



# 棉花月度专题（18M07）

## 去库提速支撑中期棉价，价差收窄内棉优势回升

长江证券纺织服装研究小组

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

淡季因素叠加短期供给充裕，内棉短期承压稳中略降

去库提速叠加贸易摩擦不确定因素，外棉波动加剧

内外棉价差收窄，利好内棉需求提升

长端去库加速，支撑全球棉价中期走强

美加征关税冲击有限，布局海外产能的纺企优势强化

CONTENTS



# 核心结论

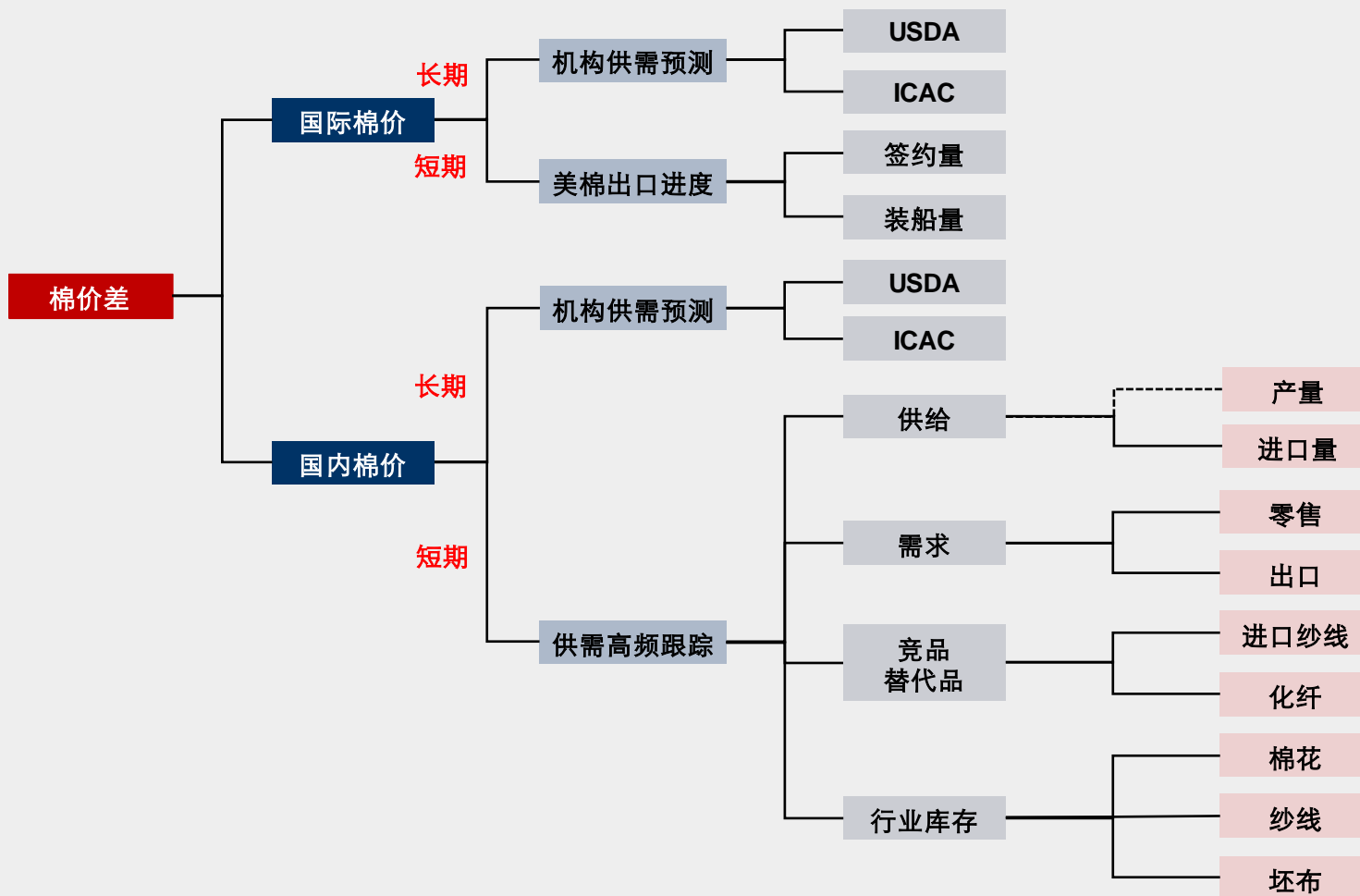
近期内棉稳中有降，外棉波动加剧，棉价差有所收窄。6月中旬以来，受纺织业生产步入淡季叠加增发滑准税进口配额影响，国内棉价有所回落；中美贸易摩擦潜在升级及全球棉花供需偏紧等多空因素加剧外棉价格波动。我们认为，淡季因素叠加充裕供给，内棉短期大涨基础较弱，中期去库叠加棉价差收窄背景下内棉优势凸显，随着9、10月生产旺季来临内棉价格有望回升；中国去库背景下，应季棉花供给缺口扩大加速中国以外地区库存去化，支撑外棉中期走强。

- **内棉稳中有降，外棉波动加剧，棉价差有所收窄。**国内方面，受纺织业生产步入淡季叠加增发滑准税进口配额影响，纺企多持谨慎观望态度、棉花采购进度放缓，国内棉价有所回落；国际方面，中国增发进口配额、中美贸易摩擦升级及美棉旱情加剧致USDA大幅调减2018/19年美棉产量及全球库存等多空因素交织，国际棉价波动加剧。截至7月24日，国内棉花价格较上月下跌178元/吨至16175元/吨，1%关税配额港口提货价较上月同期上涨474元/吨至15719元/吨，国内外棉价差较上月同期收窄652元/吨至456元/吨。
- **国内方面，淡季因素叠加充裕供给，内棉短期大涨基础较弱；中期去库叠加棉价差收窄背景下，内棉优势凸显，随着9、10月生产旺季来临内棉价格有望回升。**6月棉花工/商业库存分别为226万吨/83万吨，仍处相对高位。中期来看，受前期新疆气象灾害主导，预计2018/19年中国棉花产量586万吨，同比下滑4.3%；截至7月24日，本年度储备棉累计轮出168万吨，成交率60%，若按此成交率推算，本年度轮出储备棉总量约220万吨，国储棉或下滑至300万吨以内。国内低线消费崛起对国内终端零售形成有力支撑；外需复苏背景下，间接出口至东南亚的份额提升支撑纺织品出口走强，内需稳增长叠加外需回暖，预计需求端表现仍旧较优。7月，USDA/ICAC预计2018/19年中国库存消费比为67.17%/79.20%，较上年下降24.77pct/26.00pct，较6月预测值下调12.64pct/0.16pct。中期去库背景下，棉价差收窄、内棉价格优势增强，随着9、10月生产旺季来临内棉价格有望回升。
- **国际方面，多重因素强化棉价上涨预期，贸易摩擦潜在升级增强短期不确定性；长端去库延续，后市棉价预期乐观。**美国出口延续火爆、中美棉花主产区气象灾害及中国增发进口配额等因素进一步强化美棉上涨预期，中美贸易摩擦持续升级增强短期棉价不确定性。7月，受中国棉花消费量预增及气象灾害致美棉产量预减主导，USDA下调2018/19年度全球棉花库存消费比4.91pct至61.31%，较上年同期下降8.19pct；ICAC预估2018/19年全球库存消费比为68.62%，较上年同期下降3.78pct。全球应季棉花供需矛盾加剧，去库延续支撑中期棉价走强。
- **美国对中国出口纺织服装产品加征关税影响有限，具备海外产能布局的纺企优势扩大。**7月10日美国公布对额外2000亿美元中国输美产品加征10%关税的清单，其中纺织服装产品主要包括HS分类下的50章至60章、65章及71章部分内容。17年，中国出口上述产品至美国的规模达到60.6亿美元，占中国对应出口量的6.5%，占美国对应品类进口量的31.7%。加征10%关税所涉品类多为纺织中间品且占直接出口比重较低，对出口型纺企影响有限。

- **风险提示：1、贸易摩擦蔓延至成衣领域或致国内用棉需求下降；2、气象灾害导致棉花产量预减的风险；3、国内棉花收储及补贴政策调整的风险。**



# 棉花月报跟踪框架



注：“产量”无高频数据更新

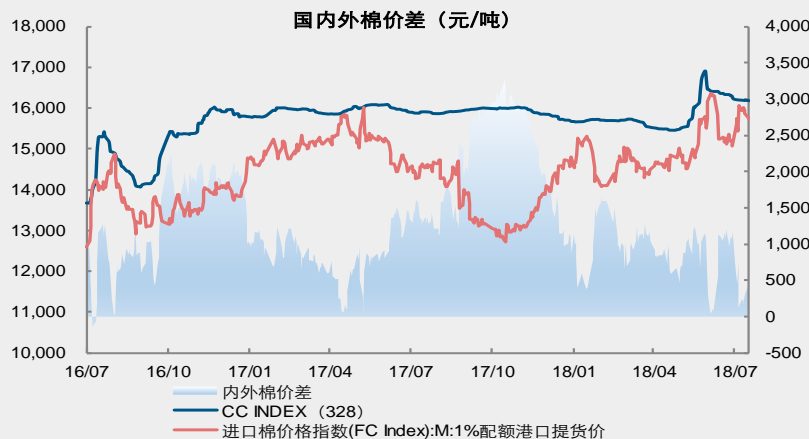


# 国内外棉价差跟踪

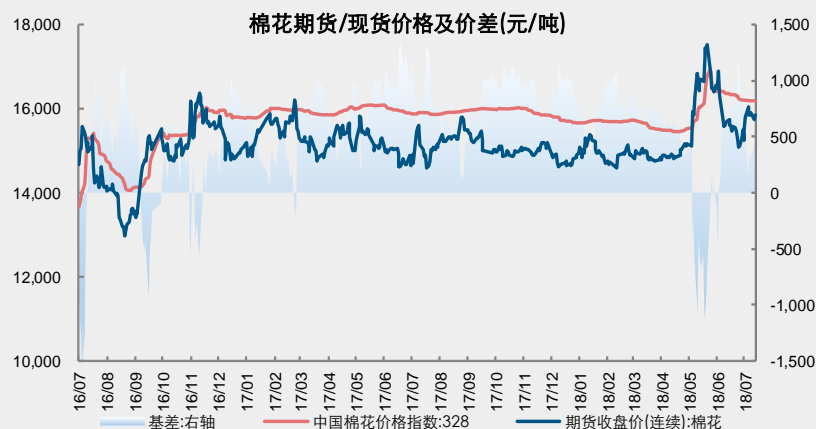
□ **内棉稳中有降，外棉波动加剧，棉价差有所收窄。** 国内方面，受纺织业生产步入淡季叠加增发滑准税进口配额影响，纺企多持谨慎观望态度、棉花采购进度放缓，国内棉价有所回落；国际方面，中国增发进口配额、中美贸易摩擦升级及美棉旱情加剧致USDA大幅调减2018/19年美棉产量及全球库存等多空因素交织，国际棉价波动加剧。截至7月24日，国内棉花价格较上月下跌178元/吨至16175元/吨，1%关税配额港口提货价较上月同期上涨474元/吨至15719元/吨，国内外棉价差较上月同期收窄652元/吨至456元/吨。

□ **郑棉主力震荡走高，期货合约延续远月升水。** 6月中旬以来，中美贸易摩擦升级致郑棉震荡继续下行，而在市场逐步消化美国对我国纺织品服装加征关税的担忧的背景下，7月12日USDA最新报告预计2018/19年供需矛盾加剧，郑棉有所反弹。截至7月24日，郑棉主力合约收盘价为15850元/吨，较上月上涨155元/吨，基差325元/吨，现货升水。郑棉1809/郑棉1811/郑棉1901收盘价分别为15850/16230/16700元/吨，期货合约延续远月升水状态、后市棉价预期乐观。

图：国内外棉价差为456元/吨，较上月收窄652元/吨



图：郑棉收盘价15850元/吨，基差325元/吨



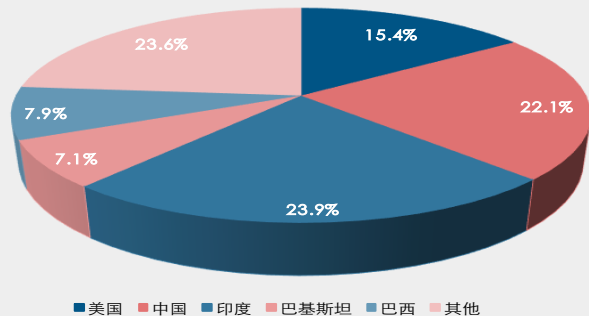
资料来源：Wind，长江证券研究所（以上数据截至2018年7月24日，可比值为上月同期）



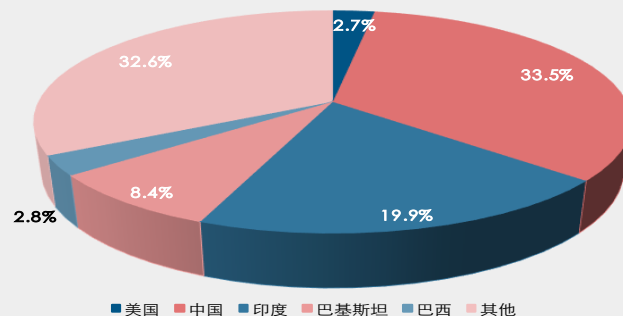
# 国际棉价中长期影响因素：国际棉花供需格局

□ **美国为全球棉花主要供给力量。**2018/19年度，全球棉花主产国依次为印度(23.9%/+0.2pct)、中国(22.1%/+0.1pct)、美国(15.4%/-0.8pct)；主要消费国依次为中国(33.5%/+0.4pct)、印度19.9%/-0.2pct)、巴基斯坦(8.4%/持平)；主要出口国依次为美国(36.4%/-1.3pct)、印度(10.4%/+0.1pct)、巴西(13.1%/+1.2pct)；主要进口国为中国(17.0%/持平)、巴基斯坦(5.6%/+0.2pct)。

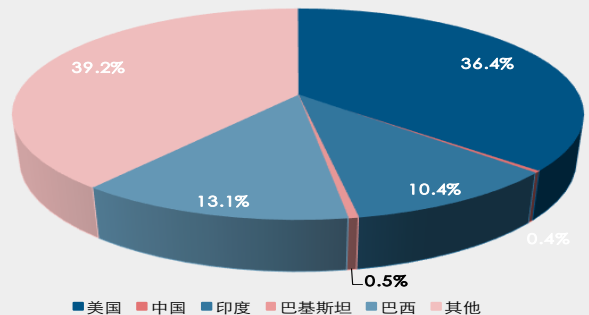
图：全球主产棉国棉花产量占比 ( USDA-201807 )



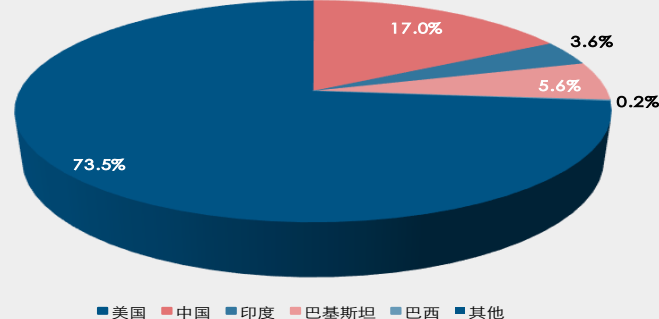
图：全球主要棉花消费国消费量占比 ( USDA-201807 )



图：全球主要棉花出口国出口量占比 ( USDA-201807 )



图：全球主要棉花进口国进口量占比 ( USDA-201807 )



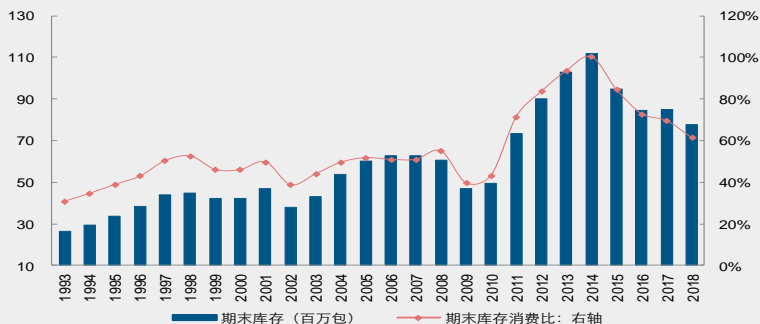
资料来源：USDA棉花月报（7月），长江证券研究所（1包=480磅=0.217724吨，括号中为占比及较上一期预测值变动值）



# 国际棉价中长期影响因素：全球供需预测

□应季棉花供需矛盾加剧，支撑中期全球棉价走强。受中国棉花消费量预增及气象灾害致美棉产量预减主导，7月USDA上调2018/19年全球消费量34.8万吨至2764万吨，同时下调全球棉花产量6.3万吨至2615万吨。应季棉花供给矛盾进一步加剧，库存消费比较前期预测下降4.91pct至61.31%，较上年下降8.19pct；ICAC预估2018/19年全球库存消费比为68.62%，较上年下降3.78pct。应季棉花供需缺口扩大加速全球棉花去库，支撑中期棉价走强。

图：2018/19年度全球库存消费比降至61.31% (USDA)



图：2018/19年度全球库存消费比降至68.62% (ICAC)



表：全球棉花供需平衡表 (USDA-201807) (单位:千吨)

市场年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19		变动
					6月预测值	7月预测值	
期初库存	22,426	24,005	20,352	18,363	19,205	18,497	-708
产量	25,957	20,936	23,216	26,931	26,214	26,151	-63
国内消费量	24,436	24,657	25,215	26,613	27,293	27,641	348
进口量	7,852	7,718	8,199	8,741	8,939	8,978	39
出口量	7,725	7,592	8,143	8,860	8,943	8,979	36
期末库存	24,005	20,352	18,363	18,497	18,076	16,948	-1,128
库存消费比	98.24%	82.54%	72.83%	69.50%	66.23%	61.31%	-4.91pct

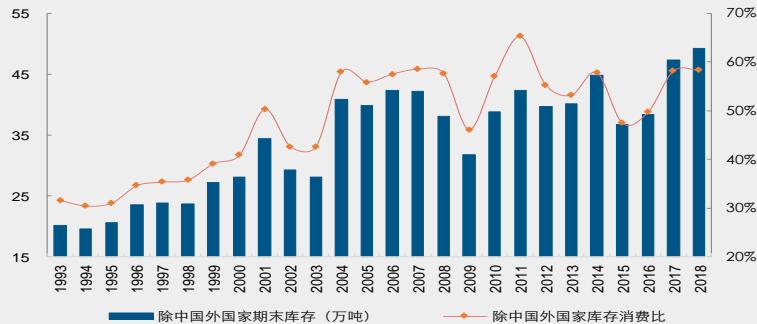
资料来源：USDA，长江证券研究所 (1包=480磅=0.217724吨)



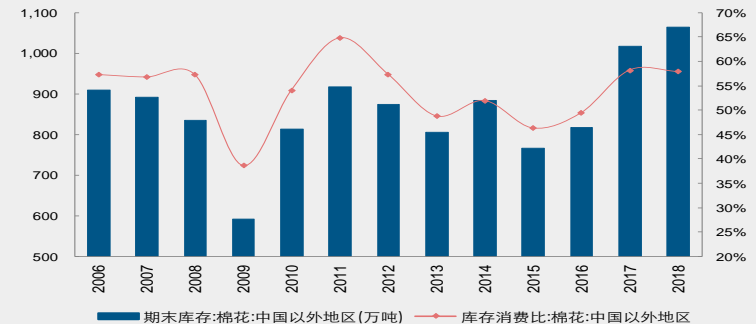
# 国际棉价中长期影响因素：全球供需预测

□2018/19年度中国以外地区期末库消比增幅收窄，国际棉价上涨基础进一步夯实。受巴基斯坦、孟加拉国等国消费量预增及美国产量预减主导，7月USDA预估2018/19年除中国以外地区库消比为58.37%，同比微增0.19pct，较6月预测值降低1.14pct；而ICAC预估2018/19年除中国以外地区库消比为57.89%，同比下降0.28pct。

图：2018/19年中国以外地区库消比为58.37% (USDA)



图：2018/19年中国以外地区库消比为57.89% (ICAC)



表：中国以外地区棉花供需平衡表 (USDA-201807) (单位:千吨)

市场年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19		
					6月预测值	7月预测值	变动
期初库存	8,773	9,544	8,007	8,365	10,241	10,290	49
产量	19,425	16,146	18,263	20,944	20,444	20,381	-63
国内消费量	16,924	16,819	16,833	17,686	18,257	18,388	131
进口量	6,048	6,759	7,103	7,565	7,415	7,454	39
出口量	7,710	7,564	8,130	8,849	8,932	8,968	36
期末库存	9,544	8,007	8,365	10,290	10,865	10,733	-132
库存消费比	56.39%	47.61%	49.69%	58.18%	59.51%	58.37%	-1.14pct

资料来源：USDA，长江证券研究所 (1包=480磅=0.217724吨)

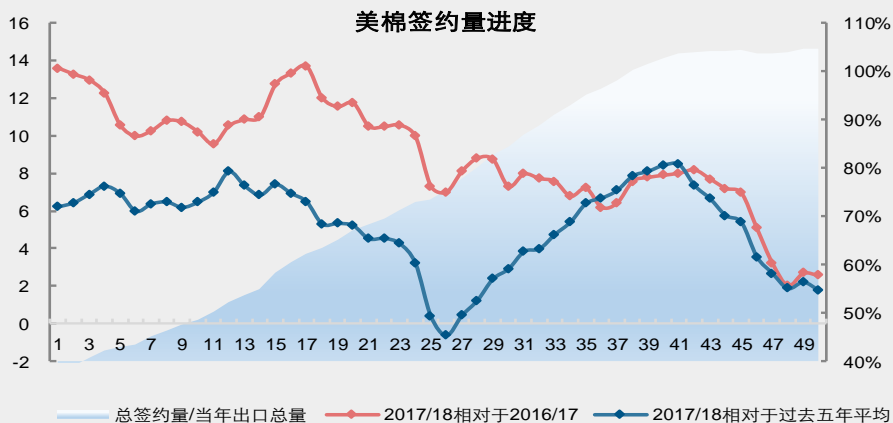


# 国际棉价短期影响因素：美棉出口进度

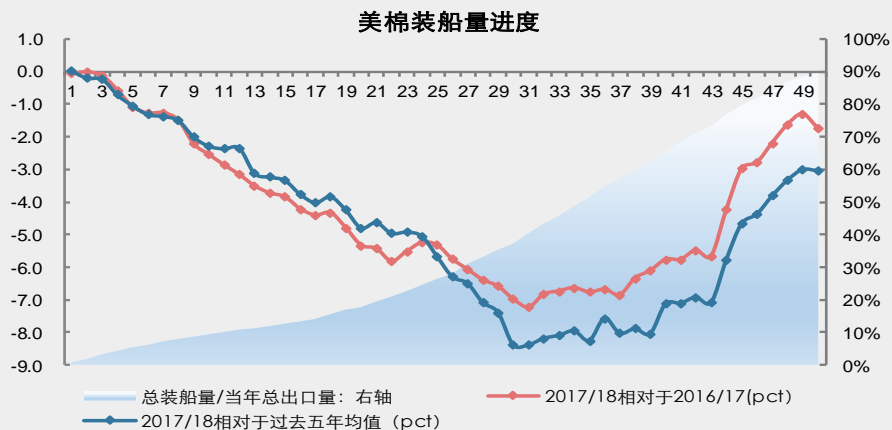
□ **棉花需求向好，美棉出口签约进度维持高位。** 全球棉花需求向好，美棉作为全球棉花贸易的主要供给力量，出口维持火爆。截至7月12日，2017/18年度美棉总签约量占预计当年出口总额104.68%，维持高位。

□ **装船进度超过九成，印证现期棉花需求向好。** 截至7月12日，2017/18年度美棉总装船量占预计当年出口总额90.05%，分别低于2016/17年度和过去5年均值1.73pct和3.03pct，差额较上月显著收窄，印证现期棉花需求向好。

图：截至第50周，美棉总签约量占预计全年出口总额104.68%



图：截至第50周，美棉总装船量占预计全年出口总额90.05%



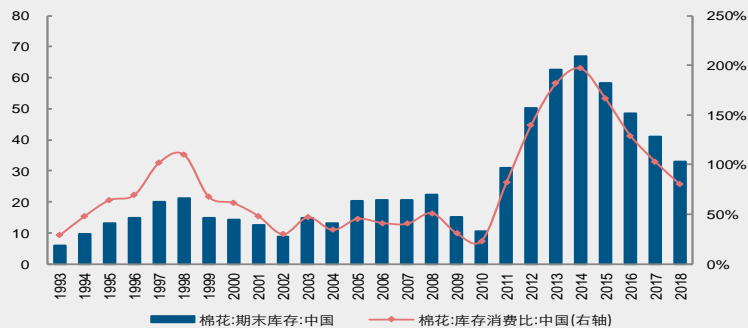
资料来源：Wind，USDA，长江证券研究所（美棉市场年度第50周，截至7月12日）



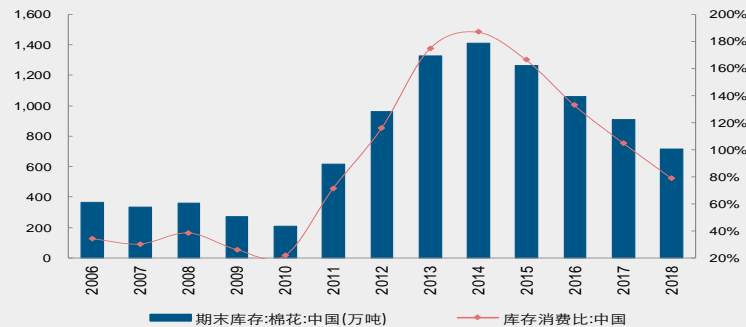
# 国内棉价中长期影响因素：供需预测

2018/19年度国内棉花消费量预增致应季棉花供给缺口扩大，去库延续支撑中期棉价上涨。7月，USDA上调2018/19年中国棉花消费量21.7万吨至925万吨；下调期初库存75.7万吨至821万吨，同时下调2018/19年中国库存消费比12.64pct至67.17%，较去年同期下降24.77pct；ICAC下调2018/19年中国库存消费比0.16pct至79.20%，较上年同期下降26.00pct。

图：2018/19年度中国库存消费比降至67.17% (USDA)



图：2018/19年度中国库存消费比维持79.20% (ICAC)



表：中国棉花供需平衡表 (USDA-201807) (单位：千吨)

市场年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19		
					6月预测值	7月预测值	变动
期初库存	13,653	14,461	12,345	9,998	8,964	8,207	-757
产量	6,532	4,790	4,953	5,987	5,770	5,770	0
国内消费量	7,512	7,838	8,382	8,927	9,036	9,253	217
进口量	1,804	959	1,096	1,176	1,524	1,524	0
出口量	15	28	13	11	11	11	0
期末库存	14,461	12,345	9,998	8,207	7,211	6,215	-996
库存消费比	192.51%	157.50%	119.28%	91.93%	79.80%	67.17%	-12.64pct

资料来源：USDA，长江证券研究所 (1包=480磅=0.217724吨)



# 国内棉价中长期影响因素：供需预测

□**预计2018/19年度国内棉花种植面积及单产双降，影响总产量下滑4.3%**。根据国家棉花市场监测系统数据，截至6月底，全国大部分棉区棉花长势较好，受新疆部分地区前期受灾进行补种等因素影响，预计规模采摘时间正常或有所延迟。若后期天气正常，预计2018年全国新棉种植面积4900万亩，同比降低1.6%，单产119.7公斤/亩，同比降低2.7%，总产量586.4万吨，同比下降4.3%；其中，新疆新棉种植面积3457万亩，同比增长2.2%，单产138.9公斤/亩，同比降低6.3%，总产量480.0万吨，同比降低4.2%。

图：2018年中国棉花产量预测表（2018年6月）

地区	面积（万亩）		单产（公斤/亩）		总产量（万吨）	
	今年	同比	预计	同比	预计	同比
<b>全国</b>	<b>4,900.1</b>	<b>-1.6%</b>	<b>119.7</b>	<b>-2.7%</b>	<b>586.4</b>	<b>-4.3%</b>
<b>黄河流域</b>	<b>824.4</b>	<b>-8.3%</b>	<b>79.9</b>	<b>1.8%</b>	<b>65.8</b>	<b>-6.7%</b>
山东	379.0	-6.8%	80.2	5.2%	30.4	-2.0%
河南	79.4	-11.5%	72.7	7.0%	5.8	-5.3%
河北	300.3	-8.8%	81.5	-3.4%	24.5	-11.9%
陕西	19.0	-5.7%	75.7	0.4%	1.4	-5.3%
山西	18.0	-6.9%	78.2	2.9%	1.4	-4.2%
天津	28.7	-15.9%	82.7	4.1%	2.4	-12.5%
<b>长江流域</b>	<b>537.3</b>	<b>-12.3%</b>	<b>63.4</b>	<b>14.1%</b>	<b>34.1</b>	<b>0.1%</b>
湖北	199.4	-13.6%	58.3	22.5%	11.6	5.8%
安徽	164.3	-10.1%	63.6	13.7%	10.5	2.3%
江苏	35.9	-10.8%	72.6	0.0%	2.6	-10.8%
湖南	84.7	-13.6%	66.0	21.7%	5.6	5.2%
江西	52.9	-13.1%	71.4	-5.1%	3.8	-17.5%
<b>西北内陆</b>	<b>3,490.9</b>	<b>2.2%</b>	<b>138.6</b>	<b>-6.3%</b>	<b>483.7</b>	<b>-4.2%</b>
甘肃	33.9	-5.7%	107.4	2.1%	3.6	-3.7%
<b>新疆</b>	<b>3,457.0</b>	<b>2.2%</b>	<b>138.9</b>	<b>-6.3%</b>	<b>480.0</b>	<b>-4.2%</b>
其他	47.5	-7.7%	60.0	1.7%	2.8	-6.2%

资料来源：国家棉花市场监测系统，长江证券研究所

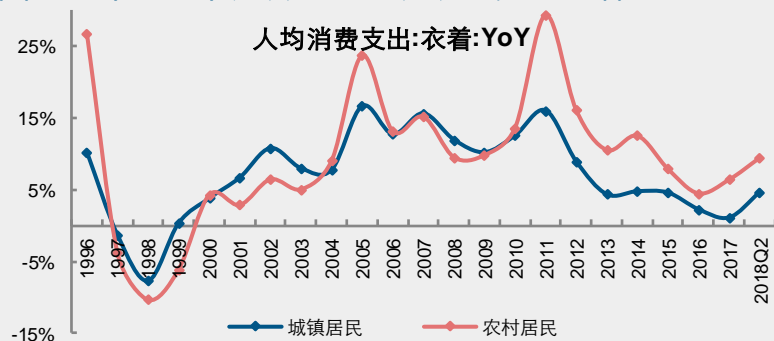


# 国内棉价短期影响因素：需求

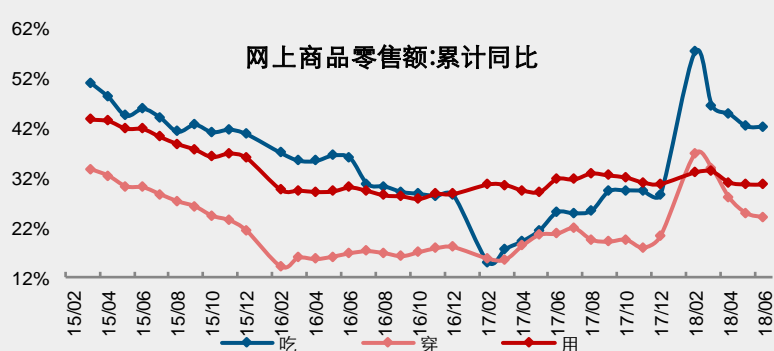
□终端零售改善持续，纺织品出口维持强势。2018年上半年城镇/农村居民人均年度衣着消费支出同增4.6%/9.4%，服装消费支出增速回升。6月，限上企业零售额服装鞋帽、针、纺织品零售总额当月同增10.0%（环比+3.4pct），累计同增9.2%（环比+0.1pct）。

□吃/穿/用商品网上零售额累计同增为42.3%/24.1%/30.7%（环比-0.1pct/-0.8pct/持平）。同期纺织品/服装出口累计同比+10.20%(+7.1pct)/-2.10%(-3.5pct)，纺织品出口维持强势。中期来看，国内低线消费崛起对国内终端零售形成有力支撑；外需复苏背景下，间接出口至东南亚的份额提升支撑纺织品出口走强。

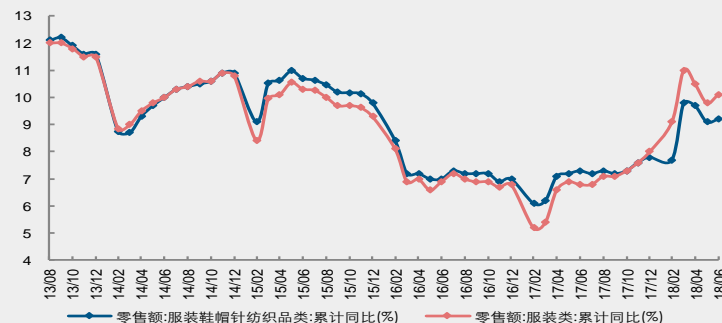
图：18年上半年城镇/农村居民衣着支出同增4.6%/9.4%



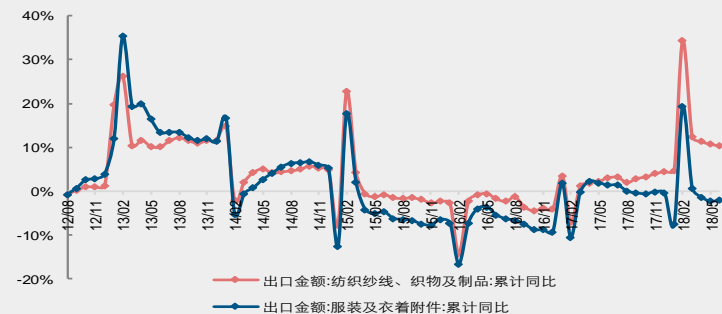
图：6月，吃/穿/用累计同增42.3%/24.1%/30.7%



图：6月服装鞋帽针织纺织品类零售额累计同增9.2%



图：6月纺织品/服装出口累计同比10.2%/-2.1%



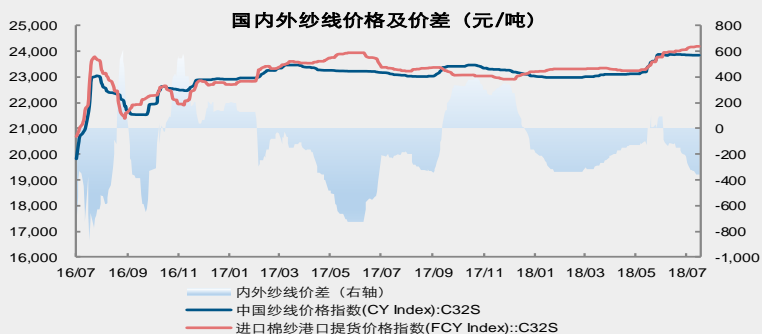
资料来源：Wind，长江证券研究所（若未特别注明，文字部分括号中较上年同期同比的变动值）



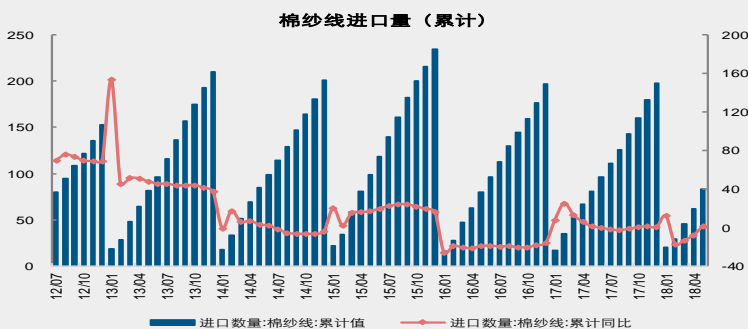
# 国内棉价短期影响因素：竞品及替代品

- 6月纱线进口量环比有所回落，后期或进一步下滑。在国内外纱线价差持续扩大、国内纱线价格竞争力回升的背景下，6月棉纱进口量为21万吨，环比有所回落但仍处历史高位。截至7月24日，国内纱价较上月同期下跌30元/吨至23830元/吨，国内外纱线价差较上月扩大279元/吨至-426元/吨，预计在国内外纱线价差进一步扩大、国内纱线优势凸显的背景下，后期纱线进口量或进一步下滑。
- 棉价急涨背景下棉花价格与涤纶价格价差略有收窄，利好棉花替代性需求。

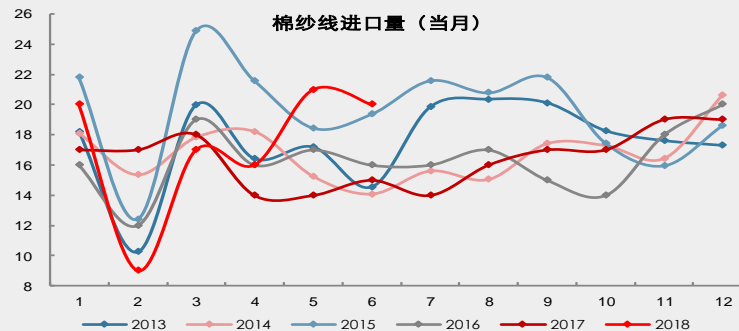
图：7月24日棉纱线价差-426元/吨，较上月扩大279元/吨



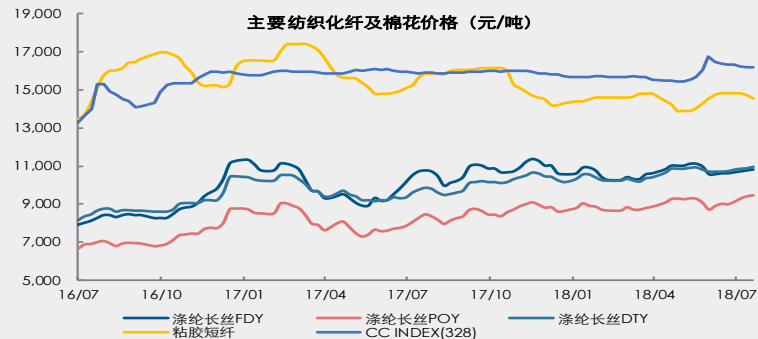
图：6月棉纱线累计进口102万吨，同比上升6.25%



图：6月当月棉纱进口20万吨，环比有所回落



图：近期棉花与涤纶价差略有收窄



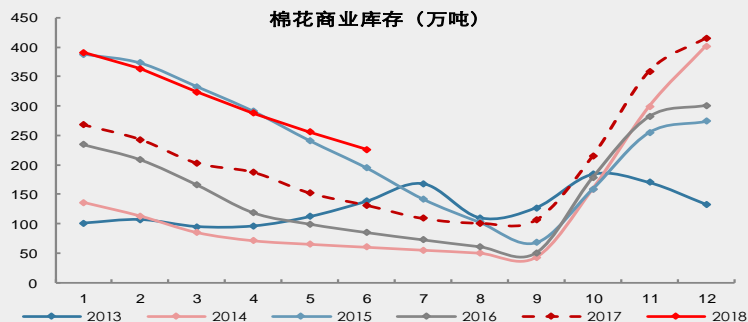
资料来源：Wind，长江证券研究所



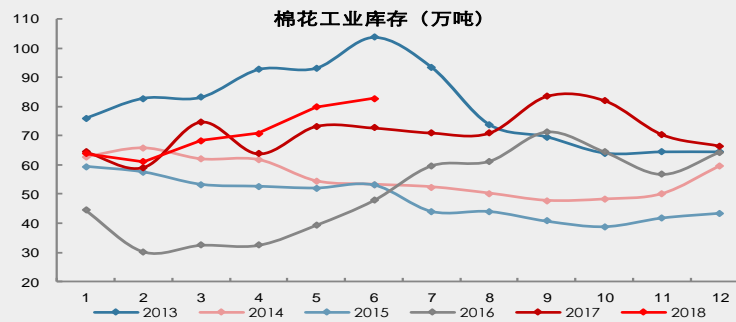
# 国内棉价短期影响因素：产业链库存

□ **生产淡季叠加供应充足，生产企业备棉积极性减弱。**6月，棉花商业库存226万吨、环比降低30万吨；工业库存83万吨、环比提升3万吨；纱线库存20天、环比降低2天；坯布库存23天、与上月基本持平。其中，棉花商业库存、纱线库存加速去化印证下游需求向好；工业库存环比增幅较上月的10万吨显著收窄，主要系纺企生产逐渐步入淡季，在禁止贸易商拍储以及增发80万吨滑准税临时进口配额的基础上，市场供给充裕，纺企备货积极性较上月减弱。

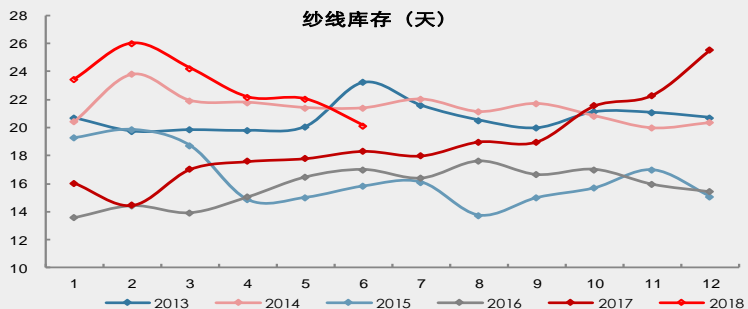
图：6月棉花商业库存226万吨、环比降低30万吨



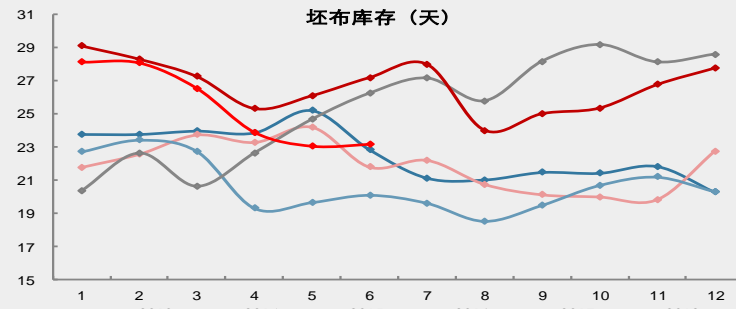
图：6月棉花工业库存83万吨、环比提升3万吨



图：6月纱线库存20天、环比降低2天



图：6月坯布库存23天、与上月基本持平



资料来源：Wind，长江证券研究所

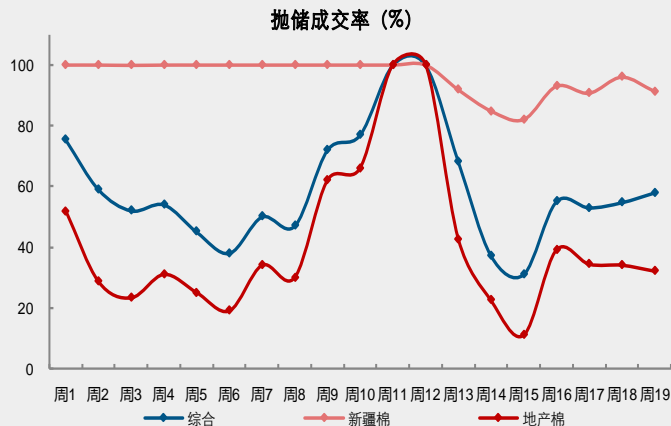


# 轮储表现趋稳，优质棉再受追捧

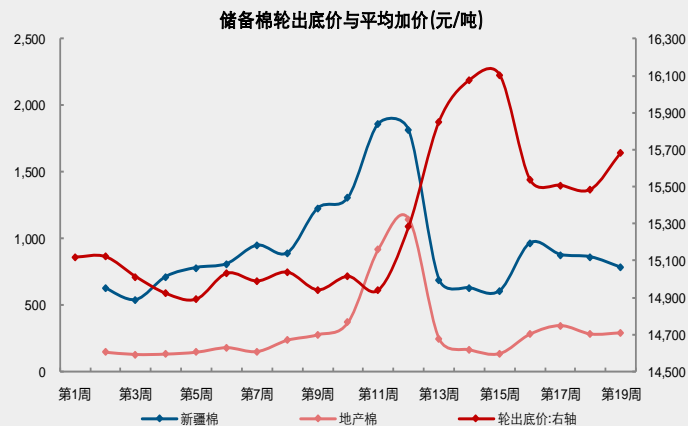
## 轮储表现趋稳，优质棉再受追捧

6月中旬国内外棉价大幅下跌，在国内外棉价联动定价的基础上，第16周（6月25日至6月29日）轮出底价大幅下行，后期受人民币贬值影响，轮出底价有所回升；平均加价回归至5月中旬棉价急涨前的水平并逐步平稳，市场情绪趋于理性。第16-19周，新疆棉成交均价、成交率分别稳定在15100元/吨、93%左右，地产棉成交均价、成交率分别稳定在14300元/吨、33%左右，且较为优质的新疆棉成交率呈现上行趋势。截至7月24日，本年度储备棉轮出累计成交168.14万吨，成交率60%，若按此成交率推算，预本年度轮出储备棉总量达220万吨左右，国储棉或下滑至300万吨以内。

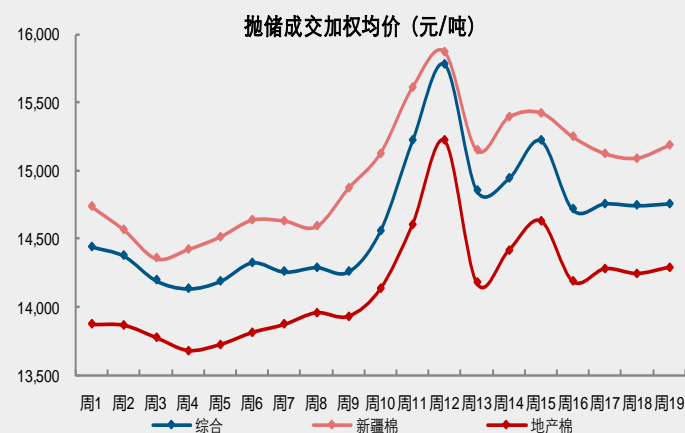
图：第15-19周国储棉轮储成交率相对平稳



图：第15-19周国储棉抛储平均加价有所回升



图：第15-19周国储棉抛储成交均价逐渐平稳



资料来源：中国棉花交易网，长江证券研究所

(本周储备棉轮出销售底价(折标准级3128B)=上一周国内市场棉花现货价格指数算术平均值×权重50%+上一周国际市场棉花现货价格指数算术平均值×权重50%，其中：1) 国内市场棉花现货价格指数=[中国棉花价格指数(3128B品种)+国家棉花价格指数(3128B品种)]÷2；2) 国际市场棉花现货价格指数=考特鲁克A指数(折美元/吨)×汇率×(1+关税1%)×(1+增值税13%)；3) 汇率参照海关征税方式，采用上一个月第三个星期三(如逢法定节假日，则顺延采用第四个星期三)中国人民银行公布的外币对人民币的基准汇率。)



# 贸易摩擦升级，具备海外产能布局的纺企优势扩大

继7月6日中国正式对美棉加征25%关税后，7月10日美国贸易代表办公室公布对额外2000亿美元中国输美产品加征10%关税的清单，其中纺织服装产品税号达1000余个，涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品，主要包括HS分类下的50章至60章、65章及71章部分内容。17年，中国出口上述产品至美国的规模达到60.6亿美元，占中国对应出口量的6.5%，占美国对应品类进口量的31.7%。

表：美国拟加征关税产品出口额及占比

品类	中国出口至美国（亿美元）			美国进口自中国占比			中国出口到美国占比		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
50章蚕丝	0.30	0.29	0.27	25.00%	28.20%	32.18%	2.38%	2.51%	2.44%
51章羊毛、动物细毛或粗毛;马毛纱线及其机织物	0.38	0.31	0.41	11.40%	10.97%	14.81%	1.65%	1.44%	2.03%
52章棉花	3.52	2.62	2.78	31.87%	27.03%	29.54%	2.23%	1.75%	1.84%
53章其他植物纺织纤维;纸纱线及其机织物	0.43	0.35	0.29	16.19%	14.68%	12.36%	2.74%	3.33%	2.77%
54章化学纤维长丝	5.75	5.58	6.60	23.75%	25.27%	30.44%	3.51%	3.37%	3.67%
55章化学纤维短纤	5.26	4.84	4.59	25.82%	27.21%	26.41%	4.07%	4.00%	3.81%
56章絮胎、毡呢及无纺织物;线绳索缆及其制品	6.65	6.20	6.79	29.82%	28.64%	30.51%	13.69%	12.65%	13.34%
57章地毯及纺织材料的其他铺地制品	5.22	5.30	5.94	19.68%	18.93%	20.44%	19.84%	20.99%	21.93%
58章特种机织物;簇绒织物;花边;装饰毯;装饰带;刺绣品	4.10	3.70	3.69	50.33%	47.81%	48.20%	8.54%	8.26%	7.78%
59章浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物;工业用纺织制品	5.36	5.71	6.34	21.35%	22.24%	23.81%	7.52%	8.28%	8.56%
60章针织物及钩编织物	7.36	7.20	6.37	64.64%	62.12%	60.77%	5.03%	4.99%	3.86%
65章帽类及其零件	12.82	12.05	12.14	51.83%	48.56%	48.66%	26.79%	27.36%	27.80%
70.19玻璃纤维(包括玻璃棉)及其制品(例如, 玻璃纤维纱线及其织物)	3.21	3.27	3.85	23.30%	22.95%	27.51%	15.05%	15.38%	16.43%
<b>合计</b>	<b>60.36</b>	<b>57.42</b>	<b>60.06</b>	<b>30.99%</b>	<b>30.30%</b>	<b>31.70%</b>	<b>6.62%</b>	<b>6.54%</b>	<b>6.49%</b>
61章针织或钩编的服装及衣着附件	175.73	160.95	160.23	36.22%	34.08%	35.00%	20.97%	21.63%	22.26%
62章非针织或非钩编的服装及衣着附件	151.36	143.20	140.82	37.30%	35.82%	37.22%	19.30%	19.87%	19.13%
63章其他纺织制成品;成套物品;旧衣着及旧纺织品;碎织物	76.67	75.38	80.14	51.42%	50.94%	51.84%	28.47%	29.54%	30.28%
<b>合计</b>	<b>403.76</b>	<b>379.53</b>	<b>381.19</b>	<b>38.82%</b>	<b>37.21%</b>	<b>38.47%</b>	<b>21.35%</b>	<b>22.07%</b>	<b>22.16%</b>

资料来源：Trademap，长江证券研究所



# 贸易摩擦升级，具备海外产能布局的纺企优势扩大

加征10%关税所涉品类多为纺织中间品且占中国出口比重较低，出口型纺企实质影响有限。考虑到现阶段贸易路径逐步由“纺织品（中国）-服装（中国）-品牌商（美日欧等）”调整为“纺织品（中国）-服装（中国/东南亚等）-品牌商（美日欧等）”，中国纺织品企业产品直接出口美国占比有限。上市公司层面，产品品类受影响企业主要集中于上游制造的纱线及坯布企业，若实际加征对其影响有限。一方面，上述公司直接出口美国产品占比较低，另一方面，百隆、鲁泰、华孚等均加速海外布局产能，若实际加征10%关税，可通过将订单调拨至海外平滑冲击。

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
601339.SH 百隆东方	59.52	25.03	42.04%	基本不受影响
002042.SZ 华孚时尚	125.97	31.96	25.37%	约10%
002003.SZ 伟星股份	26.24	5.81	22.14%	直接出口占比<5%
002087.SZ 新野纺织	51.95	4.51	8.67%	下游客户主要在国内
000726.SZ 鲁泰A	64.09	36.81	57.43%	10%-20%
603558.SH 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%
002404.SZ 嘉欣丝绸	27.73	17.97	64.78%	20%-30%
002083.SZ 孚日股份	48.22	29.28	60.73%	约30%
300658.SZ 延江股份	7.38	3.71	50.25%	小于10%

资料来源：Wind，长江证券研究所



# 贸易摩擦升级，具备海外产能布局的纺企优势扩大

□加贸易摩擦潜在升级背景下，具备海外产能布局的纺企优势进一步放大。我们认为此次加征关税所涉品类避开了美国对外依赖度最高的成衣品类，其主要原因在于中国在该品类进口份额占比约36%，一旦加征关税短期较难找到如此大规模的替代性供给，势必会对美国国内消费形成较大冲击。而从全球产业分工的角度来看，受益于关税及人工红利，越南等东南亚国家在成衣出口领域份额快速提升，但受产业链布局限制，其前端纺织品环节对中国的依赖度反而增强，从而带动中国纺织品出口快速提升。2006-2017年，中国纺织品出口占全球贸易的份额由18.6%快速提升至36.1%，我们认为后续份额优势有望保持。在中美贸易摩擦潜在升级的背景下，具备海外产能布局的纺企优势进一步放大。

表：A股代表性纺企产能分布（2017A）

上市公司	国内产能占比	国际产能占比
鲁泰A	48%	52%
百隆东方	60%	40%
健盛集团	64%	36%
延江股份	77%	23%
华孚时尚	93%	7%
航民股份	100%	0%
联发股份	100%	0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（健盛集团为棉袜产能分布，鲁泰A为衬衣产能分布，联发股份未考虑柬埔寨产能）



## 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



# 评级说明及重要声明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于10%
增持：	相对大盘涨幅在5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

Retail sales levels



# THANKS

#### 长江证券股份有限公司

Add / 湖北省武汉市新华路特8号长江证券大厦  
Tel / 95579

#### 长江期货股份有限公司

Add / 湖北省武汉市武昌区中北路9号长江汇  
T2写字楼第27、28楼  
Tel / 027-85861133

#### 长江证券承销保荐有限公司

Add / 上海市浦东新区世纪大道1198号  
世纪汇一座27层  
Tel / 021-38784899

#### 长江成长资本投资有限公司

Add / 武汉市光谷大道77号光谷金融港A10栋  
长江证券光谷大楼6楼  
Tel / 027-65796532

#### 长江证券（上海）资产管理有限公司

Add / 上海市浦东新区世纪大道1198号  
世纪汇一座27层  
Tel / 4001-166-866

#### 长江证券创新投资（湖北）有限公司

Add / 武汉市东湖新技术开发区光谷三路777号  
A办公楼401室02号  
Tel / 027-65799822

#### 长江证券国际金融集团有限公司

Add / 香港中环大道中183号中远大厦1908室  
Tel / (852) 28230333

#### 长信基金管理有限责任公司

Add / 中国（上海）自由贸易试验区  
银城中路68号9楼  
Tel / 400-700-5566

Rental for storage