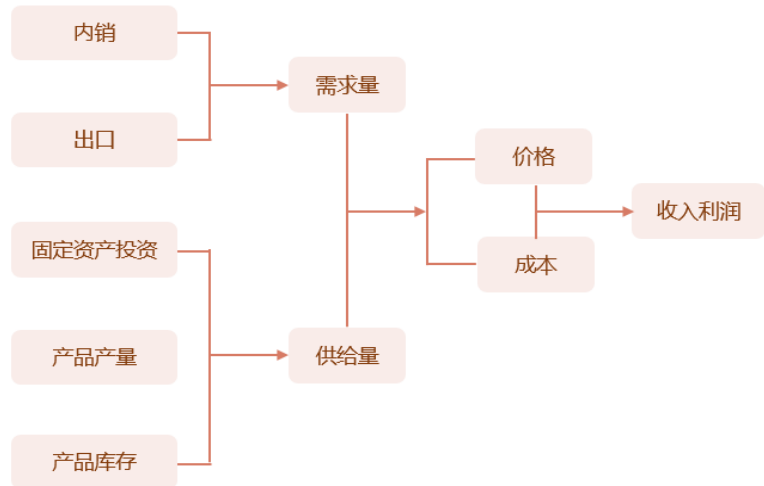
图表 2：纺织服装产业链及主要债券发行人



## 2、纺织服装行业概况

制造业信用分析框架中，利润是核心因素。收入减成本构成了纺织服装行业的利润：1) 收入端，变动供给与变动需求共同决定了价格的变动，需求端的影响因素主要为内销和出口，供给端的影响因素主要为固定资产投资、产品产量和库存；2) 成本端包括上游原材料成本、人力成本、机器折旧、燃料成本以及渠道成本等。

图表 3：纺织服装行业信用分析框架



### 2.1、需求分析：内销和出口

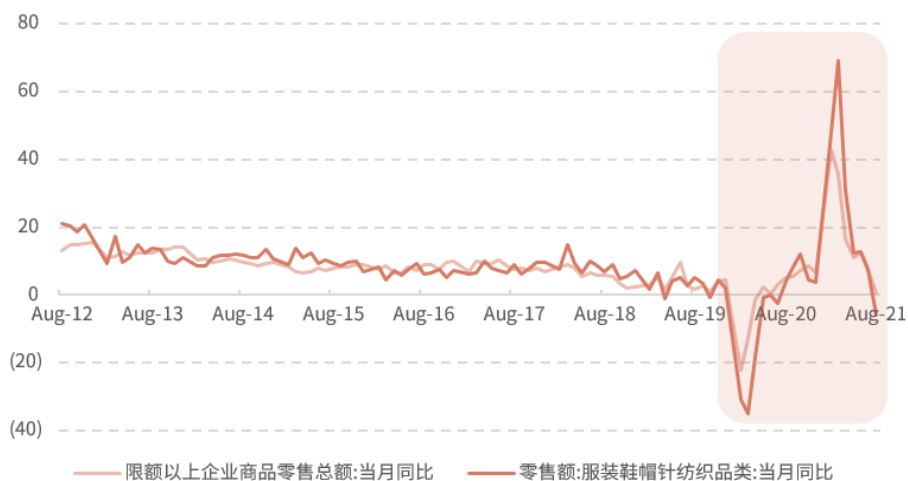
需求方面，我国纺织服装行业的需求量主要包括内销和出口，出口占比较大，是传统的出口导向型行业。

内需方面，新冠肺炎疫情给纺织服装行业带来较大冲击及波动，但随之而来对纺织类抗疫物资的需求增长为行业带来新的机遇；后疫情时代，行业需求向好。

2021年8月，服装类零售额较7月有所下降，主要系由于疫情多点散发及局部地区汛情的负面影响导致行业短期处于销售淡季。2020年初，疫情对纺织服装行业带来巨大冲击，零售额同比在短期内呈现大幅下跌，但冲击的同时新冠肺炎疫情也带来新机遇：口罩、防护服等抗疫物资的需求在疫情期间呈现快速增长，国内纺织行业牢牢抓住此机遇，实现口罩等纺织品产能快速扩张。2020年第四季度，国内疫情得到有效控制，疫苗研发完成，消费回暖，纺织服装行业需求明显增长。

总体来看，2021年以来我国国内疫情总体控制情况良好，疫苗接种覆盖面持续扩大，民众消费水平回暖，中国纺织品服装需求持续向好。

**图表 4：限额以上企业商品零售总额、服装类零售额当月同比（截至 2021 年 8 月）**



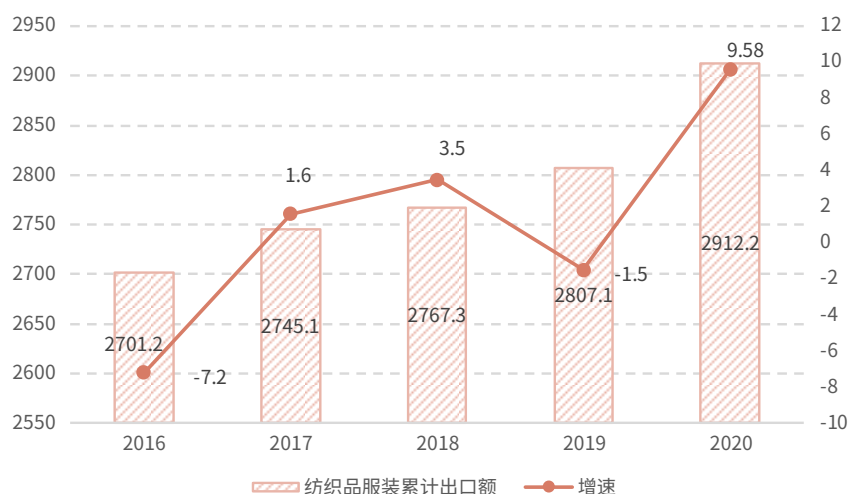
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：%

外需方面，由于劳动力的优势及低廉的产品价格，我国成为世界上最大的纺织品出口国，出口量占全球约四分之一。新冠肺炎疫情使世界各国对我国防疫物资的需求不断提升，需关注其他国家制造业恢复生产后对我国纺织服装出口带来的不利影响。另外，受中美贸易摩擦、新疆棉问题等外部环境因素的影响，我国纺织服装产业对外出口增长将受到一定抑制。

我国纺织品出口自 2015 年起呈现负增长的态势，但这一趋势在 2017 年由于全球经济回暖、外需向好而得以改善。2017 年我国纺织品及服装累计出口 2745.1 亿美元，同比增长 1.6%。2018 年，由于受到中美贸易摩擦的影响，纺织业回暖趋势受到一定程度的遏制。

