

许隽逸

分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

刘蒙

联系人
liumeng@gjzq.com.cn

涤纶降价 1000 元也省不出 1%的成衣关税!

事件

USTR 称 6 月将就约 3000 亿美元中国商品加征 25%关税举行公开听证会。5 月 10 日生效的 2000 亿加税清单对于国内聚酯产业链的产能影响只有 0.255%，影响微弱。然而如果中美贸易战持续发酵，将征税范围扩大到 3000 亿美元，则几乎覆盖了我国对美出口的全部纺服产品。涉及纺服产品出口额 458 亿，占国内出口总额 17%，对于纺织服装行业的影响较大。

评论

我们认为潜在关税影响的是需求节奏以及需求主体的变化（例如：一些国内高成本坯布厂可能陆续停产，并且被国外坯布厂或者涤纶出口贸易商取代）。随着正在讨论中的 3000 亿潜在关税囊括了包括成衣在内的几乎所有纺织服装品类，尤其是潜在关税倒逼纺织服装原料供应产业链的成本再分摊的可能性使得当前产业链各个环节出现“观望”情绪。

考虑到“原油-PX-PTA-聚酯（涤纶）长丝-坯布-面料-成衣”这个产业链作为纺织服装的核心产业链，一旦成衣环节出现税收增加，势必影响整个产业链的产品价格和对应利润。而涤纶长丝作为这条产业链中的承上启下的中枢，我们将重点分析是否能够通过涤纶长丝环节的降价（让利）分摊潜在的成衣关税。

根据测算，我们发现即使涤纶长丝每吨降价（让利）达到 1000 元/吨，其成本变化仅仅相当于一件衣服售价的 0.48-0.68%左右（假设衣服售价 50 元），如果衣服本身售价 100 元，则涤纶长丝 1000 元/吨的降价更是仅相当于一件衣服售价的 0.24-0.34%，也就是说：涤纶长丝环节的大幅降价对纺织服装产业链终端成衣环节在潜在关税下的利润分配几乎没有影响。

投资建议

我们维持行业“买入”评级。

风险提示

(1) 中美纺织服装贸易出现持续休克，宏观经济增速严重下滑，导致聚酯需求端严重不振。(2) 油价出现重大变动：地缘政治对油价的扰动，全球原油供应（包括但不限于项目投产进度加快或者延缓，产油国人为控制产量等）和需求（包括但不限于全球经济增长出现重大增长或者下滑，新能源领域取得重大突破快速替代化石能源造成对原油需求下滑，气候变化造成原油需求出现重大变化等）超预期变化。

- 近期，国际贸易形势突变，中国作为纺织服装出口大国，潜在的成衣关税对产业链将不可避免产生影响。我们认为潜在关税影响的是需求节奏以及需求主体的变化（例如：一些国内高成本坯布厂可能陆续停产，并且被国外坯布厂或者涤纶出口贸易商取代）。
- 随着正在讨论中的 3000 亿潜在关税囊括了包括成衣在内的几乎所有纺织服装品类，尤其是潜在关税倒逼纺织服装原料供应产业链的成本再分摊的可能性使得当前产业链各个环节出现“观望”情绪。考虑到“原油-PX-PTA-聚酯（涤纶）长丝-坯布-面料-成衣”这个产业链作为纺织服装的核心产业链，一旦成衣环节出现税收增加，势必影响整个产业链的产品价格和对应的利润，而涤纶长丝作为这条产业链中的承上启下的中枢，我们将重点分析是否能够通过涤纶长丝环节的降价（让利）分摊潜在的成衣关税。
- 根据测算，我们发现即使涤纶长丝每吨降价（让利）达到 1000 元/吨，其成本变化仅仅相当于一件衣服售价的 0.48-0.68%左右（假设衣服售价 50 元），如果衣服本身售价 100 元，则涤纶长丝 1000 元/吨的降价更是仅相当于一件衣服售价的 0.24-0.34%，**也就是说：涤纶长丝环节的大幅降价对纺织服装产业链终端成衣环节在潜在关税下的利润分配几乎没有影响。**
- 考虑到涤纶长丝在成衣售价中的成本占比十分微小，我们认为潜在的成衣关税将更多影响长丝下游的“坯布-面料-成衣”环节对各自的原料的采购（需求）节奏。**这种采购节奏的变化并不是消灭需求，而是导致需求的波动性大幅增加。**我们还需要提到的是，中国在纺织服装的核心原料涤纶长丝供应链占据绝对支配地位，且国外非发达地区基础工业的严重落后，这些国家和地区更多是利用人工成本优势向中国购买涤纶长丝加工成为下游纺织服装品，因此从全球总体来看，**我们认为潜在关税影响的是需求节奏以及需求主体的变化（例如：一些国内高成本坯布厂可能陆续停产，并且被国外坯布厂或者涤纶出口贸易商取代）。**
- 经过测算，涤纶价格的 10%的波动幅度占成衣的售价比例小于 1%（按涤纶长丝售价 10178 元/吨，一件衣服售价 50 元计算）：

1. 一件成衣消耗的涤纶坯布面积估算

■ A. 未考虑边角料损耗:

按照快消品牌优衣库的标准尺寸, 以及中间号型 170/92A 尺寸计算一件普通长袖的用量。

图 1: 一件普通长袖的用量估算



来源: 优衣库, 国金证券研究所

根据经验公式:

面料平方数 = ((身长+3cm) * (胸围+2cm)) * 2 层 + (袖长+1cm) * (袖肥+1cm) * 2 层 * 2 袖 (其中 3cm, 2cm, 1cm 的增加用于缝合)

计算可得, 一件普通 170/92A 长袖的面料平方数约为 = ((0.74+0.03) * (0.54+0.02)) * 2 + (0.83+0.01) * (0.2+0.01) * 4 = 1.6 平方米

■ B. 考虑边角料损耗:

假设加上边角料的耗损, 对于 1.4 米的幅宽, 一般是衣长+袖长的长度 (0.74m+0.83m), 大概需要 1.57m, 即 2.2 平方米 (1.4*1.57) 左右。

2. 一件成衣消耗的涤纶长丝用量估算：

- 考虑到坯布经过印染环节成为面料，我们假设坯布在这个过程中未出现缩水，则一件成衣所消耗面料的面积应该和所消耗的坯布面积一致。
- 涤纶坯布克重根据做工有一定区别，我们分析了中国轻纺城在售的涤纶坯布克重（如下表），取中间值按 150g/平方米进行计算，可知一件以涤纶长丝为主的衣服的原料涤纶长丝重量约为 0.24kg（未考虑边角料损耗），或者约为 0.33kg（考虑边角料损耗），涤纶长丝价格按 10178 元/吨算（2018 年 WIND 平均数据），对应一件以涤纶长丝为主的衣服里的聚酯长丝成本为 2.4 元（未考虑边角料损耗）。或者约为 3.4 元（考虑边角料损耗）。

表格 1：坯布重量估算

坯布名称	克重 (g/m ²)
涤纶雪纺坯布	139
麻灰拉毛布涤纶	200
牛奶丝布涤纶	160
仿超柔涤纶坯布	150
涤纶汗布	160

来源：中国轻纺城，国金证券研究所

- 我们发现，如果涤纶长丝降价（让利）1000 元/吨，则节省成本 0.24 元左右（170/92A 尺寸，未考虑边角料损耗），或者 0.34 元左右（考虑边角料损耗），如果按照一件衣服售价 50 元计算，则成本节省仅为售价的 0.48-0.68%，如果按照一件衣服售价 100 元计算，则成本节省仅为售价的 0.24-0.34%，其占比十分微小，我们认为涤纶长丝平均售价在 10000 元/吨时，其绝对价格在 1000 元/吨左右的涨跌变化，对成衣实际售价（不论是否加增关税）都几乎不构成影响。
- 因此，我们认为贸易情况将更多影响“贸易-成衣-面料-坯布”这些环节的各自的成本再分配，将可能导致需求节奏以及需求主体的变化（例如：一些国内高成本坯布厂可能被国外涤纶坯布厂或者涤纶出口贸易商取代）。

风险提示

（1）中美纺织服装贸易出现持续休克，宏观经济增速严重下滑，导致聚酯需求端严重不振。（2）油价出现重大变动：地缘政治对油价的扰动，全球原油供应（包括但不限于项目投产进度加快或者延缓，产油国人为控制产量等）和需求（包括但不限于全球经济增长出现重大增长或者下滑，新能源领域取得重大突破快速替代化石能源造成对原油需求下滑，气候变化造成原油需求出现重大变化等）超预期变化。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH