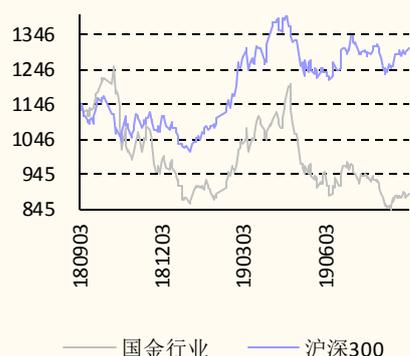


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金综合油气指数 | 888.96 |
| 沪深300指数 | 3848.32 |
| 上证指数 | 2924.11 |
| 中小板综指 | 9000.55 |



相关报告

1. 《2019:页岩油定价时代开启! - 《2019-07-21 行业深...》, 2019.7.21
2. 《沙特减产的“作弊”模式! - 《2019-06-28 行业点评》, 2019.6.28
3. 《下半年油价的最大变数: 200+万桶页岩油! - 《2019-06-...》, 2019.6.21
4. 《油价二季度为何暴跌? - 《2019-06-06 油价点评》, 2019.6.8

刘蒙 联系人
liumeng@gjzq.com.cn

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

贸易摩擦倒逼化纤产业链外迁? 中国龙头已成稀缺资产!

投资建议

投资策略: 中国化纤产业龙头的投资价值

1) 中国已成为全球化纤生产中心, 其综合优势不仅没有缩小, 反而快速扩大, 而东南亚仅拥有中低端产能, 其成本优势正逐渐削弱且劣势远超市市场预期。(2) 中国化纤产业链在贸易摩擦影响下向东南亚发生结构性转移的可能性极其微小。(3) 中国聚酯类化纤龙头在产业链各环节的集中度都在提升, 从产业链完整度看具备高竞争壁垒, 属于典型的紧靠必须消费品的稀缺核心资产。

- 建议关注: 产业链一体化且集中度快速提升的化纤龙头: 恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。

行业观点

- 中国化纤龙头已处于全球稀缺地位: 中国完备的基础建设、不断强化的工业规模优势、技术优势, 庞大的市场规模都让中国在化纤行业竞争力全球领先。化纤产业链龙头企业不仅集中度快速提升, 且在中国各大石化基地打造的“原油-化纤”产业链一体化基地已经投产, 具备最低的成本, 极高的竞争壁垒和全球不可替代的稀缺属性, 而东南亚国家本土的纺织制造企业还处于来料加工的低端生产阶段, 中国将长期处于全球化纤产业链的主导地位。

- 东南亚化纤产业落后中国不止一代: 东南亚地区虽然只有 10% 增值税, 企业所得税多年减免而出口关税基本为 0, 政策及关税协定相关优势比较明显。但是, 在近几年投资需求带动下, 东南亚地区的成本优势已不如过去明显, 人工、土地、能源成本方面的优势已严重低于市场预期, 其他如金融环境、基础建设、产业链配套、数字化转型等多方面均与中国存在至少 10 年以上的差距, 而印度除了人口众多, 其产业环境并不比东南亚优越, 中国化纤产业链具有长期不可替代性, 向东南亚发生转移的可能性较低。

- 追踪中美贸易摩擦导致的化纤转口贸易: 自贸易摩擦以来, 中国出口越南和越南出口美国纺织品金额在 2018-2019 H1 分别上升 23.17 亿美元和 13.72 亿美元, 中国厂商可能通过东南亚转口以避免关税。长期来看, 全球纺织品需求保持稳定, 东南亚对我国化纤产品长期依赖, 中国厂商能通过转口避免惩罚性关税。因此我们认为中美贸易摩擦对中国化纤产业链的实际影响十分有限, 更多的是对情绪与市场预期的影响, 也包括对需求节奏以及部分需求主体产生影响, 这与市场对国内化纤产业悲观看法有根本区别。

风险提示: (1) 民营炼化项目进展不顺, 化纤产业上游发展受阻 (2) 国内经济发展不如预期, 纺织终端需求大幅下降 (3) 中美贸易摩擦进一步加剧, 中国公司出口受限 (4) 东南亚国家大力扶持化纤产业, 我国竞争优势减弱 (5) 油价持续长时间单边下跌, 化纤产业链持续由于库存跌价导致长期亏损。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 全球化纤产业链转移艰难：同市场认知存在巨大偏差..... | 4 |
| 1.1 生产成本和市场容量是产业链转移的必要条件..... | 4 |
| 1.2 东南亚及印度低端纺织工业兴起，尚不足以形成产业链转移..... | 5 |
| 2. 东南亚和印度发展化纤产业链的劣势显著，远超市场预期..... | 9 |
| 2.1 东南亚和印度战略发展与中国协同，税收优惠政策对于外商具有吸引力..... | 9 |
| 2.2 东南亚及印度纺织产业的空白是当地纺织产业兴起的必要条件..... | 11 |
| 2.3 中外棉价差持续走低，东南亚及印度棉花成本低廉的优势逐渐减弱..... | 11 |
| 2.4 东南亚及印度平均工资高速增长，劳动力资源优势不如预期明显..... | 12 |
| 2.5 东南亚及印度土地资源具有优势，但土地价格亦呈现快速上涨..... | 14 |
| 2.6 东南亚各国及印度能源情况各异，但能源供应存在不稳定的风险..... | 15 |
| 2.7 东南亚及印度金融环境落后，企业融资环境不如中国..... | 16 |
| 2.8 东南亚及印度宗教文化成分复杂，文化适应是对外来企业最大的挑战..... | 17 |
| 2.9 东南亚及印度基建规模远远落后于中国，不利于发展大型化纤工业..... | 18 |
| 2.10 东南亚及印度纺织业上下游配套薄弱，对进出口资源依赖巨大..... | 19 |
| 2.11 东南亚及印度制造与中国智能制造存在质的差距，未来中国化纤将更具竞争力..... | 20 |
| 2.12 小结：东南亚及印度优势趋弱，PTA/聚酯建设成本仍显著高于中国..... | 21 |
| 3. 中美贸易摩擦对化纤产业转移的影响十分有限..... | 22 |
| 3.1 贸易摩擦对中国服装竞争力影响不大，服装出口量处于正常波动范围..... | 22 |
| 3.2 贸易摩擦影响纺织品贸易方式：深挖中国/越南/印度/美国纺织品进出口数据..... | 23 |
| 4. 风险因素..... | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：不同工业阶段下的微笑曲线模型..... | 5 |
| 图表 2：化纤与石化、纺织业的产业链上下游关系..... | 6 |
| 图表 3：部分纺织企业的东南亚产业布局情况..... | 7 |
| 图表 4：2000 年以来中国纺织业整体收入与销售利润率变化情况..... | 8 |
| 图表 5：纱线、面料、成衣代表企业生产成本构成情况..... | 8 |
| 图表 6：东南亚部分国家与中国的企业税率比较..... | 9 |
| 图表 7：东南亚部分国家及印度关税环境..... | 10 |
| 图表 8：越南纺织相关商品进出口情况（百万美元，正为进口，负为出口）..... | 11 |
| 图表 9：近一年国内外棉价价差及走势..... | 12 |
| 图表 10：近 10 年国内外棉价价差及走势..... | 12 |
| 图表 11：2019 年越南与中国最低工资标准对比..... | 13 |
| 图表 12：2017 年东南亚各国与中国劳动力成本对比..... | 14 |
| 图表 13：2017 年东南亚各国与中国能源价格对比..... | 16 |
| 图表 14：化纤产业链主要上市公司 2018 年负债率对比..... | 17 |

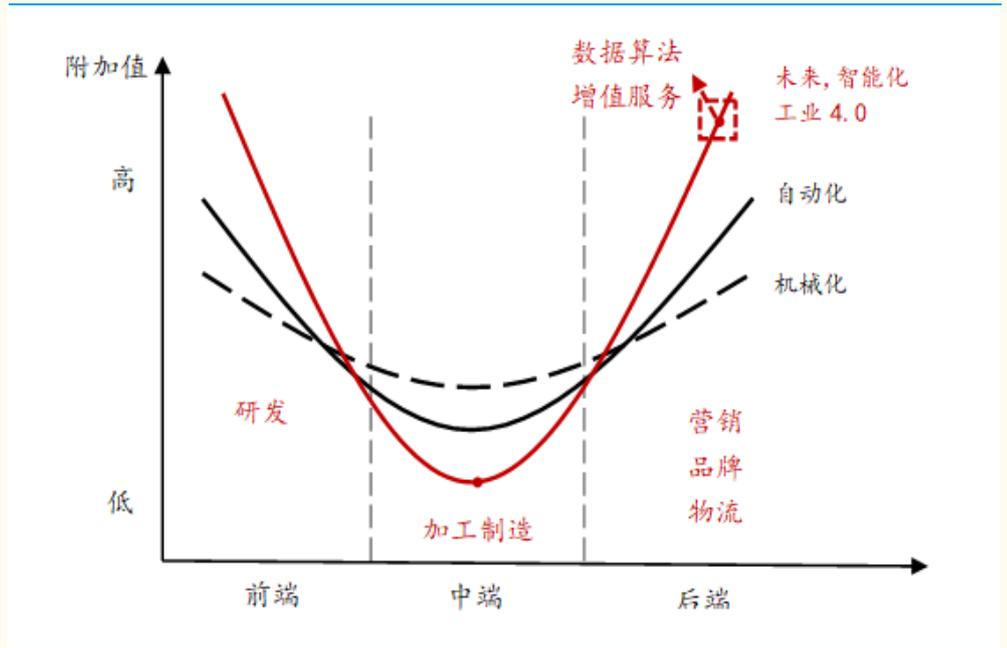
| | |
|---|----|
| 图表 15: 宁波-萧绍化纤产业集群示意图 | 20 |
| 图表 16: 近十年中国纺织服装产品对美国出口变化情况 | 22 |
| 图表 17: 中国出口越南成品及半成品商品变化情况 (百万美元) | 23 |
| 图表 18: 美国进口越南成品类及半成品商品变化情况 (百万美元) | 24 |
| 图表 19: 中国出口印度半成品变化情况 (百万美元) | 25 |
| 图表 20: 中国出口印度成品商品变化情况 (百万美元) | 25 |
| 图表 21: 美国进口纺织类商品分布 | 25 |
| 图表 22: 中国出口越南第 60 章针织物及钩编织物商品变化情况 (百万美元) | 26 |
| 图表 23: 美国进口越南第 60 章商品情况 (百万美元) | 26 |
| 图表 24: 美国进口越南第 61 章商品情况 (百万美元) | 26 |
| 图表 25: 美国进口印度半成品商品情况 (百万美元) | 27 |
| 图表 26: 美国进口印度成品商品情况 (百万美元) | 27 |

1. 全球化纤产业链转移艰难：同市场认知存在巨大偏差

1.1 生产成本和市场容量是产业链转移的必要条件

- 集成电路领域的“摩尔定律”已指导电子行业发展超过半个世纪：集成电路上可容纳的元器件的数目，约每隔 18-24 个月便会增加一倍，性能也将提升一倍。而制造业，似乎也有它的“摩尔定律”：全球制造中心每隔 20-30 年便会经历一次迁移，从而带来产品规模的扩大，产品质量的提升，产品功能的全面化，生产效率的提高等。
- 从技术上来看，全球纺织服装业经历了 4 个阶段。第一个阶段是手工纺织阶段，即追溯到农业社会的手工纺织，基本由自给自足的家庭纺织作坊组成，在亚洲、非洲、南美洲及欧洲都有纺纱、织布和加工制衣业。其中中国和印度的丝绸、棉布等纺织品远销世界各地，也成为了当时的世界纺织品生产中心。
- 第二个阶段为机械纺织阶段。第一次工业革命使全球的纺织业逐渐被机械代替，飞梭和纺纱机的出现提高了生产效率，产业也从手工作坊过渡到了工业化生产阶段。英国作为最早进行纺织工业化的国家，成为了当时的世界工厂和贸易中心。
- 第三阶段为现代纺织阶段。在二战后到 20 世纪 90 年代，随着技术的不断进步，纺织设备也得到了不断的改进和更新。其中现代环锭纺纱机和自动织布机的问世和非纺织技术的开发，让该工业又有了巨大的跨越。同时随着化学纤维被发明，过去由于采用天然原料而产生的限制被打破。在这个阶段，美国、德国和日本等发达国家成为了生产中心。
- 第四个阶段是智能纺织阶段。从 20 世纪 90 年代以来，纺织产业结构升级，产品应用范围得到不断的拓展，同时随着社会的进步，各项成本开始上升，发达国家的纺织业将基础制造转到其它国家。随着计算机的高速发展，电子商务系统以及行业专业软件的大量应用，领头企业的经营模式开始从以生产制品为中心走向以满足消费者需求为中心。在本阶段，中国、东南亚等发展中国家成为全球生产中心。
- 从比较优势来看，随着纺织服装技术的成熟和劳动力成本的变化，世界纺织服装业经历了三次产业转移。第一次产业革命时期，全球纺织生产中心从以中国、印度为首的东方国家转移到以英国为首的开始工业化的西方国家。第二次是在 20 世纪 60 年代，全球纺织生产中心从美国、日本和西欧等国家转移到亚洲新兴工业化国家和地区，比如韩国、台湾地区等。第三次是从 20 世纪 90 年代开始到如今，从韩国、台湾地区和香港等国家和地区向中国大陆、东南亚等亚洲发展中国家转移。
- 通过这四个阶段和三次转移，来自不同国家的各大企业根据自身的特点和优势开始专注于产业链某几个环节，随后形成了以来自发达国家跨国公司为主导的全球化合作生产、产品生产各环节世界分工的产业模式。欧美和日本等企业把控制产业的最高端，坐拥品牌以及批发和零售网络，从事附加值最高的品牌营销、设计和新产品开发等环节。在第三次转移中，大部分韩国、香港等企业将生产基地转移到劳动力成本低的我国大陆和东南亚等国，自身进行设计开发、品牌营销等环节。作为承接专业转移的发展中国家，则是进行附加值最低的加工环节。
- 回顾近 200 年全球化纤产业链转移的路径，可以发现产业链转移有如下特点：
- 对于产业链迁出地而言，其迁出的是劳动密集型产业，保留的是技术密集型的高附加值产业，并且加强了制造业向服务业的转型。因此在微笑曲线上，产业链迁出地的产业结构逐渐向曲线两侧转移。

图表 1：不同工业阶段下的微笑曲线模型



来源：知网，国金证券研究所

- 对于产业链迁出地而言，其迁出原因主要包括本国竞争力的减弱或别国竞争力的增强。本国的生产资源、土地资源、市场资源、工业生产效率、劳动力资源等方面的制约，均可成为产业链迁出的必要条件。发达国家对新兴国家的制裁，亦可成为产业链迁出的潜在条件，比如日本向亚洲四小龙的迁移。
- 对于产业链迁入地而言，快速发展的经济水平、低廉的生产成本、坚实的工业生产基础、广阔的消费市场、稳定的经营生产环境等等成为产业链迁入地的共同特点。日、港、韩、台、新虽然国内消费市场有限，但其初期推行的出口导向型战略亦使该国的工业生产可以服务于全球客户。

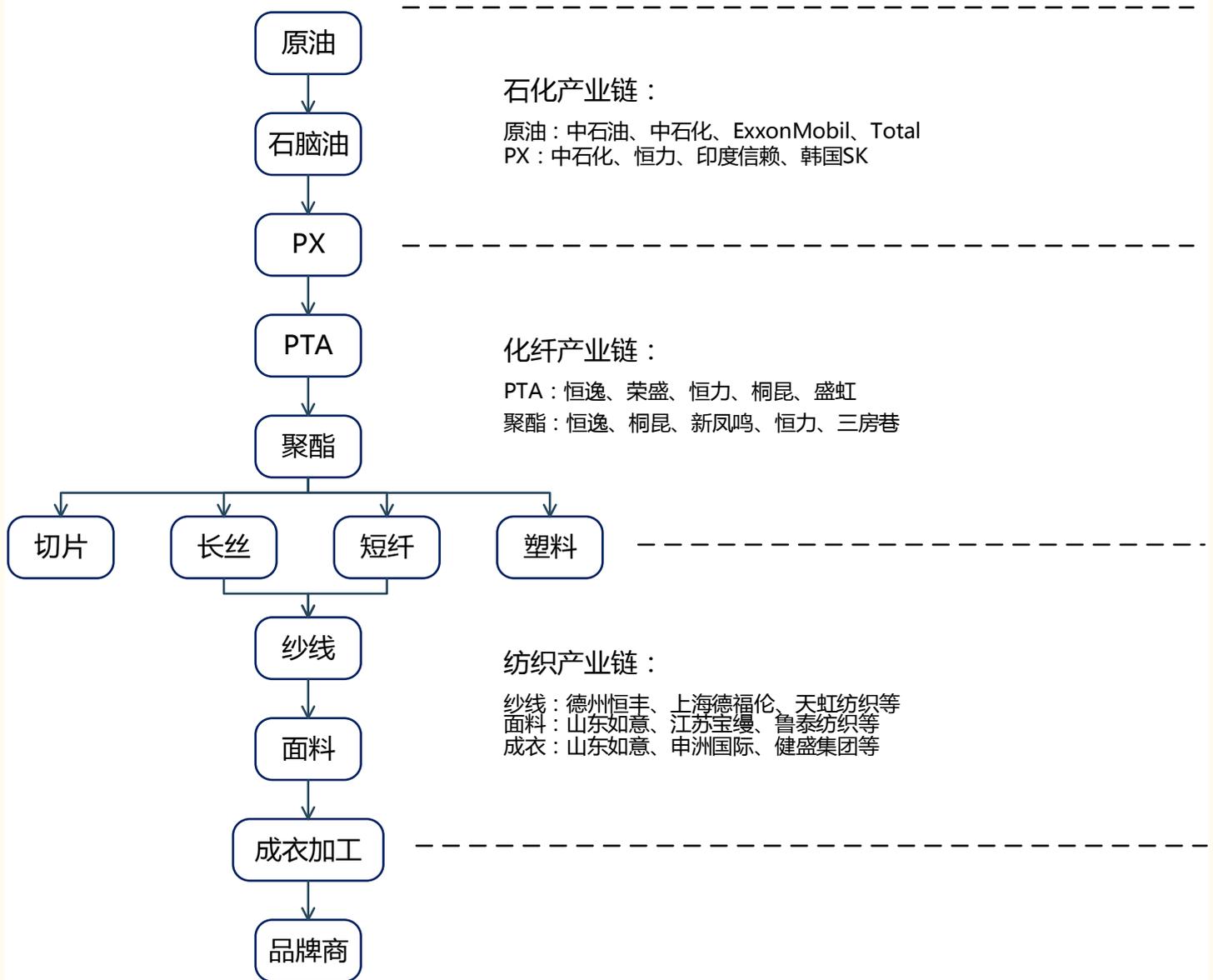
中国当前的化纤产业符合产业链迁入地的典型特点。中国 6.6%左右的 GDP 增速远高于全球平均水平，亦高于美国、欧盟、日本等发达地区，经济的高速发展与工业的持续蓬勃发展密不可分；中国 14 亿的人口体量为化纤产业链提供了坚实的终端需求支撑，同时中国的对外开放政策使中国的化纤产品能够满足全世界的需求；此外，中国完备的基础建设、全产业链化的生产模式、不断强化的工业规模优势、以及在强化制造业之外提升了对产品研发和产品服务的投入，使得中国作为全球化纤制造中心的地位得以稳固，短期内亦难有其他市场能够达到中国市场的水平。

- 因此，生产成本和市场规模是中国成为全球化纤制造中心的原因，亦将长期成为中国制造业的竞争优势。

1.2 东南亚及印度低端纺织工业兴起，尚不足以形成产业链转移

- 2012 年以来，随着中国经济水平逐年提高，东南沿海地区的劳动力成本优势减弱，部分纺织企业将目光投向经济较落后的越南、缅甸、柬埔寨等东南亚地区，东南亚纺织、服装工业开始兴起。
- 纺织业作为化纤产业链的终端环节，其与化纤产业链的关系如图表 2 所示。

图表 2：化纤与石化、纺织业的产业链上下游关系



来源：国金证券研究所整理

- 根据恒力、荣盛、新凤鸣、桐昆股份等公司公告，近期炼化、聚酯投资项目依然集中在中国各大石化基地，主要为打造“原油-芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化格局，通过全产业链协同和主动抵御周期起伏。而仅有以棉花为主要原材料的纱线、面料、成衣加工传统纺织业企业在东南亚进行了布局，在东南亚发展的是主要是中低端产能。
- 这与当前中国、印度和东南亚地区化纤产业链的发展阶段有关。我国企业在中下游产品方面的优势是在产业转移背景下的独特竞争力，印度虽然有一定的化纤产能，但整体规模较小，而缅甸、柬埔寨等东南亚本土的纺织制造企业的生产能力基本停留在低端阶段，处于来料加工转向离岸交货的经营方式，从而毛利率和盈利水平较低。
- 天虹纺织、鲁泰纺织、百隆东方、华孚时尚、健盛集团、申洲国际等上市公司是国内较早东南亚布局的企业，这些公司均已在越南、柬埔寨等东南亚各国建厂开工。部分纺织企业在东南亚的产能布局情况如图表 3 所示。

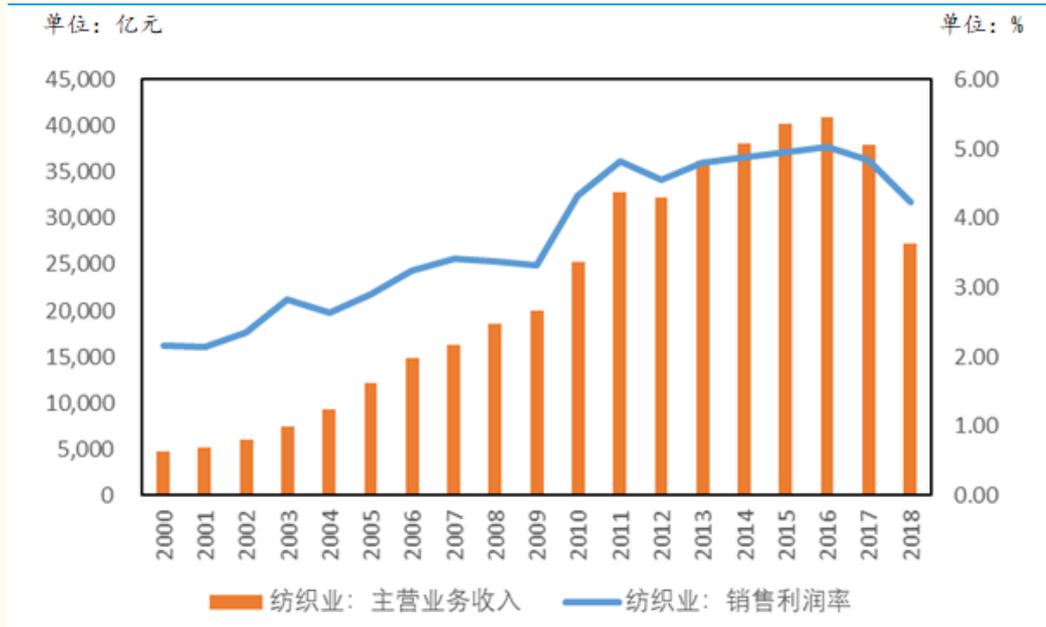
图表 3: 部分纺织企业的东南亚产业布局情况

| 证券代码 | 证券简称 | 东南亚布局地点 | 布局时间 | 建厂情况 |
|-----------|------|------------|--------------|---|
| 上游: 纱线类企业 | | | | |
| 2678.HK | 天虹纺织 | 越南 | 2006 | 2006 年成立天虹越南纺织股份有限公司; 2009 年底为越南工厂添加前纺设备; 2010 年在越南启动 190,000 纱锭建设工程; 2015 年在越南北部开始第三期的扩张计划; 2017 年 4 月 28 日越南天虹银河布厂顺利投产; 2017 年 8 月越南天虹染整厂顺利投产 |
| 601339.SH | 百隆东方 | 柬埔寨 | 2017 | 2017 年收购了年兴纺织旗下在越南及柬埔寨的牛仔 裤子工厂和水洗厂 |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 越南 | 2013 | 2013 年全资子公司百隆(越南)有限公司注册成立 2013 年,华孚在越南设立子公司,现已形成 28 万 锭纺纱产能,染色产能 2 万吨。 |
| 中游: 面料类企业 | | | | |
| 000726.SZ | 鲁泰 A | 越南 柬埔寨 | 2015 2014 | 2015 年在越南投资成立鲁泰(越南)有限公司 2014 年成立鲁泰柬埔寨公司 |
| 2111.HK | 超盈国际 | 缅甸 越南 | 2014 2016 | 2014 年成立鲁泰缅甸公司 2016 年投资建设越南工厂 |
| 下游: 成衣类企业 | | | | |
| 2313.HK | 申洲国际 | 越南 柬埔寨 | 2013 2005 | 2013 年启动越南面料工厂项目 2005 年柬埔寨建厂 |
| 2199.HK | 维珍妮 | 越南 | 2014 | 2014 年在越南土地建厂, 2016 年第一间越南 厂房投产,2019 年建成 5 间厂房 |
| 2232.HK | 晶苑国际 | 越南 柬埔寨 | 2006 2011 | 2006 年在越南河内成立 Regent Garment Factory Limited 2011 年柬埔寨建厂 |
| 603558.SH | 健盛集团 | 马来西亚 越南 | 1975 2014 | 1975 年成立 Palace Garment Manufacturing Sdn. Bhd. 2014 年 5 月份健盛越南工厂开始动工,12 月份 建好厂房并试生产,2015 年正式投产。 当前还有 3 个项目进行: 海防项目有健盛袜业 (越南)有限公司一厂和健盛袜业(越南)有限公 司二厂; 兴安项目为健盛(越南)纺织印染有限 公司; 2019 年新建越南清化棉袜生产基地— —健盛越南清化(袜业)有限公司。 |
| 1982.HK | 南旋控股 | 越南 | 2014 | 2014 年越南建厂 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 不同于化纤行业的高集中度与高投资门槛(投资门槛主要体现在机器、厂房的投资额上以及土地、指标等资源的稀缺性上), 国内纺织行业集中度低、竞争格局分散、技术壁垒不高, 后来者可以较容易进入市场并形成竞争。当前纺织业龙头企业是以其成本、经验、规模优势等因素从行业中获利, 而大多数中小企业的存在, 使得国内纺织行业的平均利润水平下滑。

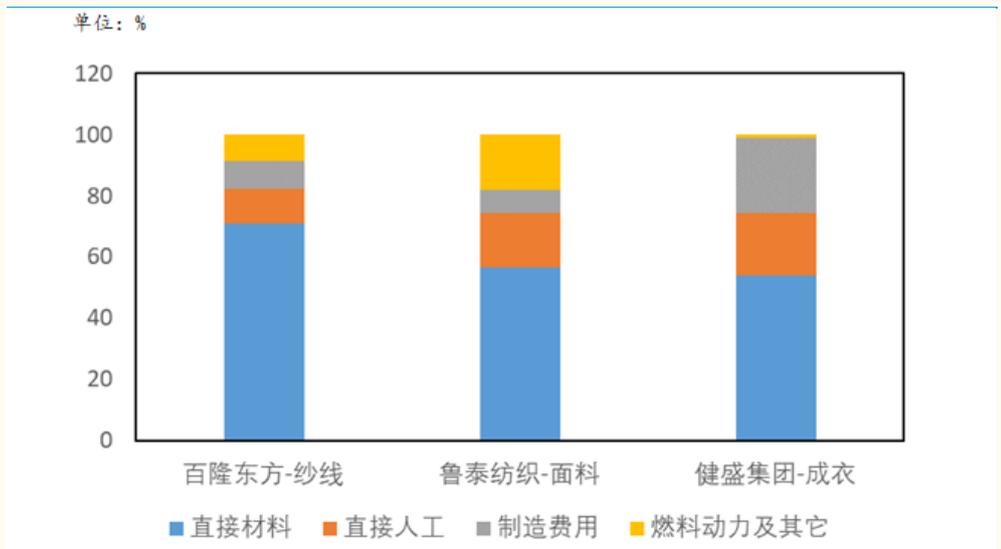
图表 4：2000 年以来中国纺织业整体收入与销售利润率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- 成本定价机制决定成本上涨一定程度上会对企业利润造成影响。成本定价机制是指产品售价以确定的原材料成本和期间费用等加上企业预留的固定盈利金额来计算，企业盈利能力是成本转嫁能力高低的最终体现，加工成本越高，企业转嫁成本的难度越大。纺织制造企业成本中原材料成本占比比较高，分析纱线、面料、成衣的代表性企业生产成本构成可以发现，其原料成本占比分别达到 71%，57%和 54%，随着企业往下游走，其原料成本逐渐降低，人工及制造成本逐渐上升。因此下游企业转向人工和制造成本相对低的东南亚或印度似乎顺理成章。

图表 5：纱线、面料、成衣代表企业生产成本构成情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 人工成本和土地成本低廉是国内纺织龙头企业选择东南亚和印度的最主要原因，而随着中美贸易关系愈发紧张，东南亚可以避免大国间的贸易摩擦，这亦是其当前的优势之一。

- 但是，东南亚和印度的人工和土地资源并不具备十分突出的优势，且这种部分优势也是难以持续的。除去东南亚和印度的人工和土地的部分优势外，东南亚的商业环境、公用资源、基础设施、国际贸易、融资环境、产业配套等方面，均与中国存在相当大的差距，这也是当前向东南亚和印度转移的仅是劳动密集型低附加值纺织产业的原因。

2. 东南亚和印度发展化纤产业链的劣势显著，远超市场预期

- 印度和东南亚都是中国化纤产业链的潜在竞争对手，其中东南亚一般指的是东盟十国（ASEAN，包括马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、新加坡、文莱、越南、老挝、缅甸和柬埔寨）和东帝汶，地处亚洲东南部。东南亚是世界上最复杂的地区之一，各国政治环境、宗教民俗、发展水平相差巨大，因此各国的化纤生产能力亦不相同。由于越南是下游纺织链条向外转移的首选国家，其次是缅甸、柬埔寨，而印度则是中国各大产业的劲敌，我们将以越南、缅甸、柬埔寨、印度作为分析对象。

2.1 东南亚和印度战略发展与中国协同，税收优惠政策对于外商具有吸引力

- 2010 年我国中国-东盟自贸区建成后，我国与东南亚国家纺织服装产业链逐渐加深融合，我国由于高新技术的逐步应用和产业升级的推进，低附加值的产业链开始向东南亚转移，从而形成了 2012-2015 年间部分国内纺织企业去东南亚建厂的潮流(图表 3)。于此同时，中印经贸合作快速发展，贸易额不断刷新纪录，中国是印度第一大贸易伙伴，印度是中国在南亚最大的贸易伙伴。
- 为实现经济发展，东南亚各国招商引资，均给予外商多项税收优惠政策，如出口企业增值税退税，所得税减免、出口关税成本低等。
- 由于经济区、高科技园区、出口加工区等不同工业区域的税收优惠政策有所不同，且当前国内选择越南、缅甸、柬埔寨作为低附加值纺织产业转移的主要目的地，因此图表 6 仅对比一般情况下的越南、缅甸、柬埔寨、印度与中国关于企业税收优惠政策的差异。

图表 6：东南亚部分国家与中国的企业税率比较

| 国家 | 增值税 | 企业所得税 |
|-----|---|--|
| 越南 | 一般企业为 10%，出口型企业出口退税政策下会有一定程度减免 | 符合条件的企业自成立之日起，可连续 15 年所得税按 10%征收。产品出口企业从获利年度开始前 4 年全免，后 9 年减半按 5%征收。优惠期结束后按 20%征收 |
| 缅甸 | 免征 | 从投产之年算起，最高连续 7 年免税+5 年税收减半+5 年再投资税收继续减半。优惠期结束后按 25%征收 |
| 柬埔寨 | 一般企业为 10%，出口企业免征 | 3 年启动期+3 年免税期+1 年优惠期，税率约 9%。优惠期结束后按 20%征收 |
| 印度 | 销售税率有 4 档，即 5%，12%，18% 和 28%，绝大部分商品的税率都在 18% 以下 | 普通企业 30%(另需加税款 2%的附加税)，在世界范围的收入均要纳税。产品全部出口的企业、出口加工区和自由贸易区的国内外企业，5 年内免征所得税，落后地区依各邦不同可享 10 年免税，或 5 年免税+5 年 25%减免 |
| 中国 | 一般企业 13%，出口企业在出口退税政策下有一定程度减免 | 普通企业 25%税率，高新技术企业 15%所得税率。 |

来源：商务部对外投资合作指南，纺织贸促网，国家税务总局，国金证券研究所

- 关税方面，越南等东南亚国家和印度的国际贸易环境比较优越，越南于 2006 年 11 月加入世界贸易组织 (WTO)，2007 年 1 月开始履行入世承诺，逐步削减关税，开放服务领域，营商环境较前改善。越南对外开放从 30 年前的“加入和参与”发展到 21 世纪初的“积极参与”，目前已提升为“主动参与并做出建设性贡献和制定共同规则”的高度。截至目前，越南已与 15 个国家建立战略伙伴关系，与 11 个国家建立全面伙伴关系，与 55 个国家建立自由贸易关系（其中 15 个国家是 20 国集团成员），59 个国家正式承认越南完全市场经济地位，与 224 个国家和地区建立了经贸关系，特别是与中国、俄罗斯、美国、日本、欧盟等主要经济体的关系进入稳定状态。

- 近年来，越南政府大力推进融入国际经济，截至目前，越南已与欧盟、澳大利亚、日本、韩国等签署 10 个多双边自贸协定、结束 2 个自贸协定谈判进程、正在推进 4 个自贸协定谈判。越南与东盟、中国、日本、韩国、印度、澳大利亚、新西兰等伙伴开展贸易往来将按自贸协定安排享有优惠。2015 年 12 月底，越南加入东盟共同体。同时，越南还在 APEC、RCEP、澜沧江—湄公河流域合作等多边合作舞台上表现活跃。2017 年 11 月，越南成功举办第 23 届 APEC 领导人非正式会议及系列活动。2018 年 3 月，包括越南在内的除美国之外的 11 个 TPP 成员国签署“全面且先进的 TPP (CPTPP)”。这使得在越南出口产品会在关税上具有一定的优惠。在当前中美贸易摩擦的背景下，东南亚的贸易环境是相对具有优势的。

图表 7：东南亚部分国家及印度关税环境

| | 出口地区 | | | |
|-----|-------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|----|
| | CPTPP 协议国 (日、加、澳等国) | 美国 | 欧盟 | 东盟 |
| 越南 | 免税 | 纺织品平均 14%， 服装平均 17.5% | 享受 99% 货物 零关税，剩余 货物不超过 9.6% | 免税 |
| 缅甸 | 免税 | 免税 | 免税 | 免税 |
| 柬埔寨 | 免税 | 免税 | 免税 | 免税 |
| 印度 | 非成员国，根据各国 规定，加拿大：0- 18%，日本免税， | 纺织品平均 14%， 服装平均 17.5% | 纺织品 9.6% | 免税 |

来源：商务部对外投资合作指南，国金证券研究所

- 而印度是 1947 年关贸总协定的缔约国，1995 年随着关贸总协定转变为世界贸易组织(WTO)，印度也依据乌拉圭回合协议成为 WTO 的正式成员国。印度 1975 年《曼谷协定》(现《亚太贸易协定》)，印度是其成员之一。1985 年南亚区域合作联盟(南盟)成立，印度为成员国。1982 年由 77 国集团倡议的发展中国家全球贸易优惠制(GSTP)成立，印度于 1988 年加入。1997 年，印度与孟加拉国、斯里兰卡、缅甸和泰国组成的孟印斯缅泰次区域经济合作组织 (BISMTEC) 启动。2000 年 11 月，印度与缅甸、泰国、老挝、柬埔寨、越南之间的次区域合作“湄公河—恒河合作计划”启动。2004 年 1 月印度与其他南盟 6 国(巴基斯坦、孟加拉国、斯里兰卡、尼泊尔、不丹、马尔代夫)领导人签署《南亚自由贸易协定框架条约》，决定于 2016 年建成南亚自由贸易区(SAFTA)。此外，印度还于 1997 年 3 月成为环印度洋地区合作联盟成员。2009 年 8 月印度与东盟签署了自由贸易区《货物贸易协议》，2010 年南盟各国签署了《服务贸易协定》。
- 印度重视通过签署双边自由贸易协议来开拓海外市场。在南盟框架下，印度与阿富汗、尼泊尔、巴基斯坦、不丹、孟加拉、斯里兰卡、马尔代夫等南亚国家分别签署了形式不一的贸易协定。印度已与 19 个非洲国家正式签订了双边贸易协定。2004 年 1 月，与南美洲南锥体共同市场 (MERCOSUR) 签署《优惠贸易协定(PTA)》。2004 年 9 月，与泰国签署自由贸易协定。2005 年 6 月，与新加坡签署《全面经济合作协定(CECA)》。2006 年 8 月，与智利签署的《优惠贸易协定(PTA)》正式生效。2009 年 8 月，与韩国签署《全面经济伙伴协定(CEPA)》；与东盟签署自贸区货物贸易协定，2014 年印度与东盟签署了服务贸易及投资自贸区协议，该协议有望于 2015 年底获得东盟所有国家的批准。2010 年 3 月，与芬兰签署《经济合作协定(ECA)》。2011 年 2 月，与日本正式签署《经济合作协定(EPA)》，与马来西亚签署《全面经济合作协定(CECA)》。目前，印度正积极推进与欧盟、印度尼西亚、澳大利亚、新西兰、海合会、毛里求斯、土耳其、南非、加拿大、秘鲁等国家和地区的 FTA 谈判，与美国、俄罗斯的 FTA 谈判也有所考虑和准备。但我们需要指出的是：印度在欧盟虽然仍享受最惠国待遇，但部分商品例如纺织品已列入“毕业产品”列表，无法享受免税优惠。此外，美国在 2019 年 3 月提出将印度剔除最惠国待遇国家，并于 6 月起正式

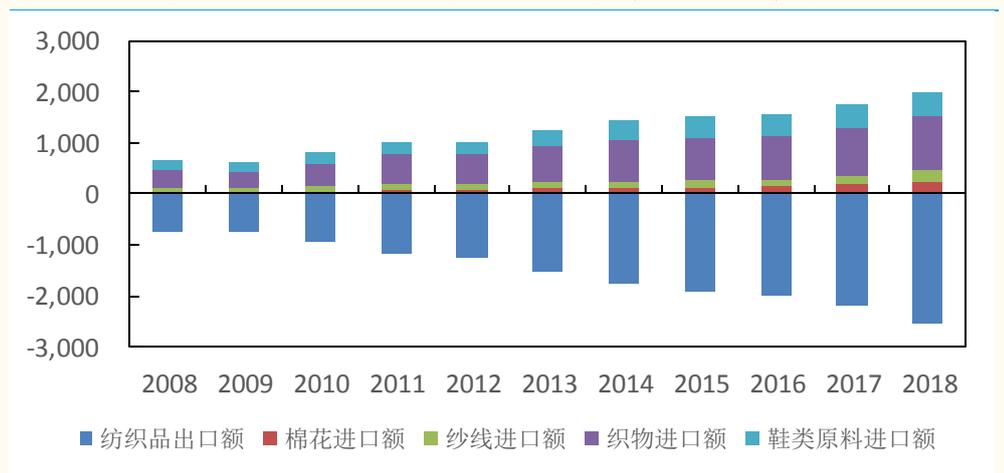
施行，而印度对美国商品征收报复性关税，美印现阶段也存在贸易冲突情况，印度和中国相比整体关税优势实际上较低。

- 由于目前东南亚仅有部分低附加值的纺织工业，产品价格并没有很低且尚未形成规模，因此欧美国家对东南亚尚未执行大规模反倾销政策。中国的化纤纺织产品自 2000 年起便受到全球各国的反倾销政策，当前已是全球遭受反倾销调查最多的国家，然而中国依然是全球最大的化纤出口国，具有最强的化纤产业竞争力。
- 因此，由于符合中国与东盟共同的发展战略，低附加值的纺织产业链开始向东南亚转移，东南亚的税收优惠政策亦给在当地投资的纺织企业降低了一定的成本。但抛开税收因素而言，东南亚的其他方面均无法与中国形成竞争。

2.2 东南亚及印度纺织产业的空白是当地纺织产业兴起的必要条件

- 东南亚及印度整体纺织原料产能十分落后，以当前纺织业重点转移的越南为例。越南纺织产业原材料生产力很弱，根据越南统计局数据及美国农业部全球棉花供需平衡报告，2016 年越南国内棉花总产量仅为 600 吨，但国内棉花消费总量约为 89.38 万吨(4.1 百万包，1 包=218 公斤)，国内棉花消费需求基本通过进口来满足；聚酯纤维使用量 37.6 万吨，68%源于进口；粘胶纤维 2 万吨全部进口。短丝产出 90.5 万吨，内销、出口各占 35%和 65%；长丝产出 20 万吨，内销、出口分别占比 25%和 75%。面料产出 28.9 亿平方米。成衣生产消耗了越南国内绝大部分的面料产出，约 27 亿平方米，另外还需依赖 60.6 亿平方米的进口布料。
- 因此纺织原材料的匮乏是越南服装业发展的制约因素，这也是 2013 年百隆东方进入越南市场建设纱线厂的原因。早期越南通过对纺织服装行业的投资，特别是面料的生产投资，以减少对于进口的严重依赖，使得当地纺织业快速发展。
- 然而，越南聚酯产业却发展十分缓慢，且未来几年亦没有太多产能规划。越南每年对聚酯纤维、聚酯编织物、聚酯面料等产品的进口均稳步递增，这也从侧面说明了，虽然越南的化纤产业存在更大的空白，但越南并不具备发展化纤产业的优势条件。

图表 8：越南纺织相关商品进出口情况（百万美元，正为进口，负为出口）



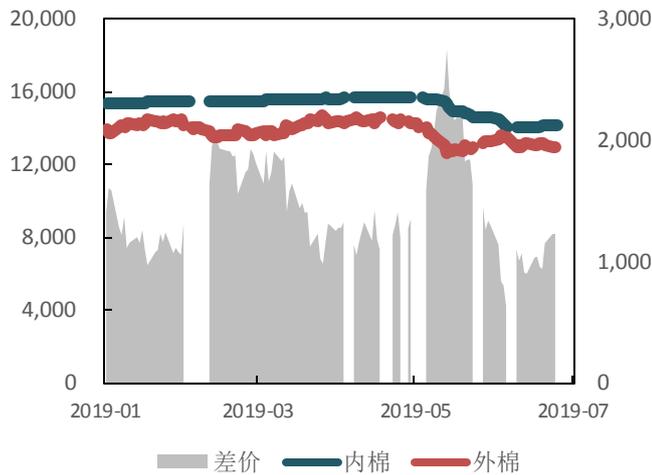
来源：Wind, 国金证券研究所

2.3 中外棉价差持续走低，东南亚及印度棉花成本低廉的优势逐渐减弱

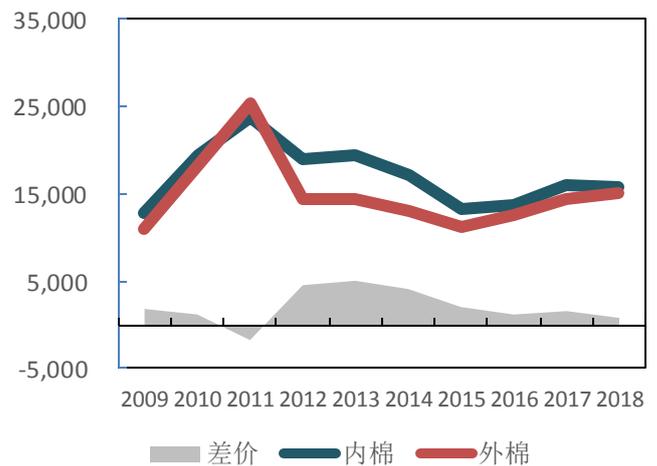
- 棉花是纺织企业的主要原料，国内纺织企业一般采用化纤与棉花混纺，而东南亚化纤产能不足，纺织企业多为棉纺工艺，棉花占企业总成本的 60-70%。我国政府为稳定市场供给、保护棉农，对棉花价格制定了保护性采购价格，并且实施进口配额制度，各企业可获得分配的数量与其规模和每

年棉花进口数量有关，使得国内高品质的棉花供给不足，国内棉花价格（内棉，通常用中国棉花价格指数反映）往往高于国际棉花价格（外棉，通常用 Cotlook:A 指数反映），从而提高了国内棉纺企业的生产成本。相比之下，东南亚国家所使用的棉花进口依赖严重，但东南亚可直接使用国际棉花无配额限制。东南亚低价外棉进口不限额使得东南亚较于国内具有一定的成本优势。因此国内棉纺企业可转移至东南亚，通过购买国际棉花，缩减企业生产成本，提升公司的盈利水平，此为东南亚棉花市场的竞争优势。

图表 9：近一年国内外棉价价差及走势



图表 10：近 10 年国内外棉价价差及走势



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 从图表 9 和图表 10 的曲线走势可见，当前内棉与外棉价差约为 1000 元/吨，远低于 2012-2014 年间内外棉价差 5000-6000 元/吨的水平，且该价差亦有继续缩减的空间。主要是由于 2014 年中国开始实行棉花目标价格试点改革工作以及市场调控，以保证国内外棉花价差保持在合理区间内，因此，自 2014 年以来，在国内棉价下降及国际棉价上涨的双重作用下，内外棉价持续收窄。2013 年百隆东方进入越南市场建设棉纱厂时，内外棉年内价差高达 6521 元/吨，而截至 2019 年 6 月 20 日，价差仅有 938 元/吨，东南亚棉花成本低廉的优势已基本消失殆尽。根据对纺织企业的走访结果，由于国内各种资源、配套设施等方面的优势，内外棉价差缩小到 1500 元/吨以内即可使国产棉纱具有很强的国际竞争力，向东南亚迁移显得并不必要。
- 此外，化纤生产不受制于土壤、天气等自然因素影响，相比棉花，生产更具稳定性与规模性。全球化纤规模已远高于棉花，规模增长速度亦远超棉花，因此化纤的未来市场更加广阔。当前东南亚的棉花成本优势相比中国不再明显，东南亚对中国纺织产业相关厂商的吸引力也不如从前，聚酯产业链的转移可能性逐渐下降。
- 于此同时，印度的 2018 年化纤产量仅约为中国的十分之一，约为 546.7 万吨，产量下滑 2.9%，同期中国化纤产量为 5196.4 万吨，就生产规模及生产能力而言，印度化纤产业短期内难以和中国化纤产业竞争。

2.4 东南亚及印度平均工资高速增长，劳动力资源优势不如预期明显

- 东南亚国家中，除泰国、新加坡老龄化严重，文莱、马来西亚已出现老龄化趋势外，其他国家整体人口结构偏向年轻，大量人口处于劳动年龄阶段，劳动力供给充足。与中国相比，越南、缅甸、柬埔寨工人平均工资水平亦处于相对低位。

- 越南将全国分为四个类别区，实施不同的最低工资标准。根据 2019 年 1 月开始实施的最新标准，一类区为河内和胡志明市（最低 1238 元人民币），二类区为河内和胡志明市的农村地区、以及芹苴、岘港和海防市区（最低 1099 元人民币），三类区为省级城市及北宁、北江、海阳和永福市区（最低 963 元人民币），四类区为其他区域（最低 865 元人民币）。2017 年，越南劳动力人均月工资收入 660 万越南盾（约合 292 美元），同比增长 9.3%。

图表 11：2019 年越南与中国最低工资标准对比

| 档位 | 越南 | 中国 | 越南与中国对比 |
|-----|------|------|---------|
| 第一档 | 1238 | 1500 | 83% |
| 第二档 | 1099 | 1380 | 80% |
| 第三档 | 963 | 1270 | 76% |
| 第四档 | 865 | 1120 | 77% |

备注：单位为人民币。工资为 2019 年数据，中国选择全国最低省份工资水平

来源：越南中国商会，人社局，国金证券研究搜

- 对比越南和中国的最低工资标准可知，越南与中国最低工资水平相差不大，越南约为中国的 80%。越南的矿山、冶炼、电力、金融和电信等行业工人收入较高，平均 443 美元，而纺织业属于中低端行业，因此在中低端劳动领域的平均工资水平上，越南相较于中国的优势不明显。
- 相比越南，缅甸劳动力的整体工薪水平较低，但近几年劳动力平均工资上涨很快。截至 2017 年底，缅甸普通工人月平均工资为 10-20 万缅甸（75-150 美元），司机、文秘等职员月平均工资为 30-50 万缅甸（220-380 美元），高级技术人员、工程师以及金融、贸易行业从业员工工资更高。自 2018 年 5 月起，全国不分地区和工种，统一执行最低工资标准，月薪 4800 缅甸（约合 3.55 美元）。缅甸普遍采用 5 天 8 小时工作制，超时工作需支付加班费。
- 2017 年，柬埔寨将制衣、制鞋业最低工资标准提高至月薪 170 美元。据世界银行相关报告显示，金边市薪资水平如下：高级经理 1000-1500 美元、中级经理 500-1000 美元、初级经理 300-450 美元、会计人员 300-450 美元、办公室职员 150-250 美元。柬埔寨最低工资标准提高较快，2013 年至 2018 年从 61 美元调整至 182 美元，增长了超过一倍。
- 印度工资在近年呈快速增长趋势，2017 年印度更新了最低工资标准，全国各行业工人的每月最低工资标准将提高到 18000 卢比（约 255 美元），相比之前产业工人工资在 6000-9000 卢比/月（约 85-127 美元），增长达到一倍。此外，雇主的雇员各需缴纳工资的 12% 作为社保费用。计算基数包括基本工资、物价补贴等，但不包括房租补贴、加班费、奖金。
- 仅从工资水平而言，早期部分企业选择在东南亚建厂看中的是当地低廉的劳动力价格，而近几年东南亚工资水平快速增长，预期未来几年依旧能保持较高的增长速度，因此即使当前东南亚工资水平与中国仍有一定差距，但长期来看东南亚的劳动力资源优势将不及市场预期的明显。同时随着这些年来外商投资不断增多，对于劳动力的需求也不断提升，使得现在工厂在越南招工难度加大，这个情况在一类地区格外明显。
- 在实际操作层面上，东南亚国家工人存在受教育程度低、不加班且休假多、缺乏专业技能、建厂初期需要国内团队扶持、前期培育期投入较高等诸多问题，使得东南亚工人的劳动产出率不高，这也是当前只转移了部分低附加值纺织产业的原因。以工作时间为例，东南亚的劳工组织具有非常严格的劳工管理制度，对于工人薪资、工作环境、加班时限有着严格的规定。
- 因此东南亚国家的工资优势部分会被工人低下的劳动效率所抵消，在综合了工资水平、工作时间、节假日和工人技能熟练度等因素之后，对企业而言，达到相同的劳动产出所需要的成本或与国内环境相差不大。

图表 12：2017 年东南亚各国与中国劳动力成本对比

| | 越南 | 缅甸 | 柬埔寨 | 印度 | 中国 |
|---------|---------------------|--------------------------|---------------------------------------|---|----------------------------------|
| 平均工资/美元 | 292 | 131 | 170 | 255 | 924 |
| 工作时间 | 每周 5-6 天每天 8 小时，不加班 | 每周 5 天每天 8 小时，不加班 | 每周 5 天每天 8 小时，不加班 | 每周 5 天每天 8 小时，加班付双薪，每季加班不得超过 50 小时。 | 至少 8 小时，根据 公司要求 时常进行 加班 |
| 节假日 | 与中国类似，法定假日共 10 天 | 法定假日共 26 天，其中泼水节至少放假 8 天 | 法定假日共 31 天，职工年假 40-58 天，可申请病假不超过 90 天 | 法定假日共 11 天员工在工作满 240 日后，每 20 日可有 1 日带薪年休假 | 法定假日共 11 天 |

来源：商务部对外投资合作指南，Wind，国金证券研究所

2.5 东南亚及印度土地资源具有优势，但土地价格亦呈现快速上涨

- 相比于中国的土地租金，当前东南亚的土地成本仍旧具备一定优势。与东南亚的人工成本类似，由于东南亚早期成本优势较为明显，吸引了一部分企业前去投资建设，需求推动下使得东南亚的土地租金持续走高。
- 以越南为例，截至 2019 年上半年，目前全国工业区总数为 326 个，总占地面积 9.55 万公顷，工业用地约达 6.56 万公顷，占 68.7%。其中，已经投入使用的工业区共 251 个，占地面积约 6.62 万公顷，企业入住率达近 74%，75 个工业区正在进行拆迁补偿中，占地面积约 2.93 万公顷。截至 2019 年 6 月，各工业区和经济区已吸引外国直接投资项目 340 个，注册资金达约 87 亿美元。截至目前，越南吸引外资项目共 8900 个，注册资金达约 1860 亿美元。越南政府将所有工业园区按所处区域的贫困程度分成 4 类，越贫困地区，享受到的各项优惠条件越多。由于越南土地资源有限，中低端纺织产业向越南转移已有 8 年之久，当前化纤企业若要投资越南，只有到十分贫困的地区才能享受到适当的优惠政策，实则也是不利于化纤产业的转移的。
- 此外，现阶段越南主要省市工业园区入驻率已经较高，截止 2018 年 6 月份，胡志明市各工业区总面积达 4206 公顷，企业入住率达 77%；同奈省工业区面积达 9813 公顷，企业入住率达 85%；平阳省工业区面积为 10931 公顷，据全国第一，企业入住率达 88%；平福省工业区面积达 1305 公顷，企业入住率达 85%。在大量外资持续涌入的情况下，各园区入驻率将进一步上升，土地资源将面临供不应求的情况，工业用地租金价格将不可避免的面临飙升。
- 但中国拥有广阔的土地资源，据中国土地勘测规划院统计数据，截止至 2014 年，中国工矿仓储用地达到 249.2 万公顷，而 2015 年至 2018 年中国 100 大中城市新供应了约 12.83 万公顷的工业用地，广阔的工业用地空间为化纤产业的持续发展提供可能。此外，越南一线城市工业用地租金几乎与国内一线城市持平，据越通社 2016 年数据，胡志明市范围内工业用地租金价格均价达到每平方米约 126 美金，其中租金最高的是第七郡，达到约 260 美金/平方米。同期中国北京、上海工业用地成交租金价格为 231 美金/平方米和 132 美金/平方米，越南土地成本优势逐步减弱，且随着大量外资的流入土地租金将持续飙升，相比之下，中国土地资源在充足的供应下，租金迅速飙升可能性较低。因此，虽然现阶段东南亚国家土地资源仍具有一定的成本优势，但随着土地租金价格的迅速上升，该优势也将逐步消失。
- 但印度土地价格和中国工业用地相比，没有明显竞争力，普纳、金奈等新兴工业城市周边，较成熟的工业开发区土地年租金一般为 13 万-20 万元人民币/亩，租期 40-99 年不等。早在 2013 年下半年，印度哈里亚纳邦工业园区内已开发好的土地售价大约在每平米 80 美元左右，其中 Gurgaun 地区约为每平米 120 美元；印度北方邦 Noida 开发区内土地售价约为每平米 150 美元。当期中国长三角地区工业用地平均价格为 143 美元/平方米（约

900 元/平方米)，全国工业用地均价约 112 美元/平方米（700 元/平方米），印度工业土地价格早在 2013 年就基本和国内持平，土地优势不明显。

2.6 东南亚各国及印度能源情况各异，但能源供应存在不稳定的风险

- 越南洁净水价地域差异较大，实行阶梯计价方法，价格随着用量增加而增加。以胡志明市为例，2017 年居民用水和工商业用水价格在 0.252-0.796 美元/立方米范围内，2020 年前每年在基本价格基础上自动上浮 6%。此价格不含增值税。
- 在电力方面，越南自 2017 年 12 月 1 日起商品电平均零售价为 0.076 美元/度。同时，电价因用电时段、行业、电压、主体性质不同有较大差别，价格范围在 0.037 美元/度到 0.187 美元/度之间。此价格不含增值税。
- 液化天然气方面，其价格随市场波动较大，在 2017 年 12 月居民用气价格约合 1.29 美元/公斤。工商业用气价格略高于此价格。价格不含增值税。
- 缅甸在基础能源方面的价格对本国和外国人实行不同的收费标准。缅甸的大中城市都有市政供水。以仰光为例，缅甸国民用水价格仅为 55 缅币/立方米，约 0.036 美元/立方米，外国人用水价格则为 1 美元/立方米，价格差距达到 28 倍。
- 缅甸主要通过水利发电，是一个缺电的国家，尤其是在旱季，电力缺乏问题十分明显，哪怕在缅甸经济中心仰光，也经常出现停电情况，因此许多企业和家庭都自备发电机。缅甸目前的电力价格标准从 2014 年 4 月起开始实行。居民用电每月 100 度内 35 缅币/度，101-200 度 40 缅币/度，201 度以上 50 缅币/度。工业用电每月 500 度以内 75 缅币/度，501-10000 度 100 缅币/度，10001-50000 度 125 缅币/度，50001-300000 度 150 缅币/度，300001 度以上 100 缅币/度。此外，在用电方面也实行本国和外国不同的标准，对外国人另视具体情况收费，还要收取变电器损耗费、电表保护费、功率费等多项杂费。此外也有消息称，政府将要进一步上调电费。
- 在天然气方面，缅甸没有用于居民的天然气管道，普通消费者需要购买罐装天然气，价格约合 1.03 美元/公斤。
- 柬埔寨虽然在水电资源上丰富，但由于基础设施落后，开发不足，导致常规的水电供应短缺，使水、电、气成本较高。2017 年，电价平均为 0.124 美元/千瓦，自来水平均价格为 0.19 美元/立方米、煤气平均价格为 20 美元/15 公斤装每桶。
- 印度虽然是全球第三大电力生产国和第四大消费国，但电力供应仍然面临较大缺口，除部分经济发达地区如古吉拉特邦、马哈拉施特拉邦可以保障 24 小时供电外，其他各邦用电高峰期间断电的情况时常发生，制约印度经济发展。其中南部、东北部以及北部地区电力缺口较为明显，分别为 22.2%、12.9%和 1.4%；西部地区与东部地区电力供应较为充沛。投资体量较大的产业园区大多计划自备电站，部分企业特别是制造业企业配置小型发电机组和断电保护系统等。工业用电在 10KW 以内每度 0.107 美元，并收取每月每千瓦 1.13 美元的固定费用，10KW-100KW 之间每度 0.09 美元，并收取每月每千瓦 1.275 美元的固定费用，100KW 以上每度 0.12 美元，并收取每月每千瓦 2.125 美元的固定费用。
- 在天然气方面，以新德里(NCR)为例，压缩天然气(CNG)每公斤 0.55 美元，管道天然气(PNG)两个月内使用量在 36 立方米以内的部分 0.357 美元/立方米，36 立方米以上的部分 0.666 美元/立方米。
- 商业/工业用水每月少于 6 千升的部分每千升 0.25 美元，并收取每月固定费用 2.07 美元，6-15 千升之间每千升 0.37 美元，并收取每月固定费用 4.15 美元，15-25 千升之间每千升 0.5 美元，并收取每月固定费用 8.3 美元，25-50 千升之间每千升 1.245 美元，并收取每月固定费用 14.52 美元，50-100 千升之间，每千升 1.9912 美元，并收取每月固定费用 16.59 美元，100 千升以上每千升 2.49 美元，并收取每月固定费用 18.667 美元，此外每千升加收 60%的污水处理费。

图表 13：2017 年东南亚各国与中国能源价格对比

| | 越南 | 缅甸 | 柬埔寨 | 印度 | 中国 |
|------------------------|-------------|----------|-------|-----------|------|
| 水价 (美元/立方米) (不含增值税) | 0.252-0.796 | 1 | 0.19 | 0.25-2.49 | 0.76 |
| 电价 (美元/度) (不含增值税) | 0.076 | 0.05-0.1 | 0.124 | 0.9-0.12 | 0.08 |
| 气价 (美元/公斤) (不含增值税) | 略大于 1.29 | 1.85 | 1.33 | 0.55 | 0.38 |

来源：商务部对外投资合作指南，Wind，国金证券研究所

- 综合能源供应来看，基础能源相对于我国的价格来说，并没有特别大的优势。由于其供应紧缺或者不稳定，以及能源供应的稳定性与生产环境的气候条件均对聚酯的生产成本有重大影响，使得当地并不适宜发展聚酯这样的大型化纤工业。聚酯纤维生产过程中，侧/环吹、上油等环节对环境温度及湿度要求苛刻，环境改变容易使纤维产品应有的粘性、拉伸强度、韧性等指标出现问题，国内工厂车间内一般通过空调和蒸汽设备来调节车间内温度湿度恒定。东南亚高温高湿环境不利于化纤生产，工厂降温除湿所需的能源消耗量可能是国内的数倍，使得东南亚总体能源成本不具优势，因此不利于化纤产业向东南亚的转移。
- 此外，化纤属于连续生产，开停车不易且成本较高，全年除检修时间外基本处于生产状态。供电不稳定会对化纤工厂带来巨大的损失。而下游纱线、成衣等生产时间相对分散，尤其以劳动密集型的成衣加工可以实现即开即停，一次电力中断对纺织企业的影响较小。
- 因此，东南亚当前的供电、供水及气候环境并不适宜化纤产业链向其转移，只适宜部分低端的纺织、面料产业。

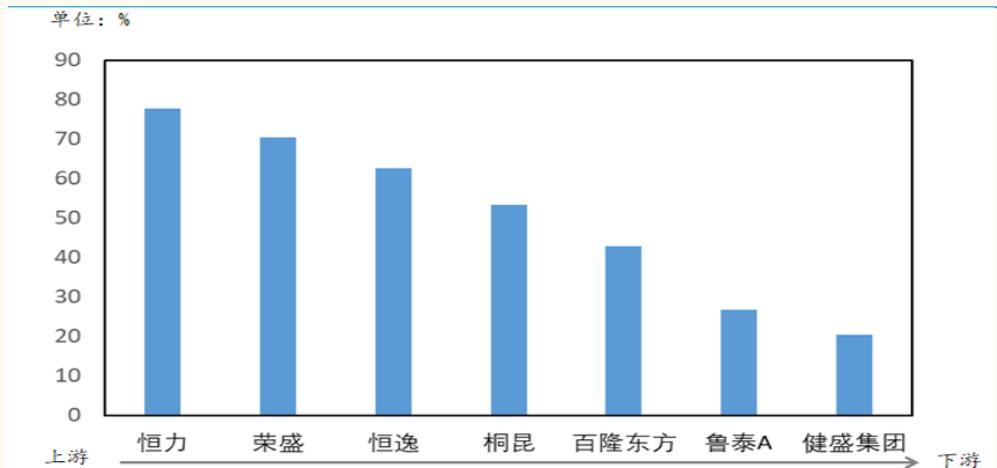
2.7 东南亚及印度金融环境落后，企业融资环境不如中国

- 东南亚金融环境与中国存在非常大的差距，以越南为例，越南实行严格的外汇管制，越南盾不可自由兑换，因此不可与人民币进行直接兑换。外资企业进入越南需要至少两个外汇账户，分别对应不同的汇入汇出的职能：一个是只能在越南当地开设的 FDI 账户，另一个是结算账户。企业在汇入汇款时是没有限制的，但是在汇出汇款或购汇时需要提供复杂的材料，且需要符合越南外汇的管制规定。这在一定程度上增加了企业的资金管理成本。
- 越南在近几年 GDP 增长十分迅猛，2018 年约为 7%，投资也需要考虑可能存在过热风险。根据河内市政府 96/2014 号决定以及胡志明市政府 51/2014 号决定的相关规定，2015 年 1 月至 2019 年 12 月 31 日河内市和胡志明市市区土地根据区位不同销售价格分别为 320-4574 和 991-7265 美元/平方米，增长了约 1 倍。据越南房地产网站公布，2017 年 5 月，河内和胡志明市公寓房价格分别约为 762-4260 美元/平方米和 852-7505 美元/平方米。优质的房产已经和上海浦东房价趋于一致。近 4 年越南盾兑美元比价年均贬值 1% 左右，呈连续贬值趋势，越南的汇率风险亦是企业需要考虑的因素。
- 融资方面，外资企业与当地企业享有同等待遇，金融机构根据客户的贷款需求和还款能力及自身的资金能力决定贷款额度。金融机构对于单一客户的融资金额不得超过金融机构注册资本金的 15%，集团关联企业不得超过金融机构注册资本金的 25%。在美元贷款方面，越南有严格限制，规定企业申请的美元贷款必须用于支付商品或劳务进口，且有能力用自有外汇收入支付还款。
- 印度政府放开了外汇管制，经常账户下的卢比可以自由兑换。非居民的资本账户也几乎可以完全兑换卢比。但在实际操作中，政府对资本流动有很

多具体的规定和限制，比如外国投资者在印度直接投资，需要在 30 天内向储备银行报告股份转让、汇款金额等信息。

- 就融资而言，印度法律不允许印度金融机构向外国公司进行卢比贷款。因此，外国公司必须在注册地寻求金融援助。印度储备银行禁止此类贷款汇出印度境外。由于根据印度法律，由外国所有或控制的印度企业仍被视为“印度本土企业”。因此，所有外国公司的子公司、合资方或此类外国企业的被投资公司仍可以从印度金融机构获得卢比贷款。但是贷款的用途需要通过印度金融机构的审批，其中印度法律不允许在收购印度本土企业股权时进行金融支持。因此，即便对印度本土企业来说，国内贷款几乎都不是一个在投资和收购时进行融资的好的选择。
- 对比化纤及纺织产业链上几家上市公司的资产负债数据如图表 14 所示。

图表 14：化纤产业链主要上市公司 2018 年负债率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 可以看到，越靠近化纤产业链上游，公司的负债比重越高，因为对于石油化纤这样的重资产行业，保持一定的负债率可使企业能够有效地取得和支配更多的资金量，可用于改善技术工艺、扩大企业规模、增强企业的经济实力和竞争能力等。而越接近纺织产业链下游及终端领域，公司的负债比重越低，对于纺织这样的劳动密集型产业，企业一般通过自有资金或利润进行再生产或工艺改进。
- 公司在东南亚及印度融资受限，使得负债率高的化纤企业的融资困难，不利于企业的长期发展，亦不利于化纤产业链的转移。而低端纺织业的负债率低，企业可保持少量的负债结构来维持工厂的持续生产，对其的影响不如化纤企业明显。

2.8 东南亚及印度宗教文化成分复杂，文化适应是对外来企业最大的挑战

- 东南亚是世界上最复杂的地区之一，各国民俗习惯、宗教信仰相差巨大。缅甸、泰国、老挝和柬埔寨四个国家以佛教为主；马来西亚、文莱和印度尼西亚主要信奉伊斯兰教，印度尼西亚更是世界上拥有穆斯林人口最多的国家；菲律宾和东帝汶是信仰天主教的国家；而儒家文化则在越南和新加坡占主要地位；印度则以印度教和伊斯兰教为主要宗教，部分居民信仰基督教、锡克教、佛教和耆那教。
- 由于民族文化和宗教信仰的差异，东南亚各国都拥有许多本国特色习俗。东南亚国家大部分有宗教信仰，而这些信仰存在的同时也生出许多不能触碰的宗教禁忌。企业进入东南亚，需要学习当地的人文历史，注意尊重当地的文化习俗和宗教禁忌。
- 东南亚各国人口众多，民风淳朴，部分国家英语普及面广，劳动力资源相对丰富。但是受西方文化和民族传统影响，民众大多注重自身舒适度和幸

福感，工作节奏较慢，且工作时间受到工会的严格保护。因此，对于崇尚加班的中国企业而言，接受东南亚的当地文化是一件具有挑战性的事情。

- 此外，部分国家国民与华人的关系可能会影响企业的正常经营生产。虽然新上任的越南领导对中国有友好倾向，中越关系预计在未来一段时间内相对稳定。但是也存在潜在风险，例如越南与中国在历史文化交割、南海问题等地缘关系因素放大和扭曲宣传，直接影响当地对中资企业在越南投资的情感，导致中国对越南投资误解甚多。意识形态差异亦是中国企业在东南亚经营的一个不确定因素。

2.9 东南亚及印度基建规模远远落后于中国，不利于发展大型化纤工业

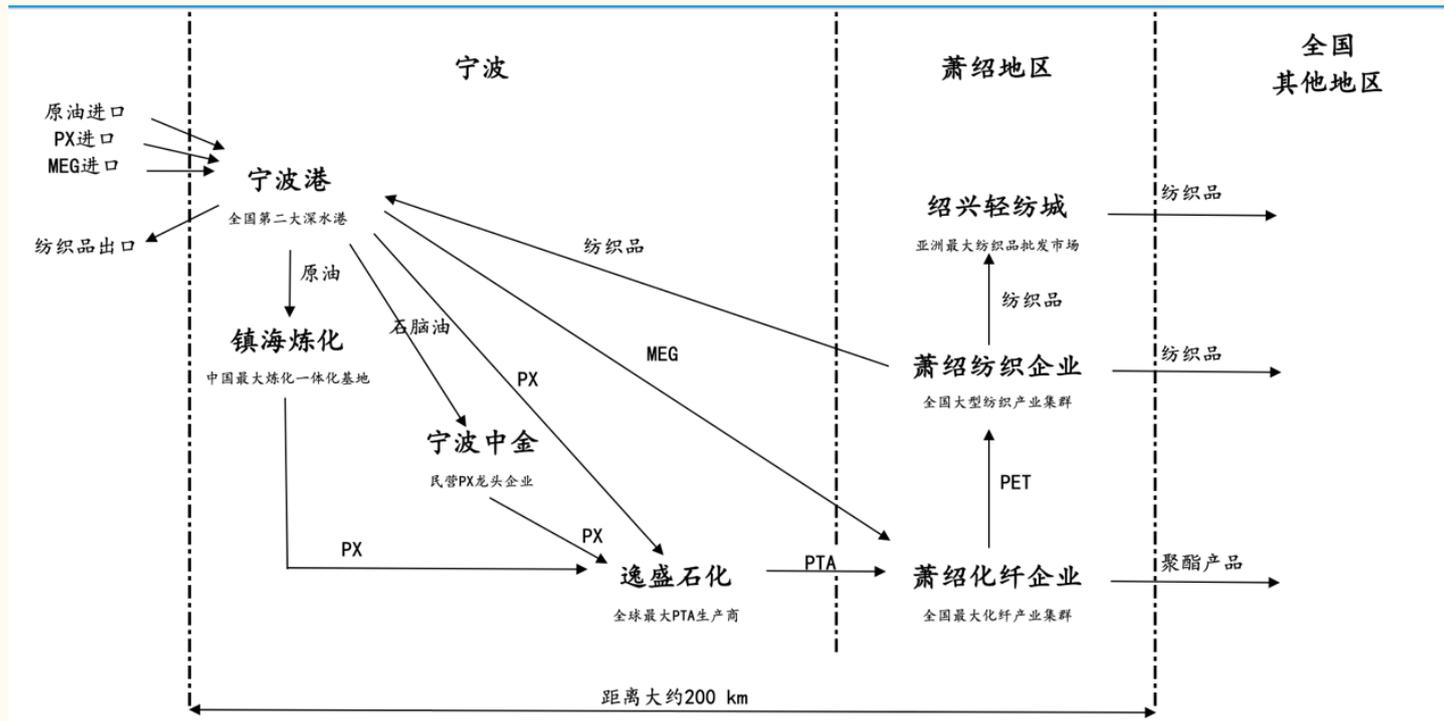
- 在基础设施上，以越南和印度作为分析。公路运输为越南主要运输方式，国道、省道和高速公路构成主要公路交通网。截至 2017 年底，上述三类已投入使用的公路总里程 45817 公里，其中，国道 17300 公里、省道 27700 公里、高速公路 817 公里。目前，在建和拟建的高速公路 40 多条线，全长 6313 公里。主要依靠国家财政投资、民间集资和国际组织和外国政府贷款。
- 越南国家铁路网总长 3160 公里。随着廉价航空和高速公路的快速发展，铁路运输业虽然正在改善售票服务、车站质量和服务风格，但运行时速不足 90 公里、设施设备老旧、费用竞争力不足的铁路运输正面临激烈竞争。目前，越南铁路客运量占全国旅客交通运输量的比重不足 1%，原因是铁路基础设施落后，与其他交通方式相比，旅客把乘坐火车作为最后的选择。2017 年，越南铁路共运送旅客约 945 万人次，同比减少 3.5%。
- 在海洋运输上，越南现有海港 49 个，其中一类港口 17 个，二类港口 23 个，三类港口 9 个。全国海港设计吞吐能力约 4 亿吨/年，但是全国尚无国际中转港，进出口货物均需经新加坡、中国香港等地中转。
- 印度全国公路里程数居世界前列。根据印度交通运输部统计，印度公路总长约 490 万公里，公路承运量占全国客运总量的 85%和货运总量的近 60%。其中，国道和高速公路总长 9 万公里；邦道总长 15 万公里；其他道路和村道总长 445 万公里。印度道路路况较差，道路运输能力不足，国道中约 75% 的路段为单向 2 车道及以下。公路交通秩序混乱，运输效率不高。
- 在铁路运输上，印度铁路在 2017 年总长 6.6 万公里，居世界前列。全国约有 8500 个火车站，日均发车量达到 21000 次。在客运方面，铁路仍是印度人民长途旅行的首选出行方式。2015 年，印度每天有超过 2300 万人次选择铁路出行，全年累计输送旅客 82.3 亿人次。在货运方面，2015 财年，印度铁路货运总量达到 11 亿吨，主要运输产品包括：矿石、钢材、化肥、石化产品以及农产品。现阶段，印度列车运行速度仅有 130 公里/小时，铁路相对老化而落后，铁道标志和车辆老旧，政府计划以公私合营的方式对全国 22 个主要火车站进行现代化改造，将平均时速提升至 160-200 公里/小时，以减少主要车站间的通行时间，并计划到 2020 年新增铁路 25000 公里。
- 印度拥有 7517 公里海岸线，海运能力位居世界第 16 位，拥有 12 个主要港口和 187 个非主要港口，其中主要港口 2015 年最大吞吐量为 8.7 亿吨。12 个主要港口中的 6 个位于印度东海岸，分别是：加尔各答、帕拉迪普、维沙卡帕特南、恩诺儿、金奈以及杜蒂戈林；6 个位于西海岸，分别是：根德拉、孟买、加瓦拉尔·尼赫鲁港、莫尔穆加奥、新芒格洛尔港以及柯枝。这 12 个主要港口由印度政府直接管理。187 个非主要港口中仅有三分之一处于运营状态，且由各邦政府的海事董事会(Governments' Maritime Boards)管理。
- 反观我国在过去基础设施建设上取得的成绩，当前我国铁路总里程 13.1 万公里，位居世界第二。世界第一的美国是 15 万公里，但我国铁路电气化里程是美国的 53 倍，直接使得我国铁路运营效率远远高于美国。我国高速铁路总里程约 3 万公里，占全球高速铁路总量的 2/3，铁路建设水平遥遥领先。

- 中国公路总里程 477.3 万公里，其中高速公路达到 13.6 万公里，二者规模均为世界第一。
- 中国水路运输条件和港口效率在全球范围遥遥领先，这是东南亚国家基本无法实现赶超的。2018 年全球吞吐量前 10 大港口，其中 7 个是中国港口。东南亚第二大港口（第一大港是新加坡港）是马来西亚的巴生港，其吞吐量仅为排名第一的上海港的 29.3%。化纤产业的原料采购与产品销售基本是全球模式，甚至一些大型化纤企业不同工厂之间的产品运输亦需要依托于公路、铁路或船运。当前东南亚基础设施建设条件有限，且由于政府的外债高筑，比如据越南财政部统计，2018 年，国家预算收入和支出分别达到 613.6 亿美元和 710 亿美元，财政赤字为 96.4 亿美元，财政赤字 GDP 占比为 3.6%。越南公共债务 GDP 占比约为 45.6%，人均公债达到 1039.67 美元，总体公债水平接近 948.5 亿美元，对越南财政造成较大压力。进一步导致其也没有能力投资基础设施建设，导致这类国家在当前乃至未来相当长时间内交通运力始终不及中国，无法完成大量产品的运输，甚至一些化工生产过程中的危化品亦没有运输资质。因此对于当前东南亚的基建环境而言，低端纺织产业是可以在东南亚进行开拓的，因为纺织产业的原料、产品均为固体且无毒无害，且辅料用量较低，一般的陆运或船运即可满足要求；但对于涉及到危化品（如液氨）、液体原料（如乙二醇）用量较多的化纤产业，其在东南亚的生产经营势必会受到诸多限制，从而抬高企业的生产成本，这也是不利于化纤产业向东南亚转移的。

2.10 东南亚及印度纺织业上下游配套薄弱，对进出口资源依赖巨大

- 中国的产业链配套是中国远远领先于全球其他市场的又一优势，尤其以宁波、萧绍地区的化纤纺织产业链的一体化配套优势最为明显。
- 宁波港是中国第二大深水港，2018 年港口年吞吐量 7.76 亿吨。宁波港每年进口全球各地原油约 4900 万吨，原油上岸后管输至宁波镇海炼化进行原油加工。镇海炼化作为当前中国大陆最大的国营炼化一体化化工厂，拥有 2300 万吨原油炼化能力及 52 万吨 PX 产能。宁波港进口的燃料油和石脑油进入宁波中金，PX 年产能 160 万吨。PX 是 PTA 的主要原料，中国最大的 PTA 生产商逸盛石化在宁波逸盛工厂 PTA 产能约 550 万吨。逸盛出产 PTA 及市场乙二醇产品运往萧绍进行聚酯生产。萧绍地区同样是全国最大的编织及加弹市场之一，聚酯产品进行加工得到的面料、布料等产品，或是通过绍兴轻纺城（亚洲最大的面料交易市场）销售至全国各大面料加工厂生产服装、家纺等产品，或是再次通过宁波港出口至东南亚等纺织集群地。

图表 15：宁波-萧绍化纤产业集群示意图



来源：国金证券研究所整理

- 可以看到在中国东部沿海一个直径仅 200 公里的范围内，实现了从原油到面料的全套产业链，最大程度地实现了产业增值。这样产业链上下游一体化的生产经营模式，在全球范围内都是独一无二的。并且在这样的背景下，萧绍地区化纤产业已从劳动密集型产业转型，在完成了规模化和差异化的竞争后，实现了精细化的高质量发展，中国更加没有将化纤产业链向东南亚转移的必要性。
- 相比之下，东南亚产业链一体化配套十分薄弱，基本没有上规模的大型化纤或纺织企业。以越南为例，越南规模较大的纺织企业代表为越南国家纺织品服装集团 (VINATEX)，根据越通社报道的该公司 2019 年股东大会显示，2018 年营业额为 48.658 万亿越盾（约合 21 亿美元），税前利润约达 1.532 万亿越盾（约合 6600 万美元），而印度国家纺织公司 (NTC) 2017 财年营业额为 222.853 亿印度卢比（约合 3.15 亿美元），税前利润为-2.79 亿印度卢比（约合-3946 万美元），与我国纺织龙头企业的营收水平相差较大。越南和印度纺织业当前整体实力仍不强，产业链多环节缺失，面料技术落后是制约当地纺织服装业发展的主要原因。前文已经提过，越南成衣生产消耗了国内绝大部分的面料产出，约 27 亿平方米，另外还需依赖 60.6 亿平方米的进口布料。因此越南本地纺织服装企业主要还是以制造成衣为主。越南境内已有的面料制造、纺织纱线基本都需要以中国为代表的外商投资。
- 由此可知，东南亚和印度当地的纺织产业仍处于相对落后的水平，尚未突破纱线、面料的制造瓶颈，短期内更不可能实现化纤产品、化纤原料的规模化生产，其目前纺织产业的支柱仍为成衣加工这样低端的劳动密集型产业，中国仍将是东南亚面料、化纤产品的最大进口来源。

2.11 东南亚及印度制造与中国智能制造存在质的差距，未来中国化纤将更具竞争力

- 如前所述，中国化纤产业已走上新的台阶。随着信息时代的到来，智能制造已成为中国化纤产业的新目标，各企业在数字化工厂、客户价值挖掘、工业互联网、重构商业模式、人工智能等方面均有不同程度的探索，并取得了一定的成果。

- 智能制造是以制造环节的智能化为核心，以端到端数据流为基础，以数字作为核心驱动力。数字化工厂通过信息技术手段，实现产品从设计、生产、物流和服务等各个环节的数据串连，加速决策，提高生产准确性，甚至可以对生产过程进行分析和优化处理，进而实现业务流程、工艺流程和资金流程的协同，以及生产资源（材料、能源等）在企业内部及企业之间的动态配置，对企业而言意义重大。客户价值挖掘、工业互联网、重构商业模式、人工智能等方面对化纤产业整体运作模式亦会产生颠覆的影响。
- 在产业链成熟的市场不断增加研发、知识产权及服务、咨询等方面的资金投入时，一些发展中经济体的低技能劳动者可能面临颠覆性冲击，这既因为部分生产活动向低工资国家转移，也因为自动化将替代某些类型的劳动。提高生产率和技能水平是发展中经济体打造差异化优势的关键元素。
- 历史上，出口导向的劳动密集型制造业一直都是中低收入国家赶超的唯一途径。现在，随着自动化技术逐渐侵蚀了低工资劳动力的规模优势，这条路径可能已经逐渐收窄。因此在纺织产业方才起步、产业模式仍以劳动密集型为主的东南亚地区，10年内能够承接中国化纤产业显得不切实际，东南亚只可以中国化纤产业链的附属成衣加工工厂的身份存在。

2.12 小结：东南亚及印度优势趋弱，PTA/聚酯建设成本仍显著高于中国

- 早期东南亚及印度由于成本优势和政策引导，诸多中资企业进入区域内进行成衣加工与纤维面料生产，东南亚纺织业开始兴起。但在近几年投资需求带动下，东南亚及印度地区的成本优势已不如过去明显。除人工、土地、能源成本方面的优势已严重低于市场预期外，其他如金融环境、基础设施建设、产业链配套、数字化转型等多方面均与中国存在较大的差距。归纳总结如下：
 - **政策引导：**由于低端纺织加工业向东南亚及印度转移符合国家发展战略，区域内国家园区税收政策相比国内确实有不小的优惠。
 - **关税协定：**由于目前东南亚及印度纺织产业未形成规模，因此关税方面具有优势；但需要对比的是，中国在受到全球最多反倾销调查的背景下，其化纤纺织产品依然具有全球竞争力。
 - **产业现状：**东南亚与印度产业规模小且增长缓慢，中国产业规模巨大但依然具有很高的增长潜力。
 - **原料成本：**内外棉价差缩窄至 1000 元以内，东南亚和印度的纺织业原料成本优势已基本消失；东南亚化纤产品基本依赖进口，化纤方面是中国更具原料成本优势。
 - **人工成本：**东南亚及印度人工成本低廉但增长迅速，考虑工人工作时间、节假日、技能熟练度等因素后，该地区人工成本可能比国内更高。
 - **土地成本：**东南亚园区数量有限且增长不足，虽然当前土地成本低于国内，但近几年已出现了成倍的增长。
 - **能源成本：**东南亚和印度的电价与水价整体比国内略显优势，但电力供应不稳定，其高温高湿的环境亦不适于化纤产品的生产。
 - **融资成本：**东南亚及印度金融环境较差，货币流通性不高，信贷利率高于国内水平，不利于重资产行业的发展。
 - **宗教文化：**东南亚各国及印度宗教成分复杂，且存在诸多不可触碰的宗教禁忌，对企业进入该地区带来了不便；此外部分国家与中国存在误解，不利于企业的正常生产。
 - **基础设施建设：**中国基建水平全球领先，其规模是可以长期承担 5000 万吨乃至更多的化纤生产量的。
 - **产业配套：**中国的化纤产业链从原油到面料可以只在一个 200 公里的经济圈内完成，这样的产业集群既为其进一步扩大规模提供优势，又为产业链的智能转型提供可能。

- **智能制造：**信息时代，中国的化纤产业在研发和服务端加大投入，未来将向着颠覆传统的方向转变，竞争力只增不减；而东南亚尚处在纺织产业链低端，没有能力承接中国的化纤产业链，未来亦不会与中国市场形成竞争。
- 基于以上因素，在东南亚进行大规模化纤产业链发展的成本相对于中国并未有明显优势。这也与当前转移至东南亚的仅为部分劳动密集型低端纺织业的现状吻合。基于以上对比分析，可以认为中国化纤产业链具有长期不可替代性，向东南亚发生转移的可能性较低。

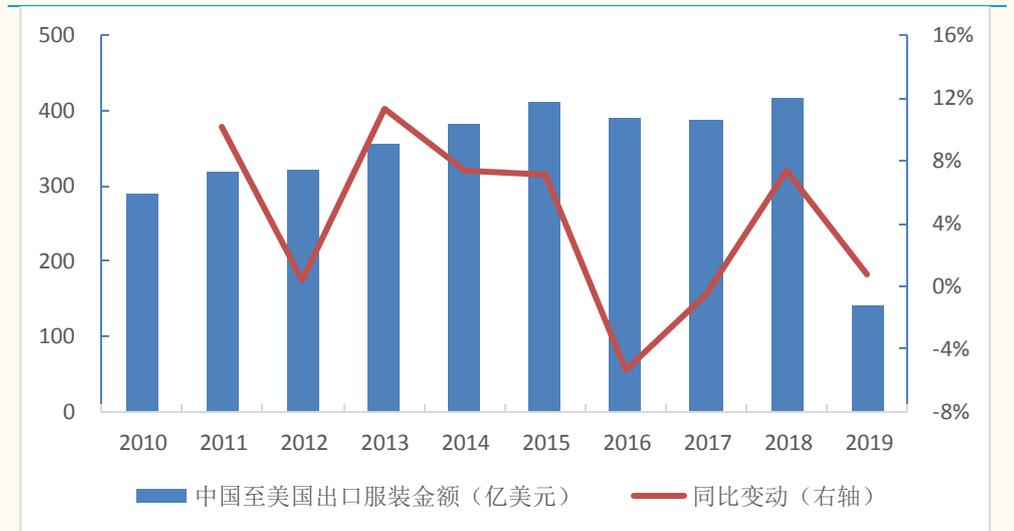
3. 中美贸易摩擦对化纤产业转移的影响十分有限

- 2018年3月以来，中美贸易摩擦愈演愈烈，为全球宏观经济及各个行业发展带来了较高的不确定性。针对化纤纺织产业链，虽然就当前美国已公布实施的2500亿加税清单而言，化纤纺织产业链受到的影响十分有限，但美国后续可能会实施的3250亿加税清单包含了几乎所有中国出口到美国的纺织服装产品，其规模之大引起了部分国内纺织下游市场的悲观情绪，进而一定程度上抑制了当前终端市场的需求热情。我们拟从中美贸易摩擦对国内化纤产业链的影响以及东南亚出口的成衣加工原料来源两方面论证，中美贸易摩擦主要是对市场情绪的影响，在实际贸易层面对国内化纤产业链的内需与外贸影响均较小，中国将长期处于全球“化纤-纺织”产业链的主导地位。

3.1 贸易摩擦对中国服装竞争力影响不大，服装出口量处于正常波动范围

- 虽然美国是中国服装的最大出口国，但从比例来讲，中国对美国服装产品出口仅占中国服装总出口量的17%，而美国从中国进口服装产品却占到美国服装总进口量的51%，且短期内尚无任何国家能够承接中国全部服装订单的转移。按2017年出口美国服装总额为387亿美元，以25%的关税计算，增加关税或使美国消费者在纺织服装日用消费品的年均支出增加96.75亿美元，美国消费者对于这项支出增加的接受阻力或使3250亿的加税清单最终不会实施。同时，对于美国市场而言，由于中国化纤产业链高度发达，决定了其纺织服装价格低廉，因此对于原有关税不高的产品，即便加征25%关税，中国产品在全球来看依旧具有价格优势。
- 从2018年4月发生贸易摩擦至今，中国对美国服装出口量基本处于过去10年的平均水平，未出现明显的出口紧缩，服装出口量处于正常波动范围，表明从服装贸易商的角度而言，贸易摩擦暂时对中国服装竞争力影响不大。

图表 16：近十年中国纺织服装产品对美国出口变化情况



来源：Wind, 国金证券研究所

3.2 贸易摩擦影响纺织品贸易方式：深挖中国/越南/印度/美国纺织品进出口数据

- 我们认为由于全球服装需求并不会因为中美贸易摩擦而凭空消失，贸易摩擦影响的是相关商品的贸易方式，比如通过第三国转口方式规避关税。我们发现中国对越南的有关纺织品出口同中美贸易形势有明显的联系。

中美贸易冲突自 2017 年 6 月底开始：2017 年 7 月开始，中国向越南纺织品出口金额飙升

- 中美贸易冲突最早起始于 2017 年 6 月底，由于美方对台出售武器装备及美国财政部对中国实体开展制裁行为，中美关系从积极基调转为充满“不确定性”。根据 HS 海关代码，将第 60 章商品归为半成品类商品（主要为针织物及钩编织物），将第 61 章、第 62 章及 63 章合计为成品类商品（分别为针织或钩编的服装及衣着附件、非针织或非钩编的服装及衣着附件和其他纺织制品、成套物品、旧纺织品），从中国出口越南半成品及成品商品金额来看，从 2017 年第三季度起，中国向越南出口纺织类成品及半成品商品金额开始突然飙升，2017 年下半年中国对越南纺织类成品商品出口金额上升 80.1% 达到 1954.4 百万美元，半成品商品中国至越南出口金额为 1652.4 百万美元，同比增长约 28.98%。2018 年仍保持出口金额飙升的情况，2018 年全年成品类商品出口额同比上升 44.6%，达到了 4359.3 百万美元，而半成品类出口额为 3631 百万美元，同比上升 18.41%。由于原材料及半成品类产品在 2018 年 7 月被列入征收关税清单且被征收关税至今，美方持续将“征收额外 3250 亿美元中国商品惩罚性关税”作为威胁，截止至 2019 年上半年，中国对越南半成品类出口额仍维持一定的上升趋势，同比上升约 2.5%，达到 1864 百万美元。而成品类商品出口金额开始出现下降，2019 年上半年中国对越南成品出口额下跌至 1277.63 百万美元，同比下降 26.17%，中国厂商存在将半成品出口至越南加工至成品再出口至美国的可能性。

图表 17：中国出口越南成品及半成品商品变化情况（百万美元）



来源：Wind, 国金证券研究所

- 2017 年至 2019 年一季度美国从越南进口成品类及半成品商品金额呈逐步上升趋势，2017 年及 2018 年美国从越南进口成品及半成品金额分别达到了 11623 百万美元及 12366 百万美元，同比上升了 7.3% 及 6.4%。2019 年上半年美国从越南进口纺织类成品及半成品金额同比上升约 10.89%，达到约 6400.67 百万美元。其中主要出口商品成品类商品美国从越南进口金额在 2017 年至 2018 年有较高的增长，分别增加 787.9 和 742.3 百万美元，截止至 2019 年上半年美国从越南进口成品及半成品商品总额同比 2017 年

上升约 1371.6 百万美元，由于中国向越南出口额及越南向美国出口同期均有较明显的增长，在中美贸易冲突背景下，中国厂商可能将大量纺织品类及服装类商品通过越南进行转口。

图表 18：美国进口越南成品类及半成品商品变化情况（百万美元）



来源：U.S. Department of Commerce, 国金证券研究所

印度上调纺织品关税：中国通过印度转口可能性较低，出口金额逐渐下降

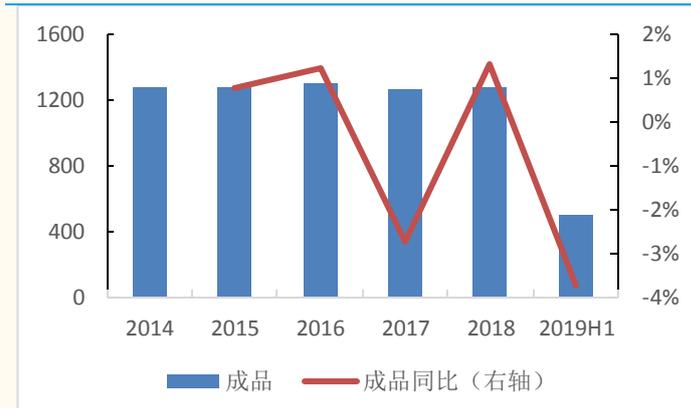
- 印度为保护本土纺织产业，在 2017 年底决定上调涉及海关税号 50 至 63 章的纺织品服装进口关税，在现行 10%—15% 的基础上，将进口税率上调至 20%—25%，此前税率高于 25% 的纺织服装产品（主要是纺织原料，30% 进口税率）则维持不变，2018 年 7 月，印度政府上调了若干纺织品和服装的基本关税，包括纤维、地毯、针织品、某些特制纺织纤维和织物。关税上调幅度为 20%，该项措施从 2018 年 7 月 16 日开始生效。在高额的进口关税的情况下，中国出口印度纺织品金额增速骤降，2017 年中国出口印度纺织类半成品同比增长 10.69% 达到 572.82 百万美元，但 2018 年及 2019 年上半年，同比分别增长 1.25% 和减少 7.27%，出口额达到 580 百万美元及 274 百万美元，向印度出口半成品金额从高增速转为低增速甚至负增长，这一现象也表现在中国向印度出口纺织类成品金额变化上，2017 年纺织类成品商品中国出口印度金额同比减少 2.74%，出口额达到 1266 百万美元，2018 年至 2019 年上半年分别同比增长 1.3% 和减少 3.73%，达到 1282.61 百万美元和 500.9 百万美元，2019 年上半年中国出口印度纺织品金额呈下降趋势。

图表 19: 中国出口印度半成品变化情况 (百万美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 中国出口印度成品商品变化情况 (百万美元)

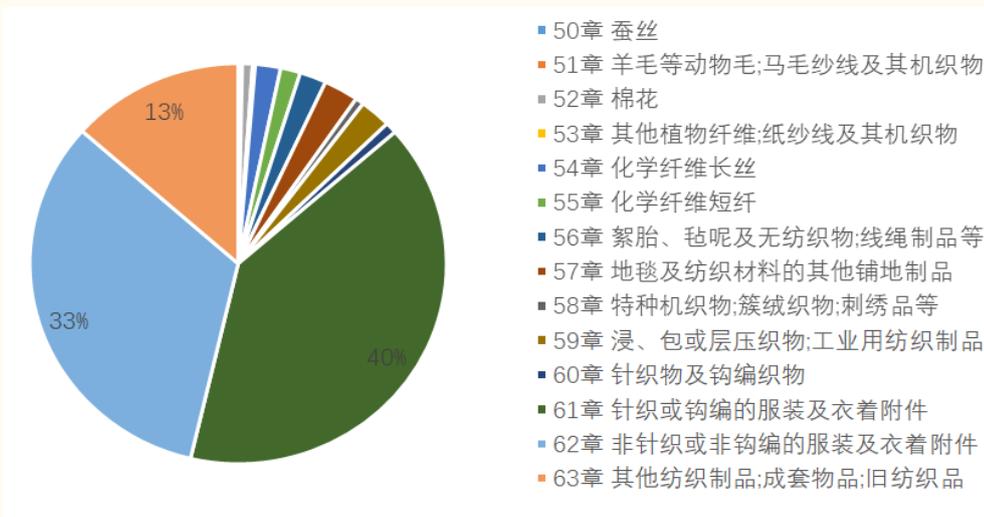


来源: Wind, 国金证券研究所

已经进入关税实质影响名单的品种的出口越南金额持续上升, 并不随中美贸易冲突大环境变化而改变

- 美国在 2018 年 7 月公布额外征收 10% 关税 2000 亿美元商品清单, 其中主要涉及大量纺织类原材料及半成品, 并没有涉及到成衣和纺织类成品关税增加。由于美国在所有纺织类商品进口中, 成品商品 (第 61、62、63 章) 占比最大, 根据 2018 年美国全年纺织类商品进口统计来看, 成品商品比重达到 86%, 仅有 24% 为纺织类原材料及半成品。虽然美国将纺织类原材料及半成品 (第 50 章至第 60 章产品) 列入征收额外关税清单中, 但由于没有涉及纺织类成品, 对中国纺织类商品出口实际影响相对较小。

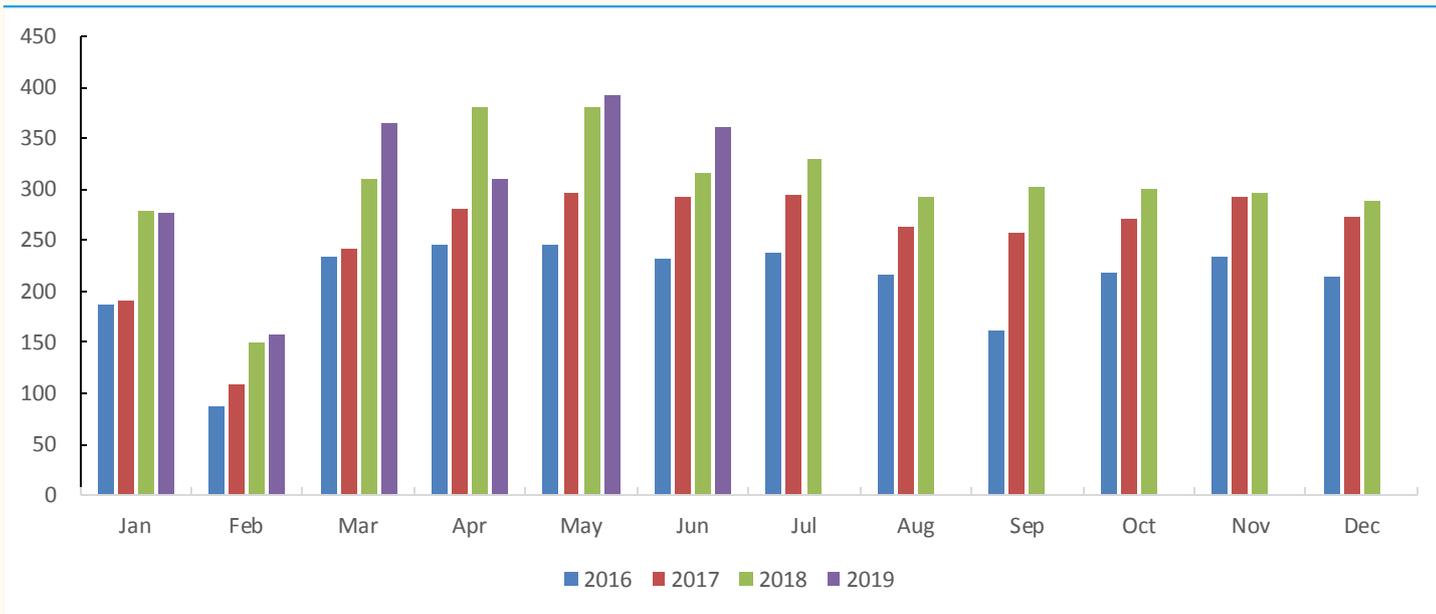
图表 21: 美国进口纺织类商品分布



来源: U.S. Department of Commerce, 国金证券研究所

- 中国厂商可能通过东南亚进行转口来规避美国惩罚性关税。从具体涉及商品来看, 中国厂商持续增加第 60 类针织物及钩编织物商品出口越南金额, 自 2018 年 8 月美国正式对“2000 亿美元中国商品征收关税”开始, 2018 年 9 月至 2019 年上半年, 中国对越南该类商品出口额依旧保持之前的持续显著上升状态。

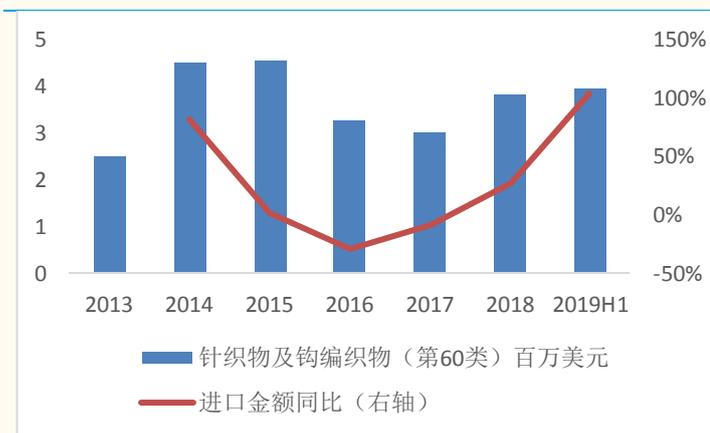
图表 22：中国出口越南第 60 章针织物及钩编织物商品变化情况（百万美元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 根据美国对越南纺织品进口统计，2018 年至 2019 年 1 季度美国从越南进口针织物及钩编织物金额有了较大的增长，2018 年相比 2017 年上升约 28%，达到 3.85 百万美元。2019 年上半年度美国从越南进口第 60 章商品达到 3.94 百万美元，同比 2018 年上半年上升 104%，金额虽然不大，但是幅度巨大。由于越南持续增加从中国进口第 60 章商品金额，而越南在出口美国第 60 章商品金额也有显著的上升趋势，因此，我们认为：对于不能直接对美出口的纺织类商品，中国厂商可能会选择通过东南亚进行转口，然后再出口至美国以避免惩罚性关税。

图表 23：美国进口越南第 60 章商品情况（百万美元）



来源：U.S. Department of Commerce，国金证券研究所

图表 24：美国进口越南第 61 章商品情况（百万美元）



来源：U.S. Department of Commerce，国金证券研究所

- 于此同时，美国从越南进口第 60 章针织物及钩编织物商品金额较低，自 2013 年至 2019 年上半年出口额最高点仅为 450 万美元左右，仅占中国向越南出口该类商品金额的千分之一，这主要由于第 60 章针织物及钩编织物大部分商品为半成品织物，而在美国进口的纺织商品中，成品商品占比最大。2017 年至 2019 年上半年，美国从越南进口第 61 章针织或钩编的服装及衣着附件金额有较明显的提升，2017 年至 2018 年，越南出口美国第 61 章商品金额达到了 6758.5 百万美元和 7149.2 百万美元，分别同比上升 8.4%和 5.78%。2019 年第上半年，越南出口美国该类商品金额同比上升

9.13%，达到 3536 百万美元。第 61 章商品为第 60 章商品下游产品，由于美国从越南进口进口第 60 类商品总量较小，第 61 类商品金额增长较快，而中国出口越南第 60 章商品金额同比 2016 年增长 600 百万美元，存在中国厂商出口半成品至越南进行加工后再出口至美国的可能性。截止至 2019 年上半年，中美贸易摩擦依然比较激烈，美方长期将“对价值 3250 亿美元的中国商品征收惩罚性关税”作为威胁，该 3250 亿美元中国商品清单将涉及绝大多数成衣及纺织成品。因此，我们必须指出的是：由于中美贸易关系的不确定风险，中国厂商为规避未来可能存在的惩罚性关税，存在向越南出口的纺织类原材料及半成品在越南进一步加工成最后成衣出口至美国的可能性。

印度出口美国纺织品成品金额上升，但潜在影响较小

- 据美国商务部统计，2018 年至 2019 年上半年印度向美国出口纺织品金额呈上升趋势。印度出口美国半成品金额维持较快的增速，2017 年美国从印度进口 60.5 百万美元的纺织类半成品商品，同比 2016 年上升 53.5%，在 2018 年年中美国将中国纺织品列入关税清单后，印度出口美国纺织类半成品金额增速无明显增加，2018 年及 2019 年上半年分别达到 76.11 百万美元和 51.16 百万美元，同比分别增加了 25.83% 和 20.88%，较 2017 年增速下降较快。但印度出口纺织类成品商品至美国的金额在 2019 年上半年有明显增加。2018 年美国从印度进口成品商品金额为 6380 百万美元，同比增加 2.99%，略低于 2017 年增速 3.23%，2019 年上半年印度出口纺织类成品金额达到 3512.22 百万美元，同比 2018 年上半年增加 6.79%，增速略高于 2017 及 2018 年同比增速。

图表 25：美国进口印度半成品商品情况（百万美元）



来源：U.S. Department of Commerce，国金证券研究所

图表 26：美国进口印度成品商品情况（百万美元）



来源：U.S. Department of Commerce，国金证券研究所

- 但自美国 2019 年 3 月提出将印度剔除最惠国待遇后，印度对 28 种美国商品征收报复性关税，美印贸易实际也处于相对紧张的状态，如美印贸易冲突进一步加重，美国存在对印度纺织品征收额外关税的可能性。此外，印度 2018 年化纤产量仅约为中国的十分之一，约为 546.7 万吨，而中国化纤产量为 5196.4 万吨，短期内印度难以迅速增加化纤产能，如果印度试图迅速扩大对美出口纺织品金额，挤压中国纺织品市场，将不可避免增加纺织类原材料进口，中国化纤产业链作为全球化纤中心，实际影响较小。
- 从以上分析可以看出：在印度对纺织品进行关税保护的情况下，中国对美不能直接出口的纺织品可能通过出口东南亚进行转口。对于东南亚国家而言，转口订单的增多会使当地纺织工业快速发展，但由于其原料将长期向中国进行采购，因此我们认为中美贸易摩擦对中国化纤产业链的实际影响十分有限，更多的是对情绪与市场预期的影响，也包括对需求节奏以及部分需求主体产生影响（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）。

4. 风险因素

- 民营炼化项目进展不顺，化纤产业上游发展受阻
- 国内经济发展不如预期，纺织终端需求大幅下降
- 中美贸易摩擦进一步加剧，中国公司出口受限
- 东南亚国家大力扶持化纤产业，我国竞争优势减弱
- 油价持续长时间单边下跌，化纤产业链持续由于库存跌价导致长期亏损

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