2020 年，新冠肺炎疫情肆虐全球，国际市场需求严重萎缩，中国纺织服装外贸企业出口压力剧增。但由于各国防疫力度的不同，欧美等发达国家对防疫物资的需求激增。我国作为率先复工复产的国家，已向全球 200 多个国家和地区出口包含口罩在内的纺织品防疫物资，因此我国 2020 年纺织品及服装出口金额接近历史最好水平，增速达 9.58%，展现出极强的韧性。2020 年我国纺织品及服装累计出口 2912.2 亿美元，同比增长 9.58%，其中纺织品出口金额为 1538.4 亿美元，同比增长 29.2%；服装出口金额为 1373.8 亿美元，同比下降 6.4%。

图表 5：2016 年-2020 年我国纺织品及服装累计出口及增速情况

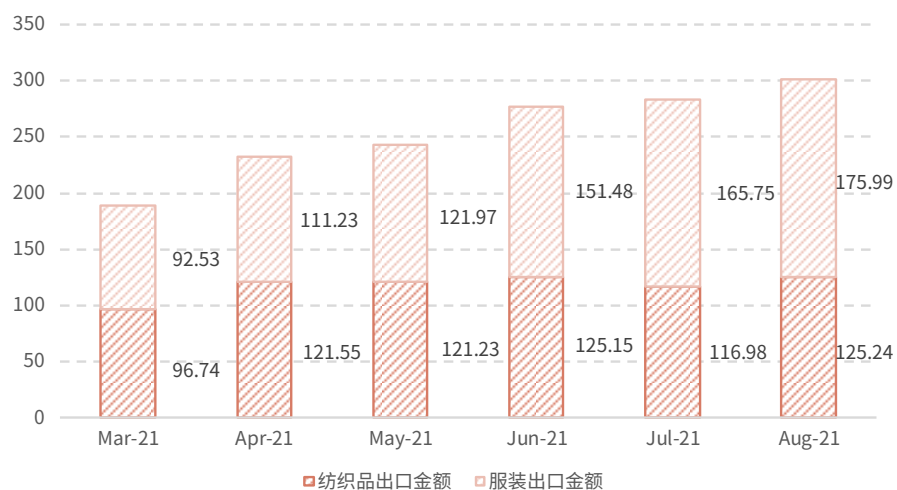


资料来源：海关总署，光大证券研究所 单位：亿美元、%

根据海关总署统计，2021 年 1-8 月，我国纺织品及服装累计出口金额为 1984.68 亿美元，同比增长 6.04%。其中纺织品出口金额为 927.73 亿美元，服装出口金额为 1056.95 亿美元。2021 年 3 月至 8 月，我国服装出口金额呈现逐月持续上升趋势，表现强劲；2021 年 4 月至 8 月，我国纺织品出口金额总体较为稳定，其中 7 月出口金额有所回落，环比下降 6.53%；而 8 月纺织品出口规模较前期继续攀升，主要系由于越南、柬埔寨、缅甸等东南亚纺织品出口国家受到新一轮疫情的影响，开工不足，大量订单于 8 月回流至我国。因此，需关注其他制造业国家恢复生产后对我国纺织服装出口带来的不利影响。

另外，外部环境形势依旧需要关注。全球疫情尚未结束，市场需求仍未企稳，人民币升值，新疆棉问题、中美贸易摩擦、海运费暴涨均将对我国纺织服装出口造成负面影响。

图表 6：2021 年 3-8 月，我国纺织品及服装各月出口情况



资料来源：海关总署，光大证券研究所 单位：亿美元

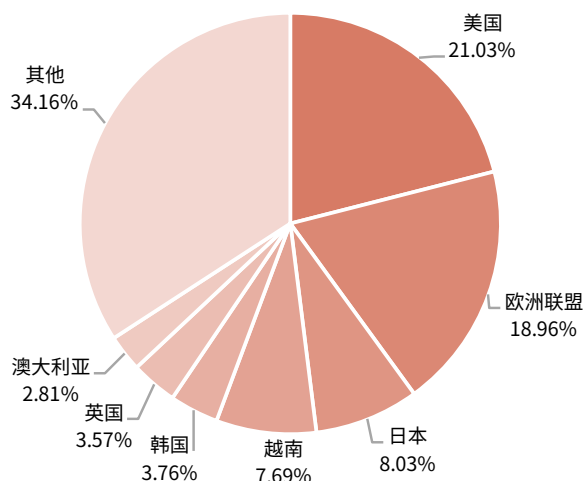
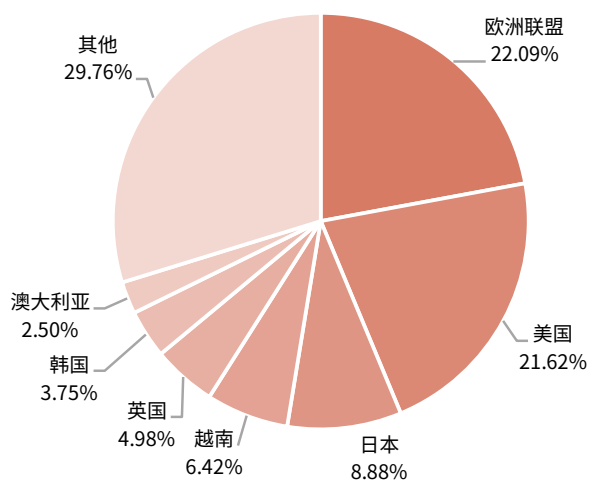
从出口地区来看，我国纺织服装行业出口的主要国家及地区仍是美国、日本、欧盟和越南，2020 年合计占比约为 50%。其中欧盟、美国、日本是我国纺织服装制品三大出口地区，2020 年占比分别为 22.09%、21.62%、8.88%，2021 年

1-8月占比分别为18.96%、21.03%、8.03%。由于欧洲多国及美国疫情严峻，我国对欧盟国家及美国的口罩等纺织品出口增长加快，2020年我国对欧盟市场的纺织原料及纺织制品出口金额高达517.07亿美元，对美国市场的纺织原料及纺织制品出口金额高达506亿美元。

2015年至2017年，我国纺织原料及纺织制品出口到欧盟的出口金额持续下降，于2018年小幅增长后，又于2019年大幅下降。2015年至2018年，我国纺织原料及纺织制品出口到美国和日本的出口金额持续小幅上升，但于2019年有所下降。我国对欧盟、美国和日本的纺织原料及纺织制品出口金额均于2020年大幅上升，主要系由于新冠疫情的蔓延使该三个地区对我国防疫物资的需求激增所致。

图表 7：2020 年我国纺织原料及纺织制品出口地区占比

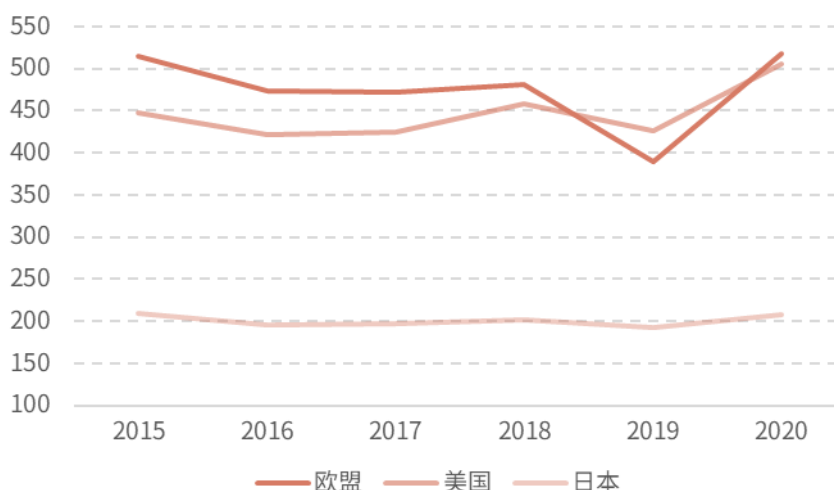
图表 8：2021 年 1-8 月我国纺织原料及纺织制品出口地区占比



资料来源：海关总署、光大证券研究所 单位：% 统计口径：中国海关总署《对部分国家（地区）出口商品类章金额表（美元值）》 注：自2020年2月1日起，与欧盟的贸易金额不包括英国数据

资料来源：海关总署、光大证券研究所 单位：% 统计口径：中国海关总署《对部分国家（地区）出口商品类章金额表（美元值）》 注：自2020年2月1日起，与欧盟的贸易金额不包括英国数据

图表 9：截至 2020 年纺织原料及纺织制品在美国、欧盟、日本出口金额变动趋势



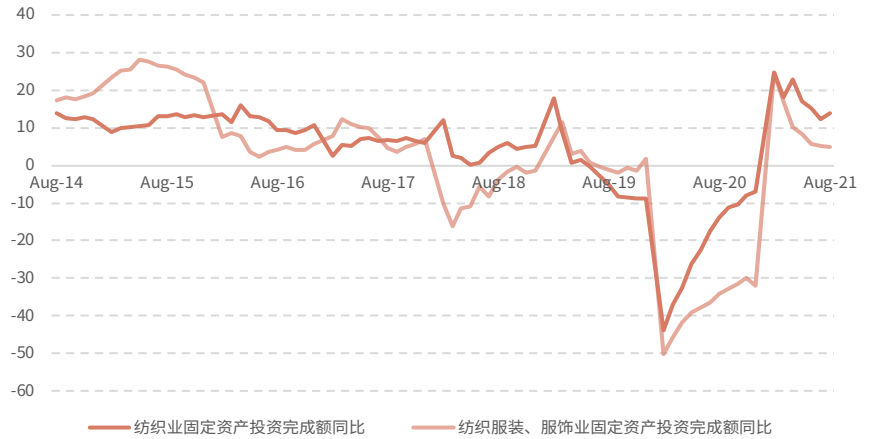
资料来源：海关总署，光大证券研究所 单位：亿美元



## 2.2、供给分析：产量和库存

供给方面，纺织服装行业目前属于完全竞争市场，企业数量较多，市场进入壁垒低，行业集中度较低且非国有企业占比较大，27家存量纺织服装产业债发行主体中非国有企业有18家，占比达到66.67%。纺织业和服装服饰行业的固定资产投资完成额2020年之前都基本保持持续增长趋势，增速基本为正。2020年初，新冠肺炎疫情的发生导致纺织服装行业停工停产，因此我国纺织业和服装服饰行业固定资产投资额增速于2020年初大幅降低。待疫情得到有效控制且纺织服装企业复工复产后，纺织业和服装服饰行业固定资产投资额增速开始回暖。

图表 10：截至 2021 年 8 月纺织业和服装服饰行业固定资产投资额同比情况

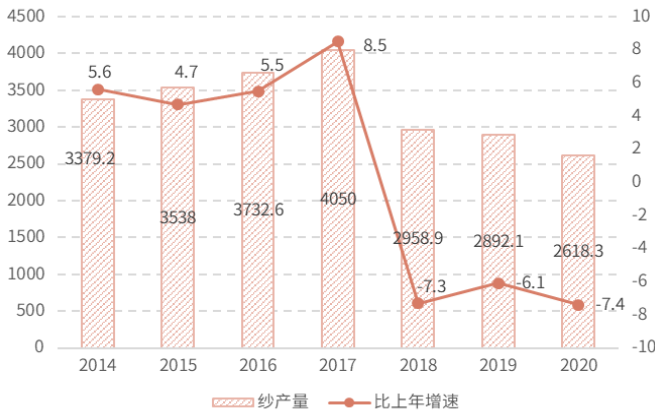


资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：%

产量方面，2014年至2017年，纱产量呈现上升趋势；2017至2020年，纱产量下滑。2020年初期，由于新冠肺炎疫情，纺织服装行业停工停产，因此纱产量增速大幅下降，即使2020年3月份产业链上下游市场逐步恢复，企业加快复工复产，依旧无法达到2019年水平。2020年纱产量为2618.3万吨，较上年同比增速为-7.4%。2014年至2016年，布产量逐年增加，2016年至2020年，布产量逐年下降。同样由于新冠疫情期间停工停产的原因，2020年布产量下跌，为460.3亿米，较2019年同比增速为-17.1%。2021年8月，布和纱产量同比增速分别为4%和3.4%，国内纺织服装产业生产经营已基本回到正轨。

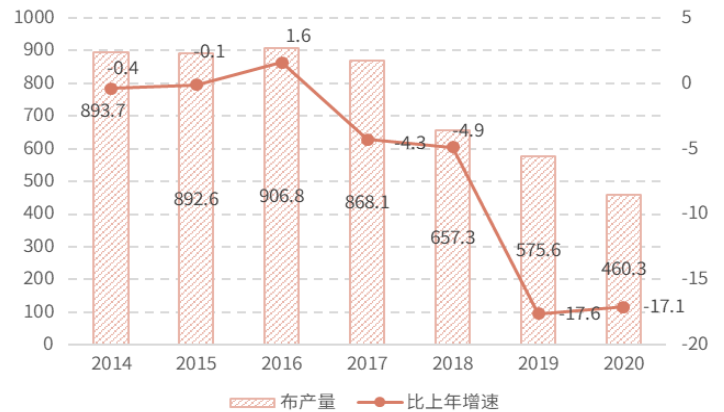
库存方面，2021年7月，布和纱库存环比分别为-0.37%和-2.97%。

图表 11：纺织服装行业主要产品纱产量及增速情况



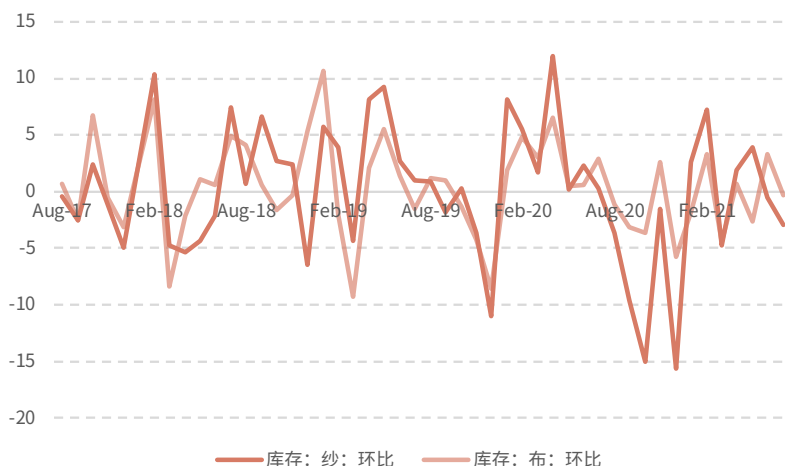
资料来源：国家统计局、光大证券研究所 单位：左轴：万吨、右轴：%

图表 12：纺织服装行业主要产品布产量及增速情况



资料来源：国家统计局、光大证券研究所 单位：左轴：亿米、右轴：%

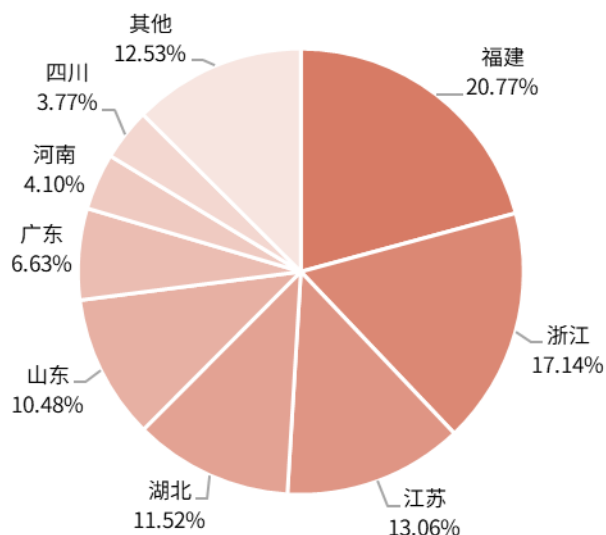
图表 13: 纺织服装行业主要产品布和纱库存环比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: % 注: 统计时间截至 2021 年 7 月

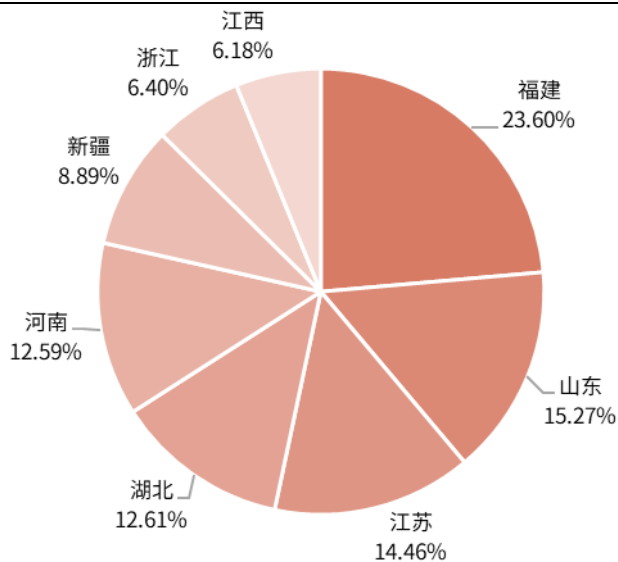
从产能分布情况来看,我国布产能大部分集中在福建、浙江、江苏、湖北、山东和广东 6 个省份,上述 6 省 2021 年 3 月至 8 月布产量占全国总产量的 79.6%。我国纱产能大部分集中在福建、山东、江苏、湖北、河南、新疆 6 个省份,上述 6 省 2021 年 3 月至 8 月纱产量占全国总产量的 87.42%。江浙地区主要以纺织原材料、家纺布艺制品、羊毛衫、羽绒服、休闲男装和鞋类为主;山东主要为棉纺织和家纺等;广东为休闲服、鞋、面料、羊毛衫、女装和内衣聚集地;福建晋江为运动品和男装产业聚集地。

图表 14: 2021 年 3-8 月我国布产量地区分布情况



资料来源: Wind、光大证券研究所 单位: %

图表 15: 2021 年 3-8 月我国纱产量地区分布情况



资料来源: Wind、光大证券研究所 单位: %

## 2.3、成本分析：棉花价格

成本方面,棉花是纺织服装产业中的主要原材料,棉花的采购成本对其总成本及产品价格影响较大。棉价的主导因素为市场供需关系,其余影响棉价的因素还有产业政策、中美贸易关系、国家储备、疫情情况等。

2012 年国家出台收储政策意图稳定棉价后,国内棉价稳定在 2 万元/吨左右。

2014 年国家出台直补政策，棉价市场化程度提升、逐步与国际棉价接轨。2016 年上半年受抛储滞后影响棉价有所上涨，约维持在 16000 元/吨左右。

2019 年 5 月，中美贸易摩擦升级，美国宣称将对包括纺织品、服装及棉织品在内的中国商品加征 25% 关税，导致市场信心受挫，纺织下游订单萎缩，国内棉花价格持续下滑。

2020 年 1 月，中美双方正式签署第一阶段经贸协议，市场态度转为乐观，棉花价格上涨；但由于春节假期及新冠肺炎疫情的影响，多数企业提前放假，棉花价格稳中回落。2020 年 7 月，新疆出现疫情，新疆棉外运受到一定影响，国内棉花价格上涨，而境外疫情的蔓延和中美关系的再度紧张，导致国际棉花价格先跌后涨。

2021 年 2 月，国内疫情缓和，棉纺织行业提前复工复产，下游纺织需求旺盛，且大宗商品市场持续上涨，带动棉花价格持续上扬。2021 年 9 月，棉花价格维持在 18000 元/吨左右。

**图表 16：截至 2021 年 9 月主力 328 级棉价走势图**



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：元/吨 注：统计时间截至 2021-9-23

## 2.4、小结

总结来看，纺织服装行业属于完全竞争市场，行业进入壁垒低，而我国纺织服装行业集中度低、产品附加值低，行业竞争尤为激烈。

2020 年新冠肺炎疫情对纺织行业有所冲击，但国内外疫情的蔓延导致对包括口罩在内的防疫物资需求激增，内需外需均强劲；后疫情时代，国内疫情总体控制情况良好，疫苗接种覆盖面持续扩大，民众消费水平回暖，行业需求持续向好；中美贸易关系、人民币升值及新疆棉问题等外部因素可能会导致出口受到抑制；经过新冠肺炎疫情的“大浪淘沙”，留存下的企业拥有较强抗压力及韧性，利于行业未来持续发展；纺织服装行业中民企较多，外部融资压力较大。

## 3、纺织服装行业发债情况

根据我们的分类，截至 2021 年 9 月 28 日，纺织服装行业有存续债券的主体共 27 家，其中 15 家为纺织制造类、12 家为服装制造类主体。27 家主体存续债券共 65 只，债券余额 365.71 亿元。

纺织服装行业集中度低,竞争激烈,27家存续发债主体中有18家为广义民企(此处除中央国企、地方国企外定义为广义民企)。由于民企居多,纺织服装行业发债主体外部评级普遍不高,多集中于AA级别。

图表 17: 纺织服装行业各属性发债主体评级分布

	AAA	AA+	AA	AA-	AA-以下
中央国企	1	2	4	1	
地方国企	1				
民营企业		5	7	1	3
外资企业					1
中外合资企业				1	

资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 个

统计日期: 2021年9月28日

图表 18: 纺织服装行业存续债券发行主体及存续债余额(境内债)

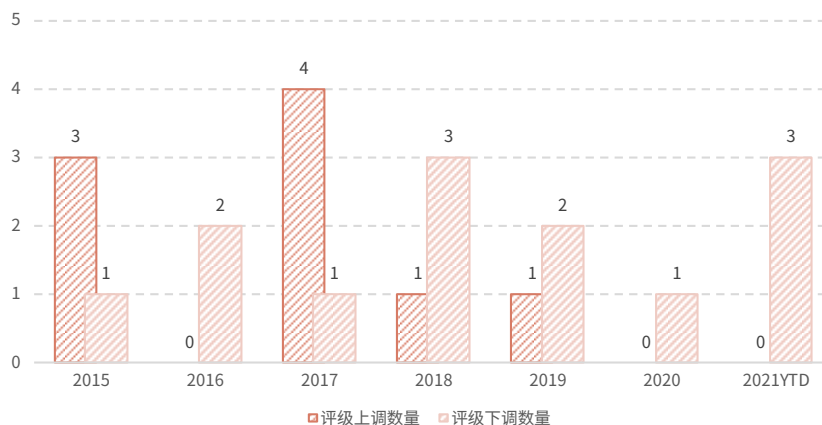
服装类(含鞋类)	存续债券余额	纺织类	存续债券余额
红豆集团	53.00	武汉产投	43.65
际华集团	39.05	新疆可克达拉市国投	32.00
海澜之家	29.50	如意科技	25.00
七匹狼集团	23.10	苏豪控股	21.10
太平鸟	8.00	上海纺织	15.00
搜于特集团	7.99	鲁泰纺织	14.00
天创时尚	6.00	时尚控股	9.00
朗姿股份	4.00	盛虹科技	8.00
起步股份	3.66	孚日集团	6.50
比音勒芬服饰	3.02	台华新材料	2.88
锦泓时装	2.87	华茂纺织	2.86
康隆达特种防护	0.41	东北袜业园产投	2.40
		开润股份	2.22
		齐悦科技	0.50
		新野纺织	0.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 亿元

统计日期: 2021年9月28日

纺织服装行业民企居多,自2018年起,纺织服装发行人评级上调数量明显减少,而评级下调数量总体有所增加。2020年及2021年(截至9月28日),纺织服发行人并没有发生评级上调的情况,而从评级下调来看,2020年山东如意科技集团遭评级下调,2021年至今(截至9月28日)起步股份、孚日集团、搜于特集团等3家发行人遭评级下调。

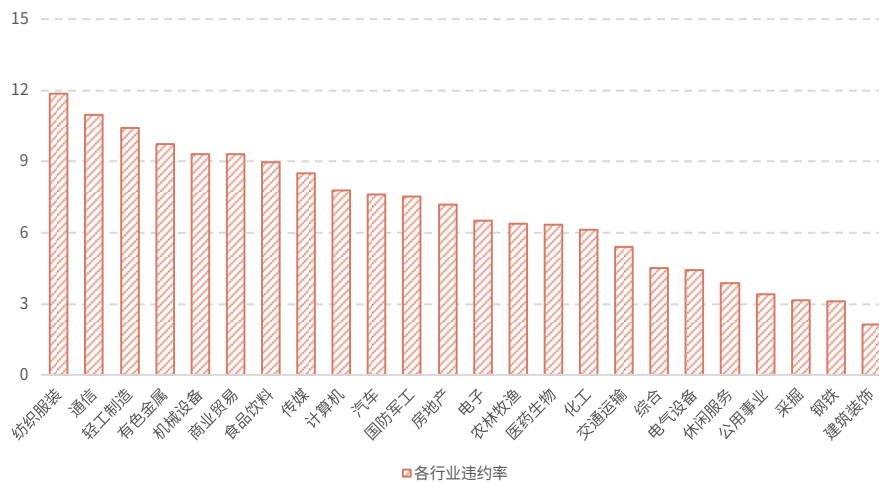
图表 19: 纺织服装行业历年主体评级调整情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 家 注: YTD 截至 2021 年 9 月 28 日, 行业分类参照申万一级行业

从债券累计违约率角度来看, 纺织服装行业的违约率相较于其他行业高, 信用资质相对较弱。自 2014 年首只债券违约起至 2021 年 9 月 28 日, 银行间、交易所市场共有 7 个纺织服装主体发生债券违约, 分别是华珠鞋业、致富皮业、大宏纺织、厉华婕妤、如意科技、富贵鸟及贵人鸟, 其中前五家主体均涉入私募债违约事件, 2018 年新增违约主体富贵鸟曾为上市公司并于 2019 年退市, 2019 年新增违约主体贵人鸟为上市公司。

图表 20: 各行业累计违约率排序



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: % 注: 行业分类参照申万一级行业; 累计违约率参照我们 2018 年 6 月 5 日外发的报告《债券违约率手册——组合违约率的若干计算方法》, 累计违约率=累计违约主体/期初期末发债主体数量均值

