

版本号：  
cspy\_ffmx\_2022V1.0

生效日期：  
2022 年 12 月 22 日

**联系人**

郑丽芬  
+86 010 66216006  
zhenglf@cspengyuan.com

马琳丽  
+86 010 66216006  
mall@cspengyuan.com

胡长森  
+86 010 66216006  
huchs@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼  
电话：0755-82872897  
网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

# 纺织服装企业信用评级方法和模型

## 目 录

一、概述 .....	1
(一) 适用范围 .....	1
(二) 制定或修订说明 .....	1
(三) 基本假设 .....	1
二、评级思路和评级框架 .....	1
三、指示性信用评分 .....	1
四、业务状况评估 .....	2
(一) 宏观环境的评估 .....	2
(二) 行业风险状况的评估 .....	2
(三) 经营状况的评估 .....	4
五、财务状况评估 .....	9
六、调整因素 .....	10
七、个体信用状况 .....	10
八、外部特殊支持 .....	10
九、债券评级 .....	10
十、本评级方法和模型的局限性 .....	11
版权及声明 .....	12

## 一、概述

### （一）适用范围

本评级方法和模型是中证鹏元的行业补充评级方法论之一，适用于被中证鹏元认定为纺织服装企业的主体信用评级，及其所发行债券的评级。本评级方法和模型通常与中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型结合使用。

### （二）制定或修订说明

为更好的评估纺织服装企业的信用风险，在保持与工商企业通用评级方法论评级思路和评级逻辑一致的基础上，制定本评级方法和模型。本评级方法和模型已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

经测试，本评级方法和模型的生效不会对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评主体评级结果产生重大影响。

### （三）基本假设

1. 假设企业杠杆水平和流动性状况与违约是相关的，即杠杆水平越高，流动性状况越差，违约的可能性越大。
2. 假设宏观经济环境、金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化，以及不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。
3. 假设经监管部门认定的专业机构能够勤勉尽责，所提供的信息是真实、准确和完整的。

## 二、评级思路和评级框架

中证鹏元采用与工商企业通用评级方法论完全相同的评级思路和逻辑对纺织服装企业进行评级，评级框架组成部分包括业务状况、财务状况、调整因素和外部特殊支持。具体的思路和框架我们在工商企业通用信用评级方法和模型中进行了详细阐述。

## 三、指示性信用评分

中证鹏元通过构建矩阵将业务状况和财务状况结合到一起，进而得出指示性信用评分。关于使用矩阵的原因，以及如何将业务状况和财务状况结合在一起，我们在工商企业

通用信用评级方法和模型中进行了详细阐述。

## 四、业务状况评估

根据工商企业通用信用评级方法和模型，中证鹏元对于业务状况的考察主要包含宏观环境、行业风险状况和企业经营状况三个方面，其中企业经营状况是主要的驱动因素。

### （一）宏观环境的评估

中证鹏元对宏观环境的分析通常关注宏观经济形势和发展趋势、宏观经济政策、金融系统风险三个方面，其最终目的在于评估宏观环境现状及未来变化趋势对纺织服装企业经营的影响。

中证鹏元采用五分制对宏观环境进行评分，“5”为最高分，代表最强的宏观环境及非常低的风险，“1”为最低分，代表最差的宏观环境和非常高的风险。

### （二）行业风险状况的评估

中证鹏元采用五分制对行业风险进行评估，“5”为最高分，具有最低的行业风险，“1”为最低分，具有最高的行业风险。考察因素包括：集中风险、进入壁垒、发展前景、盈利水平与趋势、替代风险、周期性风险。

中证鹏元将纺织服装行业风险评分评定为“3”，这是综合考量上述六个因素的评估结果得出的。

**表 1 纺织服装行业风险评分**

评价因素	评估结果
集中风险	高风险
进入壁垒	高风险
发展前景	中等风险
盈利水平与趋势	中等风险
替代风险	中等风险
周期性风险	低风险

#### 1. 集中风险

在我们看来，一个非常高或非常低的集中度水平都可能对市场参与者不利。一个高度集中的行业，如完全垄断，将不利于营造良好的竞争环境，而大的市场参与者可能缺乏竞争的动力。一个高度分散的行业可能存在非理性甚至破坏性的竞争，每个市场参与者与客

户或合作伙伴的议价能力和定价能力都很低。

我们认为纺织服装行业的集中风险为高风险。纺织服装行业技术差距不明显，产品同质化程度较高，产品附加值低，行业竞争较为激烈，根据中国纺织工业协会发布的《2021年中国纺织行业经济运行报告》，中国纺联对 58 个重点纺织产业集群开展统计，集群内 4.8 万户企业中 4.4 万户为规模以下企业，户均年营业收入不足 400 万元，纺织服装行业内企业数量众多且市场集中度较低，属于完全竞争行业，集中风险较高。

## 2. 进入壁垒

我们认为纺织服装行业的进入壁垒较低，为高风险。我们对行业进入壁垒的主要考虑因素包括政府管制、技术壁垒、启动成本、资源所有权与许可要求。纺织服装行业为劳动密集型行业，资金和技术门槛较低，行业内中小型民营企业居多，且不属于政府管制行业，进入壁垒较低。

## 3. 发展前景

我们认为纺织服装行业的发展前景为中等风险。一方面，纺织服装行业是我国的传统支柱产业，在国民经济中处于重要地位，我国人口基数大，内需规模巨大，同时我国是世界上最大的纺织服装产品出口国，拥有外需支撑；与全球主要发达国家相比，我国纺织服装产品消费水平仍有较大差距，未来随着我国社会经济的持续发展和居民可支配收入的持续增长，国内纺织服装行业仍具有一定的发展空间。但另一方面，早期我国纺织服装行业经历过一段快速发展时期，行业规模迅速扩张，与此同时大规模的重复建设和同质化发展导致行业产能过剩问题日益突出，2016 年以来行业开始逐步去库存，行业固定资产投资增速整体放缓，目前行业仍处于供过于求、持续去库存阶段，受全球疫情反复、中美贸易摩擦以及地缘政治冲突等因素影响，宏观经济基本面承压，消费信心不足，内外市场需求转弱，行业供需矛盾加剧。此外，纺织服装行业为劳动密集型行业，人工成本是行业内企业的主要生产成本之一，与东南亚国家相比，我国在劳动力、关税政策等方面不占优势，近年全球纺织服装行业持续向东南亚国家转移。综合来看，我们认为纺织服装行业产业转型升级和成本管理压力仍较大，行业发展前景一般。

## 4. 盈利水平与趋势

我们认为纺织服装行业盈利水平和趋势的风险为中等风险。纺织服装行业为完全竞争行业，行业内企业议价能力较弱，价格较为透明，行业内主要上市公司和发债主体近 10 年平均 EBITDA 利润率在 11% 左右，基本处于所有行业平均水平，目前行业内发债主体以上市公司为主。当前纺织服装行业供给端处于产能过剩、持续去库存阶段，需求端面临消费信心不足，同时全球疫情反复，使得行业内企业面临的原材料价格波动风险、产品运

输风险以及阶段性供需不平衡风险加大，库存管理压力加大，而库存积压会带来产品周转效率下降以及被迫实施降价促销政策等问题，2020 年以来，行业内企业营业收入和利润水平多有下降。

### 5. 替代风险

我们认为纺织服装行业的替代风险为中等风险。对于纺织服装行业，其产品作为居民生活的必需品，被其他行业替代的可能性很小，其替代风险主要体现在行业内部，如化学纤维替代天然纤维的风险、各细分产品之间的替代风险等，服装产品颜色、款式、风格多样，推陈出新频率高，新产品对旧产品也存在替代风险。

### 6. 周期性风险

我们认为纺织服装行业的周期性风险较低。纺织服装行业属于轻工业制造业，产业链比较长，中上游主要跟棉花、化学纤维等相关，其需求易受宏观经济、国内外消费需求和国家贸易政策等因素影响，但从终端消费来看，纺织服装行业是刚性需求行业，具有很强的季节性消费特征，但无明显的周期性特点，为弱周期行业。

## （三）经营状况的评估

中证鹏元通过五个子因素来评估经营状况，分别是经营规模、产品、服务和技术、品牌形象和市场份额、经营效率、业务多样性。这五个子因素将采用 7 分制进行评分，以“7”作为最高分，代表最低风险，“1”作为最低分，代表最高风险。

**表 2 经营状况评估指标及权重**

评价要素	评价指标	权重
经营状况	经营规模	30%
	产品、服务和技术	20%
	品牌形象和市场份额	15%
	经营效率	20%
	业务多样性	15%

中证鹏元将经营状况的每个子因素得分组合在一起，计算加权平均得分，然后通过表 3 将得分和经营状况等级进行映射。经营状况等级分为“优秀”、“非常强”、“强”、“中等”、“弱”、“相当弱”和“极其弱”。

**表 3 经营状况评分与等级转换表**

加权平均得分	经营状况等级
(6, 7]	优秀
(5, 6]	非常强
(4, 5]	强
(3, 4]	中等
(2, 3]	弱
(1.5, 2]	相当弱
[1, 1.5]	极其弱

### 1. 经营规模

中证鹏元认为，经营规模较大的企业通常拥有更强的竞争力、更高的市场认可度且更容易获得外部融资。在纺织服装行业中，企业规模大小在政府政策、行业竞争力、产品成本控制、议价能力、融资环境、技术水平等方面均会产生较大影响，纺织服装企业在规模上的优势往往能够提高企业的风险抵御能力，在宏观经济下行和行业周期性波动时依靠自身的资金储备、风险控制机制、获得政府支持能力、订单获取能力等方面的优势在一定程度上有利于抵御外部系统性风险。随着纺织服装行业的发展，行业内的企业更倾向于轻资产运营，特别是服装企业在逐步转型为渠道运营商，因此中证鹏元主要以营业收入指标来综合衡量纺织服装企业的规模。具体来说，我们考量受评企业近三年的营业收入均值。

**表 4 经营规模评分标准**

评分	近三年平均营业收入（亿元）
7	大于 200
6	(100, 200]
5	(25, 100]
4	(15, 25]
3	(10, 15]
2	(5, 10]
1	小于等于 5

### 2. 产品、服务和技术

纺织服装不同细分行业的受评主体在产品、服务和技术方面存在一定差异性，对于纺织制造企业而言，产品、服务和技术的领先优势主要体现在新产品研发、工艺流程、设备

水平等方面，在当前产业结构调整 and 升级的背景下，技术研发对于纺织制造企业保持或提升竞争力的作用将日趋重要，具备技术优势和新产品研发实力的企业产品附加值较高，盈利能力相对更强。对于服装、服饰及制鞋等企业，主要体现为产品设计能力，随着生活条件的改善，服装、服饰及鞋的消费日益表现出时尚性和潮流性的特点，消费者对款式、品质的要求越来越高，具备设计能力的企业往往更易适应市场潮流的走势，并赢得更高的市场认可度；此外，设计能力对建立品牌价值及获取经济附加值的重要性也日益显现。

考虑到上述差异性，中证鹏元在产品、服务和技术的具体评估过程中，将对这两类受评主体分开考察，对于纺织制造企业，主要关注其研发实力、技术优势等；对于服装、服饰及制鞋等企业，主要关注其设计能力及在行业发展潮流和趋势方面的领先优势等。

**表 5 产品、服务和技术评分标准**

评分	纺织制造企业	服装、服饰及制鞋等企业
7	拥有非常完善的纺织面料、材质等研发体系，公司是技术先锋，竞争对手在很长一段时间内无法缩小技术和质量差距	设计能力非常强，是行业发展潮流和趋势的引领者
6	拥有很完善的纺织面料、材质等研发体系，公司拥有比大多数竞争者更多的技术优势，竞争对手在短期内无法缩小技术和质量差距	设计能力很强，在符合行业发展潮流和趋势的一个或多个领域具备较强的竞争优势
5	拥有较为完善的纺织面料、材质等研发体系，公司在某些方面是技术创新者，在一个或多个领域具有一定的技术优势	设计能力较强，在符合行业发展潮流和趋势的一个或多个领域具有一定的竞争优势
4	具有一定的纺织面料、材质等研发体系，公司在某些方面是技术创新者，然而公司的技术领先并不明显，需要大量努力来维持其地位	设计能力尚可，能够及时跟进行业发展潮流和趋势
3	基本没有纺织面料、材质等研发体系，公司是技术跟随者	具有一定的设计能力，但对行业发展潮流和趋势的跟进速度较慢
2	生产设备及生产技术落后，在技术方面明显落后于同行	不具备设计能力，对行业发展潮流和趋势的跟进速度很慢
1	基本没有自产产能，公司使用了其他公司的技术，公司正日益落后于行业的技术发展，也没有希望跟上行业的发展	对产品不存在任何研发设计行为，设计、制造风格不能跟随市场做调整

### 3. 品牌形象和市场份额

中证鹏元认为，品牌形象和市场份额是衡量公司竞争力和市场地位的重要因素。拥有更好品牌形象和更高市场份额的企业，可能拥有更强大的定价能力、更有弹性的销售，并得到合作伙伴、地方政府和银行更好的认可，且在融资和业务扩张方面也更具优势。

对纺织服装企业而言，我们重点考察其市场知名度、市场份额，其产品的市场知名度越高，市场份额越大，相对同行业的领先优势越明显，竞争力也越强。同时，服装产品作

为大众消费品，产品同质性较强，消费者倾向于根据品牌的熟悉程度来决定购买行为，因此较强的品牌影响力有助于产品的推广和销售。

销售网络的覆盖面与产品市场份额有较高的相关性，其考察主要侧重于渠道的丰富程度，尤其对于服装企业而言，渠道运营能力还具体包括优质渠道的获取、销售终端数量等。

**表 6 品牌形象和市场份额评分标准**

评分	标准
7	市场知名度及品牌影响力非常高，在可预见的未来，市场份额非常大且很稳定，公司产品销售渠道或销售终端数量非常多
6	市场知名度及品牌影响力很高，在可预见的未来，拥有持续领先的市场份额和竞争优势，公司产品销售渠道或销售终端数量很多
5	市场知名度及品牌影响力较高，在市场份额方面为领导者之一，公司产品销售渠道或销售终端数量较多
4	中等的市场知名度及品牌影响力，在市场份额方面不是处于领先地位，而是一个密切的追随者，公司产品有一定数量的销售渠道或销售终端
3	市场知名度较低，市场份额较小；或者在行业的某一细分领域有一定的品牌认知度，公司产品销售渠道或销售终端数量较少
2	市场知名度很低，市场份额很小，公司产品销售渠道或销售终端数量很少
1	没有市场知名度，市场份额非常小，公司产品销售渠道或销售终端非常少，滞销风险较高

#### 4. 经营效率

纺织行业主要原材料包括棉花、化学纤维等，上游涉及种植、养殖行业和原油、化工行业等。原材料成本占纺织企业生产成本比重一般在 60%-80%，主要原材料价格波动幅度及长期趋势往往对企业生产成本产生相当程度的影响。由于纺织行业在产业链中处于弱势地位，对上下游议价能力较弱，对成本波动敏感度高，原材料价格的快速上升使其面临较大短期资金压力和成本控制压力，而价格下跌时则可能会面临存货跌价风险。因此原材料供应稳定性和保障程度是纺织企业成本控制的重要因素，原材料自给率较高的企业通常成本控制能力较强，一定程度上可提高生产经营的稳定性及抗风险能力，并保持相对稳定的信用质量。服装行业由于消费品属性更强，较纺织企业而言具备一定的成本转嫁能力，对于具有较强渠道优势的品牌运营商而言，产品存在较大提价空间，因而原材料成本压力也相对可控，并具有较为明显的成本优势。

国内纺织服装企业为了实现快速发展，对于经销商普遍采用赊销模式，近年行业总体需求放缓，销售终端的压力上升，加剧了应收账款的回款风险；需求放缓的压力通过产业链传导给上游的纺织企业，其存货水平亦出现上升，考虑到服装产品（尤其是女装类产品）

具有很强的时尚性和季节性，较高的存货水平导致服装企业存货减值风险增加。

因此，中证鹏元在评价纺织服装企业经营效率时，主要考察其在行业内的成本优势及应收账款、存货的管理能力。由于纺织和服装细分子行业的毛利率水平通常有所差异，因此在评估成本优势时，我们倾向于考量受评主体在细分子行业中的相对成本优势。

**表 7 经营效率评分标准**

评分	标准
7	公司在行业内具有极强的成本优势，拥有最强的应收账款及存货管理能力
6	公司在行业内具有较强的成本优势，拥有很强的应收账款及存货管理能力
5	公司的成本比行业平均水平略好，应收账款及存货管理能力略好于行业平均水平
4	公司的成本位于行业平均水平，应收账款及存货管理能力处于行业平均水平
3	公司的成本比行业平均水平要差，应收账款及存货管理能力低于行业平均水平
2	公司的成本比业内大多数同行都高，应收账款及存货管理能力较差
1	公司的成本是行业中最高的，应收账款及存货管理能力很差

## 5. 业务多样性

中证鹏元认为，多元化经营有利于扩大企业的生产经营范围和市场范围，充分发挥企业优势，充分利用企业的各种资源，分散风险，提高经营效益。与单一业务的企业相比，拥有更多不相关或低相关业务线的企业拥有更强的抵御特定行业衰退的能力，企业的信用风险更低。除业务线以外，对纺织服装行业受评主体业务多样性的考量还涉及产品多样性、区域多样性、客户及供应商多样性。

### （1）产品多样性

产品多样性关注的是企业所经营产品的类型及其关联性。纺织服装行业细分市场众多，如男装、女装、运动装、童装等各大类子行业因在产品用途、客户群体及季节性波动上存在较大差异，对宏观经济的敏感性有所不同，各细分行业供需状况也存在差别。多产品经营企业在经济低迷时期可以更灵活调整业务结构，有效规避单一产品需求下降的风险，有助于平抑收入波动，降低企业经营风险。

### （2）地域多样性

在地域多样性方面，我们首先考察生产区域多样性，即纺织服装企业生产基地的多样性，由于各区域在资源禀赋方面存在一定差异，生产区域多样性能够在一定程度上规避因单一区域资源禀赋劣势及发生不利事件对企业生产经营产生的风险。企业根据战略发展需要，合理的选择建立生产基地，充分利用生产基地的资源禀赋优势，则有利于企业的长足

发展。中证鹏元在评价受评主体生产区域多样性时，主要关注受评主体是否在多个地区建立了生产基地、生产基地的资源禀赋情况。此外我们也考察受评主体销售区域、采购区域的多样性。若销售区域、采购区域过于集中，则也会对企业经营的稳定性造成一定影响。

### （3）客户多样性

客户广泛性及稳定性直接影响到纺织服装企业经营稳定性。中证鹏元对客户多样性的考虑因素主要包括客户数量，公司对单个客户的依赖程度以及重要客户的稳定性。客户需求长期相对稳定，可以保障产品销售的实现，但若企业销售集中度很高，单一客户的流失或需求的下滑将给企业销售造成很大压力。

### （4）供应商多样性

原材料供应的稳定性和保障程度是纺织服装企业持续经营的基本条件。原材料外部采购越分散且主要供应商越稳定，企业经营风险相对越小。

**表 8 业务多样性评分标准**

评分	标准
7	至少有三个明确定义的不相关或低相关的业务线，地域多样性、产品多样性、客户多样性和供应商多样性都是完全实现的
6	至少有两个明确定义的不相关或低相关的业务线，地域多样性、产品多样性、客户多样性和供应商多样性都是完全实现的
5	业务多样性、地域多样性、产品多样性、客户多样性和供应商多样性，实现了四种类型的多样性
4	业务多样性、地域多样性、产品多样性、客户多样性、供应商多样性，实现了三种类型的多样性
3	业务多样性、地域多样性、产品多样性、客户多样性、供应商多样性，实现了两种类型的多样性
2	业务多样性、地域多样性、产品多样性、客户多样性、供应商多样性，实现了一种类型的多样性
1	业务多样性、地域多样性、产品多样性、客户多样性、供应商多样性，没有一个多样性是实现的

## 五、财务状况评估

在评估纺织服装企业财务状况时，我们的评估思路与工商企业通用评级方法论一致，详见中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型。

## 六、调整因素

对于调整因素的考量，详见中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型。

## 七、个体信用状况

指示性信用评分和个体信用状况评估都不是评级，它们只是纺织服装企业信用评级的组成部分。在评分符号上，指示性信用评分和个体信用状况都以“aaa”到“c”的符号序列表示，这与信用等级“AAA”与“C”的符号序列相对应。我们使用小写字母表示，以表明它们仅作为评级的组成部分，而不是评级。

个体信用状况是在没有考虑来自外部各方的特殊支持的情况下，中证鹏元对纺织服装企业自身信用状况的看法，需注意的是，个体信用状况已考虑来自外部各方的系统性和经常性支持。

## 八、外部特殊支持

外部特殊支持是指企业面临债务困难时，其可能受到的来自于债务人和债权人之外的第三方提供的临时性、特定性的支持。中证鹏元认为，在纺织服装企业发生流动性危机的情况下，其可能获得来自于控股股东/实际控制人、相关政府的特殊支持。外部特殊支持是一种前瞻性的预判，其可能随着支持方提供支持意愿和能力的变化而发生改变。外部特殊支持的方式有多种，比如资金救助、任何推动与债权人的谈判或帮助企业争取临时性融资的行动等。

我们通过评估支持方（政府/股东）提供支持的意愿和能力来分析潜在的特殊支持。具体的评估方法和标准参见《外部特殊支持评价方法和模型》。

外部特殊支持可以在个体信用状况的基础上提升一个甚至多个等级，进而得到纺织服装企业的主体信用评级。

## 九、债券评级

债券评级是在纺织服装企业主体信用评级的基础上，结合增信措施及条款的设置，对其偿还安全性进行的综合分析。

增信分析是确定债券级别的关键环节，有效的增信措施可以在受评主体信用等级的基础上提升债券的级别。典型的增信方式包括第三方保证担保、资产抵/质押担保、分层等。

债券的条款设置也会影响其本息偿还，中证鹏元重点关注本息偿还计划以及影响债务偿还的相关条款，如回售条款、清偿顺序条款等。

此外，中证鹏元对于短期债务的评级，以受评主体长期信用为基础，并特别关注对受评主体短期流动性的分析。

## 十、本评级方法和模型的局限性

1. 本评级方法和模型的分析基础是纺织服装企业的历史经营、财务风险状况与外部环境信息，虽然它们可以为偿债能力的判断提供有价值的线索，但并不等同于未来的实际状况。纺织服装企业的发展及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法和模型对纺织服装企业信用风险的评估结果不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

2. 本评级方法和模型对指标的选取存在人为因素，可能无法全面、准确反映信用风险，中证鹏元将定期或不定期审查本评级方法和模型，适时修订。

### 版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com) 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。