## 4、发债主体信用观察

### 4.1、纺织企业产能及服装品牌集中度

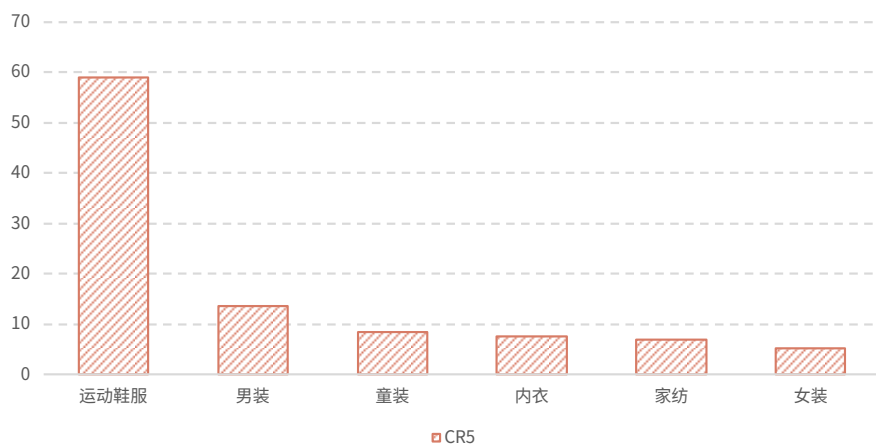
从产能分布情况来看, 我国纺织企业产能大部分集中在东南沿海区域, 以福建、浙江、江苏、湖北、山东、广东为主, 发债企业大部分也集中在东南沿海区域。

**图表 21：纺织行业部分发债主体 2020 年产能情况**

公司简称	产能-2020 年
红豆集团	衬衫：350 万件/年；西裤：300 万件/年；西服：110 万套/年；羽绒服：370 万件/年；内衣：2200 万件/年；文胸：700 万件/年
天创时尚	女鞋：250 万双/年
上海纺织	2020 第一季度：德福伦化纤：22500 吨/季；特安纶化纤：1000 吨/季；里奥纤维：1000 吨/季
鲁泰纺织	面料：29360 万米/年；服装：2030 万件/年
盛虹科技	涤纶长丝：230 万吨/年；POY：4 万吨/年；FDY：12 万吨/年；DTY：40 万吨/年
华茂纺织	纱线：7.1 万吨/年；布：8600 万米/年；无纺布：6800 吨/年
开润股份	服装：2097.88 万件/年
齐悦科技	家纺成本：7000 万件/年；坯布：25000 万米/年；印染布：38000 万米/年；棉纱：60000 吨/年
新野纺织	纱线：7.1 万吨/年；布：8600 万米/年；无纺布：6800 吨/年

资料来源：Wind，各公司公告，各公司定期跟踪评级报告

**品牌服装行业品牌集中度较低。**女装、男装、童装、内衣、运动鞋服等子行业 2020 年的前五名品牌集中度 (CR5) 分别为 5.2%、13.6%、8.5%、7.6%和 59%，除运动鞋服外，CR5 均较低。

**图表 22：服装细分子行业 2020 年品牌集中度情况**


资料来源：Euromonitor 单位：% 注：CR5 为市场规模前 5 的企业销售额占比

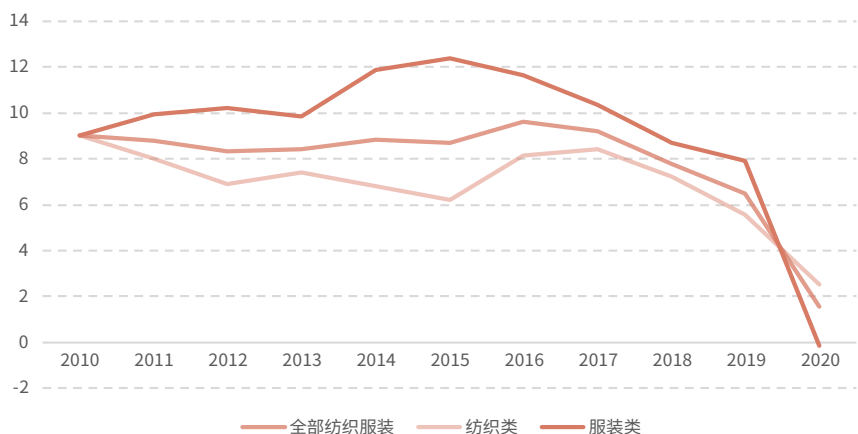
## 4.2、盈利能力

2020 年，行业盈利能力受疫情影响大幅下跌，服装类主体及纺织类主体 ROE 均呈现下滑趋势，2021 年后疫情时代行业景气度向好。由于销售费用及财务费用的上升，纺织类和服装类主体的盈利空间同比均有所收窄。我们将销售毛利率减期间费用率定义为盈利空间，当前服装类发行主体盈利空间优于纺织类，且相较于 2019 年，服装类及纺织类盈利空间由于期间费用率上升而下滑明显。

2020 年，纺织类企业 ROE 为 2.52%，服装类企业 ROE 为-0.17%。2021 年上半年，纺织类企业 ROE 已达 2.65%，服装类企业 ROE 已达 2.11%，均已超过 2020 年水平。由此可见，后疫情时代纺织服装业回暖，行业景气度持续向好。

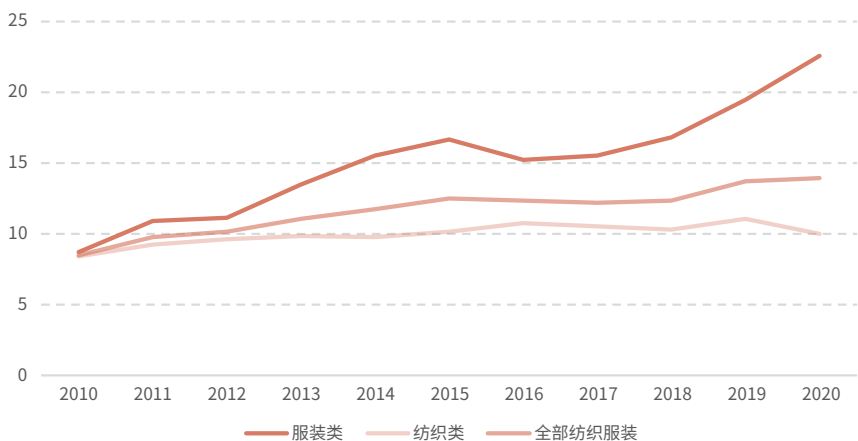
2020 年，纺织类企业期间费用率为 10.01%，服装类企业期间费用率为 22.56%。2021 年上半年，纺织类企业期间费用率为 8.09%，服装类企业期间费用率为 23.04%，2021 年上半年纺织类企业期间费用率较 2020 年有所下降。

图表 23: 纺织服装行业 ROE



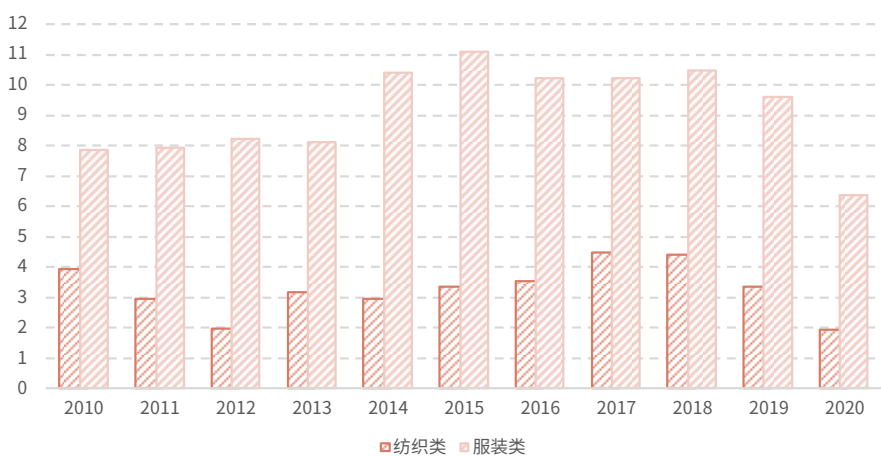
资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: % 注: 数据为历年年报数据

图表 24: 纺织服装行业期间费用率



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: % 注: 数据为历年年报数据

图表 25: 纺织服装行业盈利空间



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: % 注: 数据为历年年报数据

### 4.3、 偿债能力

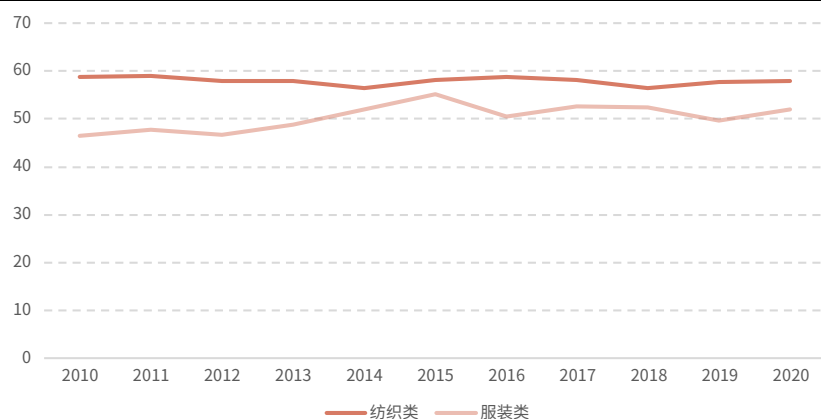
偿债能力方面，我们使用资产负债率、已获利息倍数分析长期偿债能力；而短期偿债能力的分析指标为货币资金/短期刚性负债，其中短期刚性负债=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债。

**长期偿债方面**，2016年至2018年，纺织类企业总体资产负债率趋势下行，2019年至2021年6月末，纺织类企业总体资产负债率呈现上升趋势，2021年6月末，纺织类企业总体资产负债率为61.10%。2017年至2021年6月末，服装类企业总体资产负债率趋势较为平稳，约为52%左右；2021年6月末，服装类企业总体资产负债率为51.92%。纺织类主体长期债务负担相对于服装类较重，长期偿债压力较大。

**短期偿债方面**，2017年至2019年，纺织行业及服装行业货币资金对短期刚性债务的覆盖能力下降。2019年至2021年6月末，纺织行业及服装行业货币资金对短期刚性债务的覆盖能力呈现上升趋势。2021年6月末，纺织行业货币资金对短期刚性负债的覆盖率为78.74%，服装行业为91.48%。纺织行业的短期偿债压力相对更高。

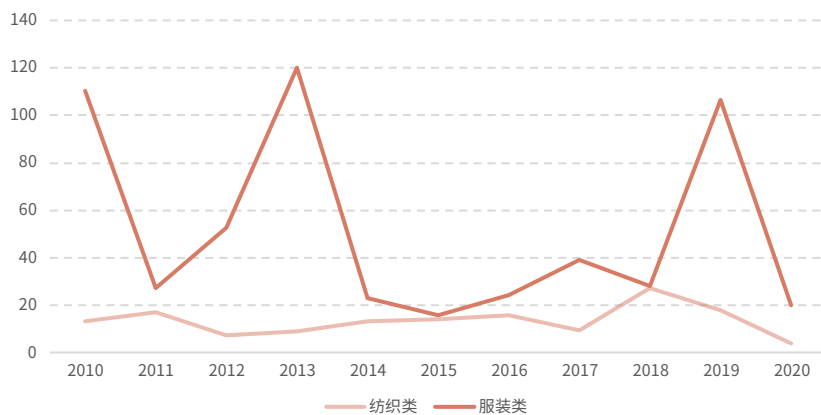
2021年，国内新冠疫情已得到有效控制，国内外新冠疫苗接种普及率不断上升，服装纺织行业回暖，纺织服装企业偿债能力得到提升。

图表 26：纺织服装行业长期偿债能力 - 资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：% 注：为历年年报数据

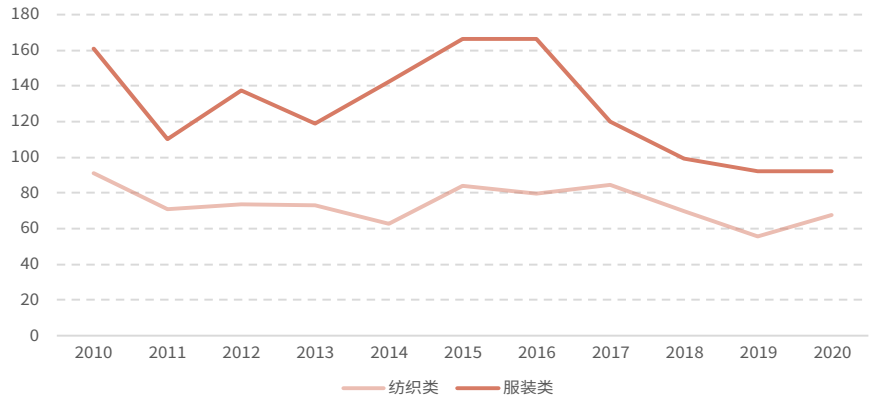
图表 27：纺织服装行业长期偿债能力 - 已获利息倍数



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：倍 注：为历年年报数据



图表 28：货币资金对短期刚性负债的覆盖情况



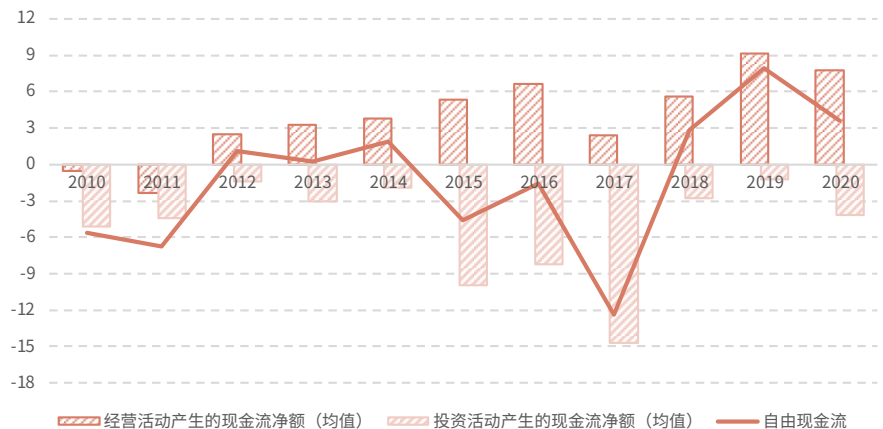
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：% 注：为历年年报数据

#### 4.4、 现金流情况

现金流方面，我们主要考察企业经营性净现金流、投资性净现金流、筹资性净现金流。2018年至2020年，纺织服装行业发行主体经营性现金流有较小规模波动，投资支出规模较小，平均自由现金流（经营现金流量净额+投资现金流量净额）持续为正。从筹资性现金流来看，2018年至2019年，纺织服装行业的筹资性现金流净额均为负数，处于较低水平。2020年，纺织类发行主体筹资性现金流净额由负转正，接近11年以来（2010年至2020年）最高水平。

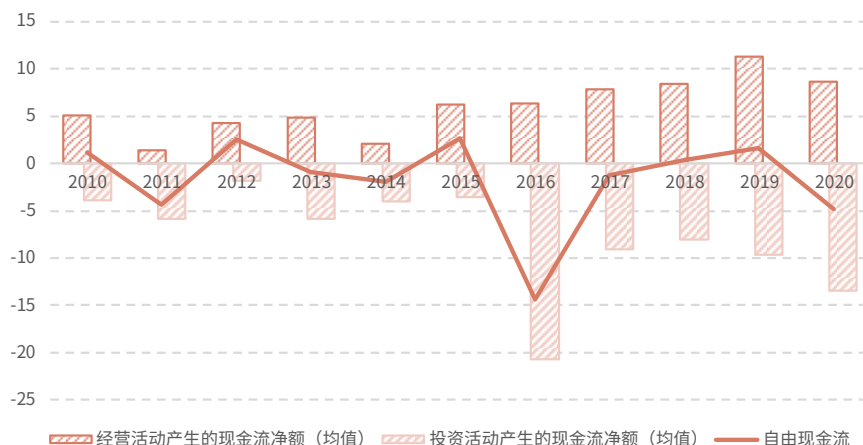
2021年上半年，服装类企业经营活动产生的现金流净额（均值）为3.86亿元，投资活动产生的现金流净额（均值）为-0.65亿元，筹资活动产生的现金流净额（均值）为-3.01亿元。纺织类企业经营活动产生的现金流净额（均值）为3.81亿元，投资活动产生的现金流净额（均值）为-13.35亿元，筹资活动产生的现金流净额（均值）为14.33亿元。疫情之后，纺织服装行业生产及需求回暖，纺织服装业企业经营现金流量表现较为强劲。

图表 29：服装类企业现金流情况



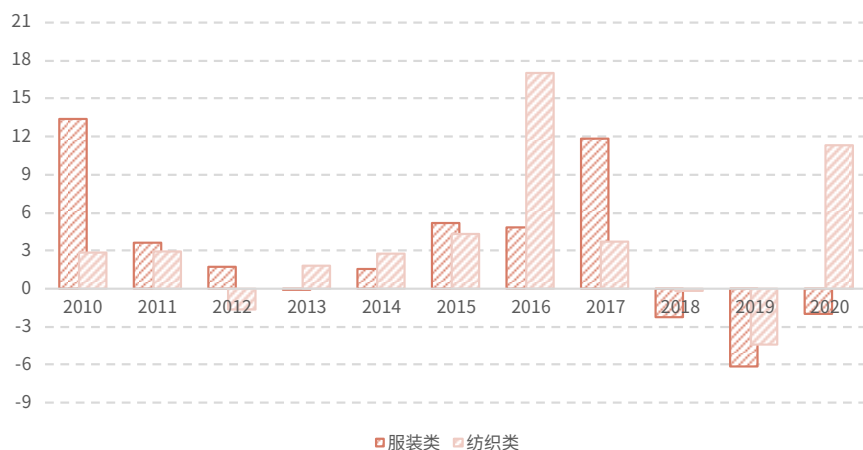
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元 注：使用历年年报算数平均数据

图表 30: 纺织类企业现金流情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 亿元 注: 使用历年年报算数平均数据

图表 31: 筹资活动产生的现金流净额均值



资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 亿元 注: 使用历年年报算数平均数据

## 4.5、或有负债情况

对外担保比率过高可能存在一定的或有负债风险, 我们通过“对外担保额/所有者权益合计”计算担保比率, 该比率较高的公司值得警惕。

图表 32: 纺织服装发行主体对外担保情况

公司简称	最新对外担保金额	所有者权益	对外担保率
盛虹科技	88.3600	265.2970	33.31
起步股份	4.0000	16.2681	24.59
新野纺织	5.5470	44.0416	12.59
红豆集团	23.8298	189.6249	12.57
如意科技	21.7316	313.3766	6.93
齐悦科技	3.2000	71.9875	4.45
新疆可克达拉市国投	2.3939	178.9561	1.34
七匹狼	2.0000	149.6432	1.34
上海纺织	0.0300	135.6618	0.02
时尚控股	0.0095	75.2338	0.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所 单位: 亿元、% 注: 对外担保余额为公司截至 2021 年 9 月 28 日披露的情况, 所有者权益为 2021 年中报

## 4.6、小结

纺织服装行业存量发债主体呈现出数量较少（27家）、民企居多（占比2/3）、债券规模不大（存量规模365.71亿元）、外评集中于AA+和AA级的特征（占比2/3）。

从基本面来看，2020年受疫情影响，纺织服装行业盈利能力、偿债能力均受损，而2021年以来，服装纺织行业盈利能力回升、偿债能力得到提高，行业呈现回暖态势。细分来看，服装类发行主体的盈利空间、长期偿债能力、短期偿债能力均优于纺织类发行主体。

需要关注的是，对外担保比率过高的企业可能存在或有负债风险，可通过“对外担保额/所有者权益合计”计算担保比率，该比率较高的公司值得警惕。

## 5、风险提示

纺织服装行业受外部因素影响较强，警惕中美关系、人民币升值、海运费暴涨等因素带来的棉花价格上涨、出口下降等风险；纺织服装行业总体期间费用率呈现上涨趋势，需关注期间费用增长侵蚀利润的风险；此外，纺织服装行业多为民企，需警惕民企实际控制人风险对公司的经营和融资造成的影响。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

### 光大证券研究所

#### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

#### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

#### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

### 光大证券股份有限公司关联机构

#### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

#### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE