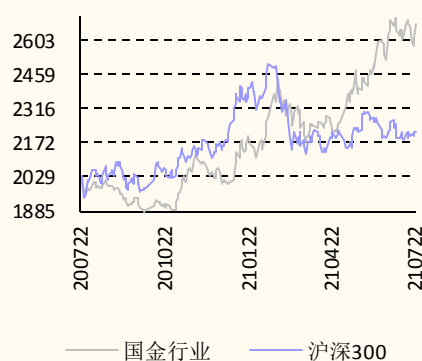


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金石油化工指数	2677
沪深300指数	5152
上证指数	3575
深证成指	15262
中小板综指	13706



相关报告

1. 《大炼化：高成长低估值谁与争锋？—2021年石化行业年度策略报告...》，2020.11.27

刘道明 分析师 SAC 执业编号：S1130520020004
liudaoming@gjzq.com.cn

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

叶佳佳

卫星视角：制造业订单的那些事！

投资建议

通过对中国/印度/越南各国的排放、出行、疫苗接种等高频数据对各国的制造业活跃度进行监测，我们认为东南亚制造业存在受疫情反复存在显著不稳定的现象，从而导致部分订单转移中国。与此同时，我们通过对中国/印度/越南各港口集运船舶卫星数据进行建模，构建独家的国家集运活跃度指数，在印度疫情恢复期间，印度集运活跃度指数出现显著恢复，但中国集运活跃度相比 2019 年仍存在 50%+ 增长，而越南 Q2 集运活跃度持续弱于 2019 年同期水平。因此，我们认为东南亚订单或存在持续转移中国可能性，与市场认为的订单转移仅为短期影响存在较为显著的预期差。

- **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，荣盛石化，桐昆股份，东方盛虹，恒逸石化。

行业观点

- **东南亚制造业及贸易活跃度受疫情反复扰动明显：**我们追踪了东南亚各国港口以及全球集运船舶卫星数据构建了各国的集运活跃度指数，部分印度/越南订单转移或成中国长期出口订单，2021 年 5 月印度疫情略有好转，集运活跃度处于高位，但当期中国集运活跃度并未出现显著下滑，2021/2019 年同比增速依然维持 50%+，伴随印度受疫情反复导致集运活跃下滑，中国 2021/2019 集运同比增速出现显著增长。而越南 4 月起集运活跃度均低于 2019/2020 同期水平，受疫情负面影响较为显著。通过对印度/越南出行、疫苗、排放等制造业相关指数追踪可以显著的发现，在疫情反复阶段，印度/越南出行、排放均出现显著下滑趋势，东南亚制造业活跃度受疫情反复影响。
- **印、越纺织产业链不稳定持续造成订单转移：**通过追溯中国出口欧美纺织成品以及出口印度越南原材料与半成品的变化趋势，其中在印度和越南制造业恢复后，中国对欧盟成品出口相比 2019 年仍同比增长，我们认为部分印/越成品订单存在持续转移中国的可能性，与此同时，越南从中国进口长丝以及纺织半成品金额相比 2019 年同比增速在疫情恢复后虽出现显著下滑，但仍维持 4.5% 以上增速（不同品类增速不同），部分越南纺织原材料及半成品订单存在长期转移至中国的可能性，这与市场认为订单转移仅为短期现象有根本区别。
- **中国“石化-化纤”一体化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“石化-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。

风险提示

(1) 国内经济发展不如预期，纺织终端需求大幅下降 (2) 全球疫情大规模反复，造成全球纺织品终端需求大幅下滑 (3) 东南亚国家大力扶持化纤产业，我国竞争优势减弱 (4) 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. 东南亚和印度发展化纤产业链的劣势显著，远超市场预期.....	5
1.1 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.....	5
1.2 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.....	6
1.3 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.....	6
1.4 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.....	7
1.5 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.....	8
1.6 东南亚及印度各国能源情况各异，但能源供应存在不稳定的风险.....	8
1.7 东南亚及印度金融环境落后，企业融资环境不如中国.....	9
1.8 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.....	10
1.9 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.....	10
1.10 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.....	11
1.11 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.....	12
1.12 小结：东南亚优势趋弱，PTA/聚酯建设成本仍显著高于中国.....	12
2. 卫星监测显示集运受疫情扰动显著.....	13
3. 东南亚疫情推动上下游各类产品订单转移.....	18
3.1 欧美终端消费持续恢复，东南亚疫情反复影响制造业活跃度.....	18
3.2 订单转移影响纺织品贸易方式：深挖中国/越南/印度/美国/欧洲纺织产业链出口数据.....	24
4. 风险提示.....	29

图表目录

图表 1：东南亚部分国家与中国的企业税率比较.....	5
图表 2：东南亚部分国家及印度关税环境.....	5
图表 3：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）.....	6
图表 4：近一年国内外棉价格及价差走势（元/吨）.....	7
图表 5：近十年国内外棉价格及价差走势（元/吨）.....	7
图表 6：2019 年越南与中国最低工资标准对比.....	7
图表 7：2019 年东南亚各国与中国的劳动力成本对比.....	8
图表 8：2019 年东南亚各国与中国的能源价格对比.....	9
图表 9：化纤产业链主要上市公司 2020 年负债率对比.....	10
图表 10：宁波-萧绍化纤产业集群示意图.....	11
图表 11：中国航运活跃（2020-06-01）.....	14
图表 12：中国航运活跃（2021-06-01）.....	14
图表 13：中国集运活跃度及 YOY（截止 2021 年 7 月 12 日）.....	15

图表 14: 印度航运活跃 (2021-06-01)	15
图表 15: 印度航运活跃 (2021-06-01)	16
图表 16: 印度集运活跃度及 YOY (截止 2021 年 7 月 12 日)	16
图表 17: 越南航运活跃 (2020-06-01)	17
图表 18: 越南航运活跃 (2021-06-01)	17
图表 19: 越南集运活跃度及 YOY (截止 2021 年 7 月 12 日)	18
图表 20: 各国疫苗接种百分比	19
图表 21: 美国出行	19
图表 22: 英国出行	19
图表 23: 德国出行	20
图表 24: 俄罗斯出行	20
图表 25: 法国出行	20
图表 26: 意大利出行	20
图表 27: 重点国家确诊表现	21
图表 28: 印度出行指数	21
图表 29: 印度排放指数	22
图表 30: 印度工业重邦排放指数-马哈拉施特拉	22
图表 31: 印度工业重邦排放指数-古吉拉特	23
图表 32: 越南出行指数	23
图表 33: 中国排放指数-福建省	24
图表 34: 中国排放指数-江苏省	24
图表 35: 中国排放指数-浙江省	24
图表 36: 中国排放指数-安徽省	24
图表 37: 中国出口欧盟-61 章	25
图表 38: 中国出口美国-61 章	25
图表 39: 中国出口欧盟-62 章	25
图表 40: 中国出口美国-62 章	25
图表 41: 中国出口欧盟-63 章	25
图表 42: 中国出口美国-63 章	25
图表 43: 印度出口欧盟-61 章	26
图表 44: 印度出口美国-61 章	26
图表 45: 印度出口欧盟-62 章	26
图表 46: 印度出口美国-62 章	26
图表 47: 印度出口欧盟-63 章	26
图表 48: 印度出口美国-63 章	26
图表 49: 越南出口欧盟-61 章	27
图表 50: 越南出口美国-61 章	27
图表 51: 越南出口欧盟-62 章	27
图表 52: 越南出口美国-62 章	27

图表 53: 越南出口欧盟-63 章.....	27
图表 54: 越南出口美国-63 章.....	27
图表 55: 中国出口印度-54 章.....	28
图表 56: 中国出口越南-54 章.....	28
图表 57: 中国出口印度-55 章.....	28
图表 58: 中国出口越南-55 章.....	28
图表 59: 中国出口印度-59 章.....	28
图表 60: 中国出口越南-59 章.....	28
图表 61: 中国出口印度-60 章.....	29
图表 62: 中国出口越南-60 章.....	29

1. 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。

1.1 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

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 1 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 1：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%，出口型企业在出口退税政策下会有一定程度减免	基准税率为 20%（2018 年 1 月 1 日起执行）。BOT 企业的基准税率为 10%。其中 A 区享受 4 年免税优惠，免税期满后 9 年征收 5%，紧接 6 年征 10%，后按普通项目征税；B 区享受 2 年免税优惠，免税期满后 4 年征收 7.5%，紧接 8 年征 15%，之后按普通项目征税。
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，印度和中国相比整体关税优势实际上也相对较低。

图表 2：东南亚部分国家及印度关税环境

出口地区			
CPTTP 协议国 (日、加、澳等国)	美国	欧盟	东盟
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
免税	免税	免税	免税
免税	免税	免税	免税
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

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。

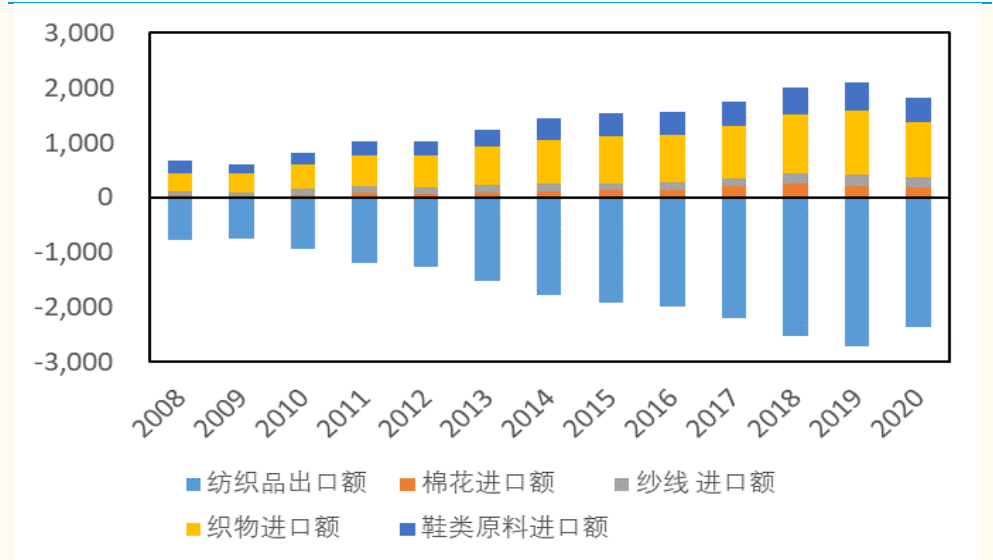
1.2 东南亚及印度纺织产业的空白是当地纺织产业兴起的必要条件

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，2019 年越南国内棉花总产量仅为 100 吨，但国内棉花消费总量约为 143.7 万吨(6.6 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；2018 年越南纤维原料的产能为 38.12 万吨，需求量为 140 万吨；纺纱产能为 125 万吨，需求量为 720 万吨；织造针织的机台数为 7.773 万台，产能为 23 亿平方米，而需求量则为 87 亿平方米。

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 3：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）



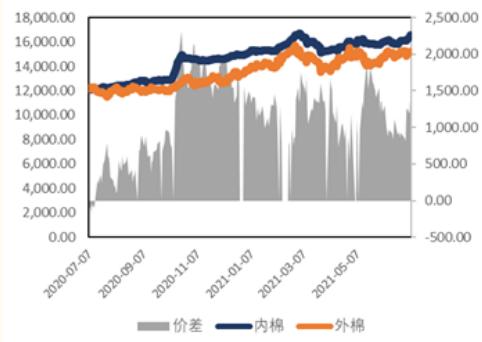
来源：Wind，国金证券研究所

1.3 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），

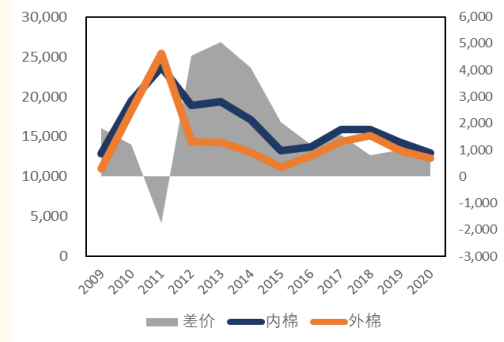
从而提高了国内棉纺企业的生产成本。相比之下，东南亚国家所使用的棉花进口依赖严重，但东南亚可直接使用国际棉花无配额限制，此为东南亚棉花市场的竞争优势。

图表 4：近一年国内外棉价格及价差走势（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：近十年国内外棉价格及价差走势（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

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，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。

与此同时，根据印度化学品与化学肥料部的最新数据显示，印度 2019 年的化纤产量仅约为中国的十五分之一，约为 389.28 万吨，产量较 2018 年上升 8%，同期中国化纤产量为 5827 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。

1.4 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。

图表 6：2019 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	1309	1550	84%
第二档	1161	1380	84%
第三档	1016	1280	79%
第四档	909	1180	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，国金证券研究所

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。

印度工资在近年呈快速增长趋势，根据印度劳工部的统计，近年来印度工资快速增长，根据印度劳工部 2020 年 5 月 8 日公布的规定，印度熟练产业工人最低工资不得低于 506 卢比/日，发达地区不得低于 629-831 卢比/日。逢节

假日按当地习俗一般要发放补贴，约为月工资的 20%至整月工资。大学毕业生的起薪一般在 15000 卢比以上（电信等热门行业则更高），每年涨幅一般不低于 10%；对于有管理经验，尤其是有跨国公司管理经验，具备市场开拓、协调能力的中高层管理人员，年薪达 3 万至 10 万美元不等。

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，因此即便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。

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，因此东南亚国家的工资优势可能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 7：2019 年东南亚各国与中国的劳动力成本对比

	越南	缅甸	柬埔寨	印度	中国
平均工资 /美元	338.95	142.57	190	1217.23	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

1.5 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，越南一线城市工业用地租金几乎与国内一线城市持平，工业用地原则上实行集中供地，即由国家设立若干工业园区，企业从工业园区租借用地，租期一般情况下最长为 50 年，价格因地域、地段不同而差异很大。南方以胡志明市、北方以河内市为中心的工业用地价格最高。2019 年北方 25 省市工业区平均土地出让价近 121.5 美元/平方米，中部 21 省市约 27-42 美元/平方米，南部 17 省市将近 123 美元/平方米。

但印度土地价格和中国工业用地相比，马哈拉施特拉邦浦那市及哈里亚纳邦成熟工业园土地价格约为 80 美元/平米，古尔冈地区约为 120 美元/平米，诺伊达地区土地售价约为 150 美元/平米。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。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。

1.6 东南亚及印度各国能源情况各异，但能源供应存在不稳定的风险

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。

图表 8：2019 年东南亚各国与中国的能源价格对比

	越南	缅甸	柬埔寨	印度	中国
水价 (美元/立方米)	0.26-0.81 (不含增值税)	0.0004	0.19	0.24-2.35	0.36
电价 (美元/度)	0.042-0.197 (不含增值税)	0.021-0.11	0.124	0.08-0.11	0.08
气价 (美元/公斤)	1.33-1.43 (不含增值税)	1	1.33	0.56	0.41

来源：商务部对外投资合作指南，wind，国金证券研究所

1.7 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。

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%。如对一个客户的贷款总余额超过金融机构自有资金的 15% 或客户有多种融资的需求则各金融机构按越南国家银行的规定发放银团贷款。

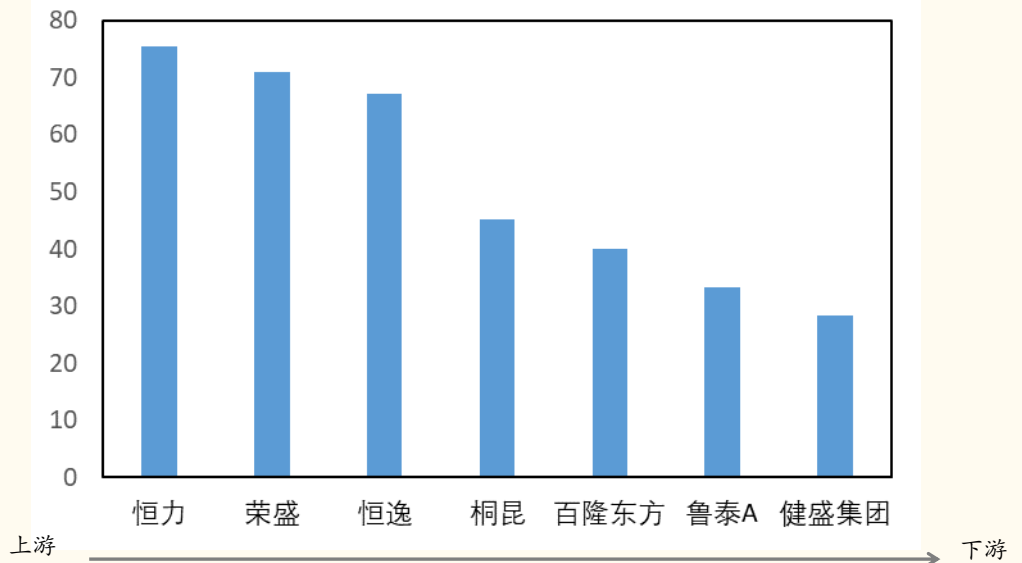
印度政府放开了外汇管制，经常账户下的卢比可以自由兑换。非居民的资本账户也几乎可以完全兑换卢比。但在实际操作中，政府对资本流动有很多具体的规定和限制，比如外国投资者在印度直接投资，需要在 30 天内向储备银行报告股份转让、汇款金额等信息。

就融资而言，在融资条件方面，外资企业与当地企业享有同等待遇。在印度的外资银行贷款利率一般高于印度本地银行，但服务质量较好，外资企业多选择外资银行作为合作伙伴。印度法律不准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，其中印度法律不准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。

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 9 所示。

图表 9：化纤产业链主要上市公司 2020 年负债率对比

单位：%



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。

1.8 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地区；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。

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。部分情况下存在潜在风险，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。

1.9 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 2019 年底，上述三类已投入使用的公路总里程 47000 公里，其中，国道 17300 公里、省道 27700 公里、高速公路 2000 公里。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。印度公路总长约 490 万公里，铁路在 2019 年总长 12.3 万公里，居世界前列。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。

当前我国铁路总里程 14.63 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 50 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 3.7 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 501.3 万公里，其中高速公路达到 15 万公里，二者规模均为世界第一。

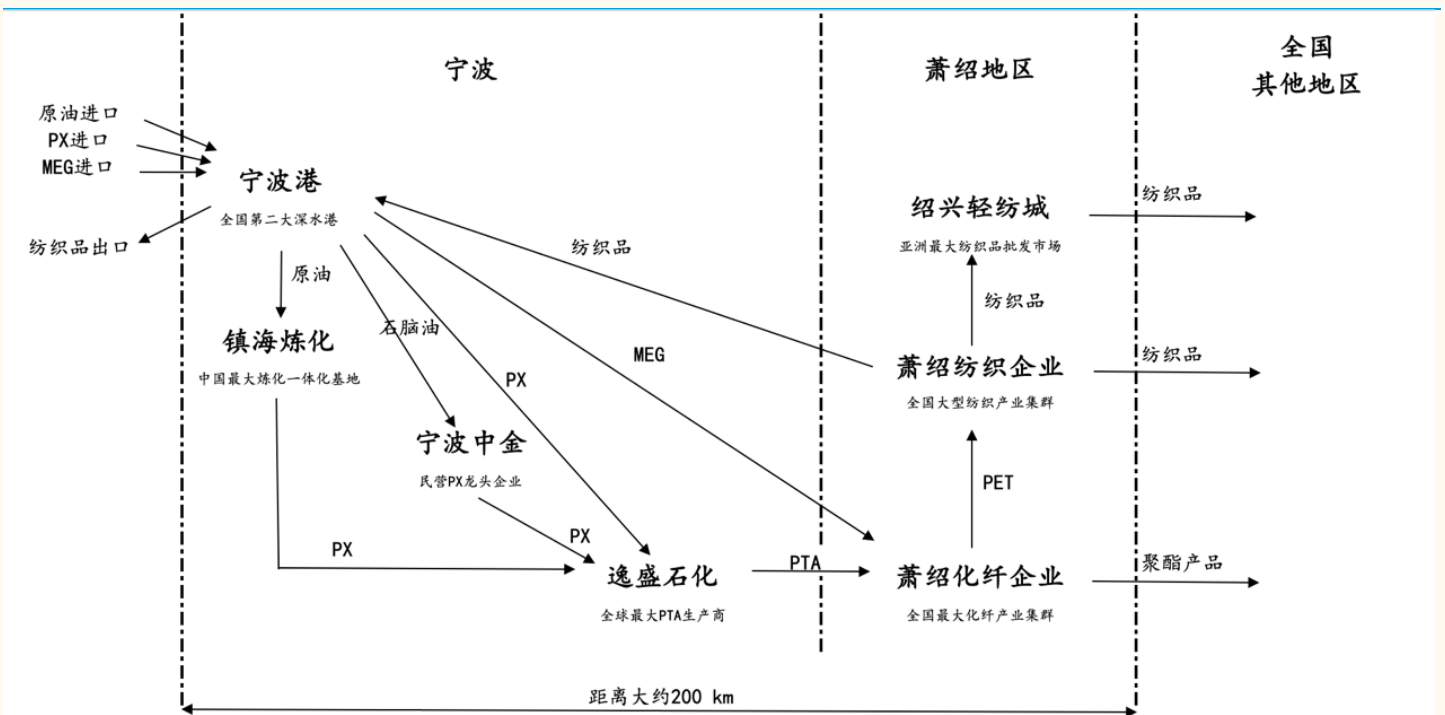
中国水路运输条件和港口效率在全球范围遥遥领先，这是东南亚国家基本无法实现赶超的。当前东南亚基础建设条件有限，且由于政府的外债高筑，导致这类国家在当前乃至未来相当长时间内交通运力始终不及中国，无法完成大量产品的运输，甚至一些化工生产过程中的危化品亦没有运输资质。对于涉及到危化品（如液氨）、液体原料（如乙二醇）用量较多的化纤产业，其在东南亚的生产经营势必会受到诸多限制，从而抬高企业的生产成本，这也是不利于化纤产业向东南亚转移的。

1.10 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，2020 年港口年吞吐量 8.46 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工厂，拥有 2300 万吨原油炼化能力，100 万吨乙烯产能及 52 万吨 PX 产能。该项目已于 2021 年 6 月 28 日全面建成，预计投产后镇海炼化将新增乙烯年产能 120 万吨，新增炼油年产能 400 万吨。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。萧绍地区同样也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 10：宁波-萧绍化纤产业集群示意图



来源：国金证券研究所

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，越南国家纺织品服装集团（VINATEX），营业额仅为 15.516 万亿越盾（约合 6.7 亿美元），合并利润约达 6289 亿越盾（约合 2700 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。越南成衣生产消耗了国内绝大部分的面料产出，另外还需依赖进口布料。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。

1.11 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。

1.12 小结：东南亚优势趋弱，PTA/聚酯建设成本仍显著高于中国

早期东南亚由于成本优势和政策引导，诸多中资企业进入东南亚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转移符合国家发展战略，东南亚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：东南亚人工成本低廉但增长迅速，且考虑工人工作时间、节假日、技能熟练度等因素后，东南亚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，对企业进入东南亚带来了不便；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。

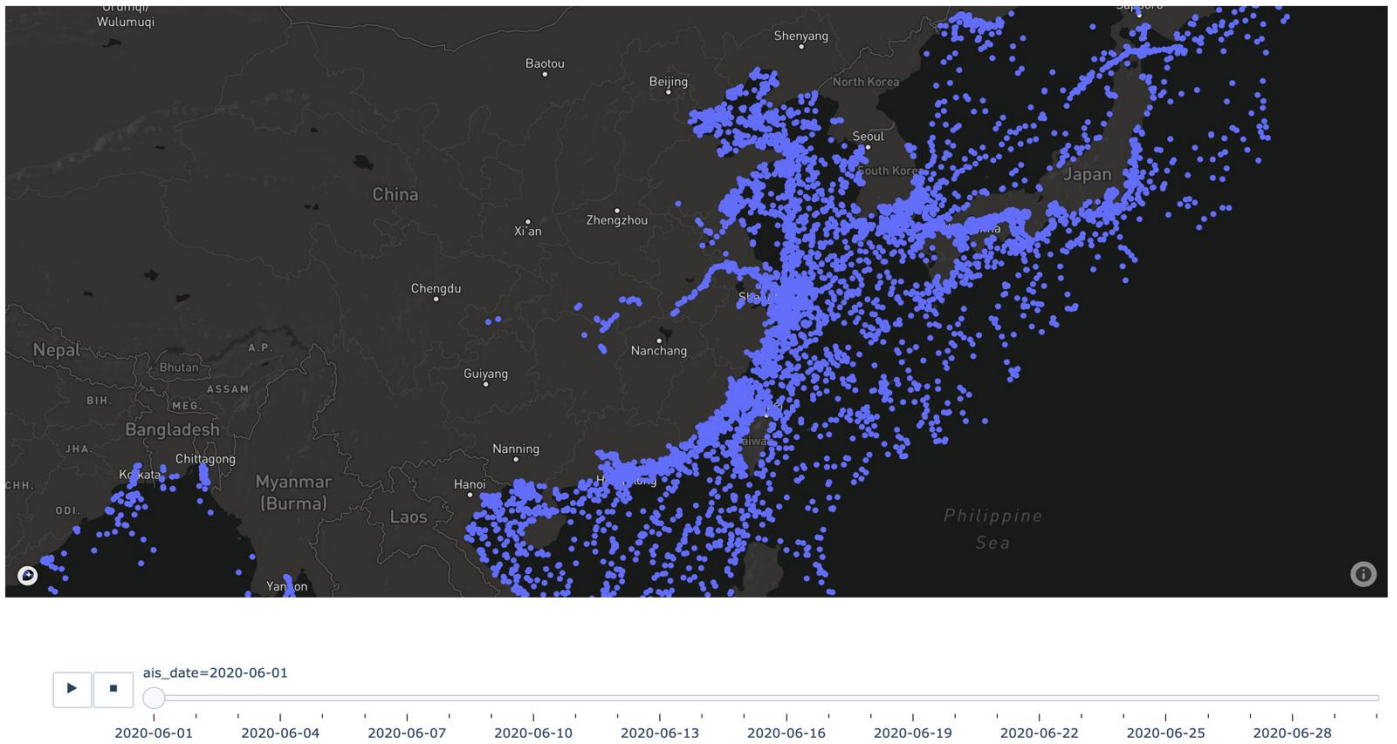
基于以上因素，在东南亚进行大规模化纤产业链发展的成本相对于中国并未有明显优势。这也与当前转移至东南亚的仅为部分劳动密集型低端纺织业的现状吻合。基于以上对比分析，可以认为中国化纤产业链具有长期不可替代性，向东南亚发生转移的可能性较低。

2. 卫星监测显示集运受疫情扰动显著

我们追踪了东南亚各国港口以及全球集运船舶卫星数据构建了各国的集运活跃指数，通过对中国、越南、印度各国港口集装箱船舶活跃指数的构建，在一定程度上反映了各国在疫情反复阶段对出口的影响。

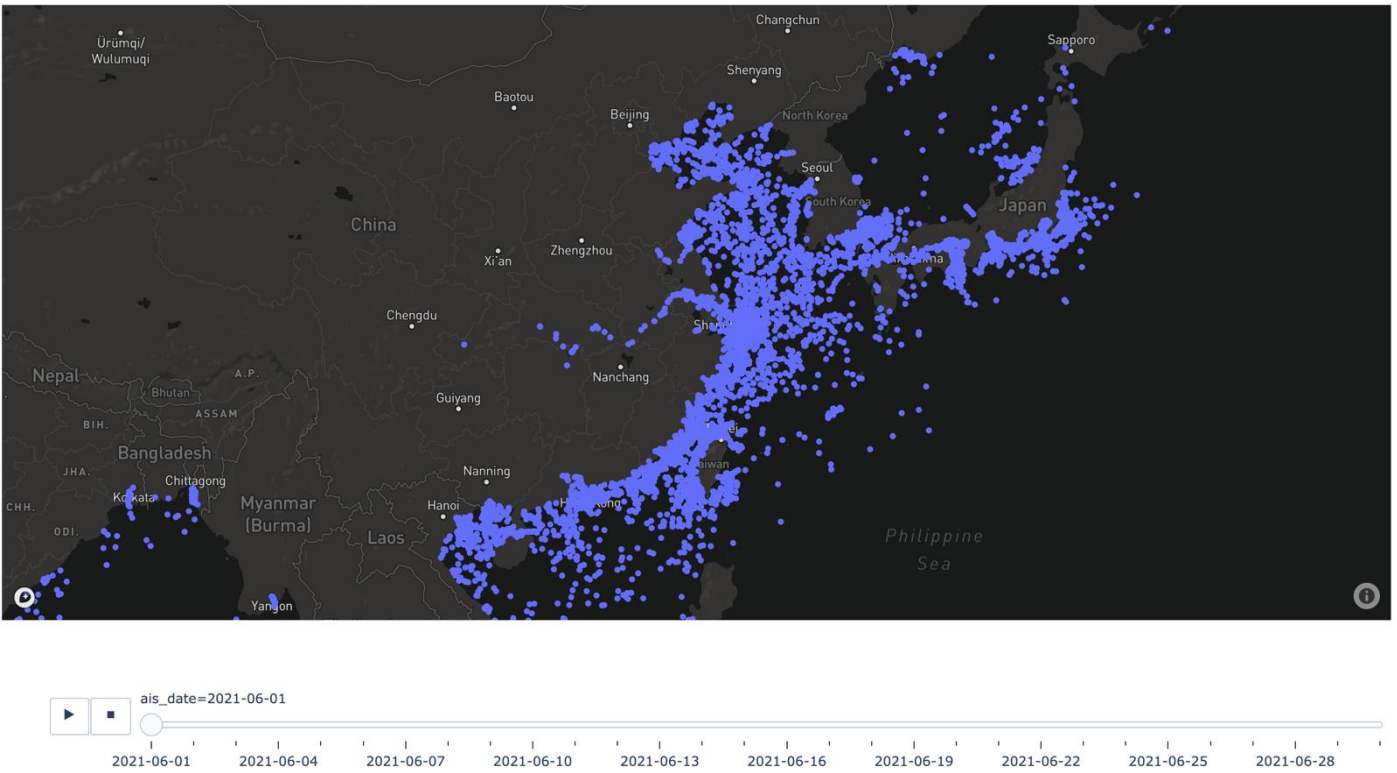
通过对中国/越南/印度各国集运活跃度及 2021/2019 同比增速（剔除 2020 年疫情波动导致的基数影响）可以显著发现，部分印度/越南订单转移或成中国长期出口订单，2021 年 5 月印度疫情略有好转，集运活跃度处于高位，但当期中国集运活跃度并未出现显著下滑，2021/2019 年同比增速依然维持 50%+，伴随印度受疫情反复导致集运活跃度下滑，中国 2021/2019 集运同比增速出现显著增长。而越南整体集运活跃度受疫情反复影响持续低迷，从 2021 年 4 月起，整体集运活跃度均低于 2019/2020 同期水平，越南出口受疫情负面影响较为显著。

图表 11: 中国航运活跃 (2020-06-01)



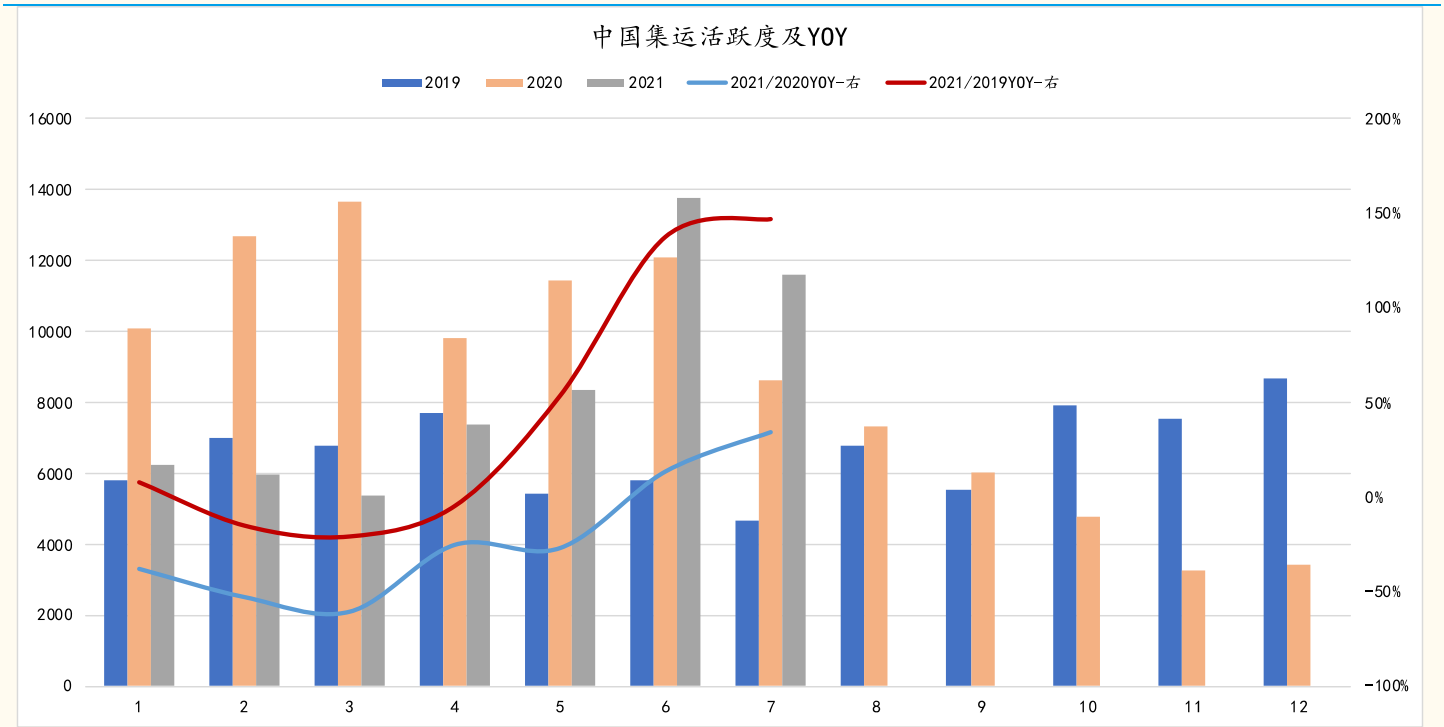
来源: 国金证券研究所

图表 12: 中国航运活跃 (2021-06-01)



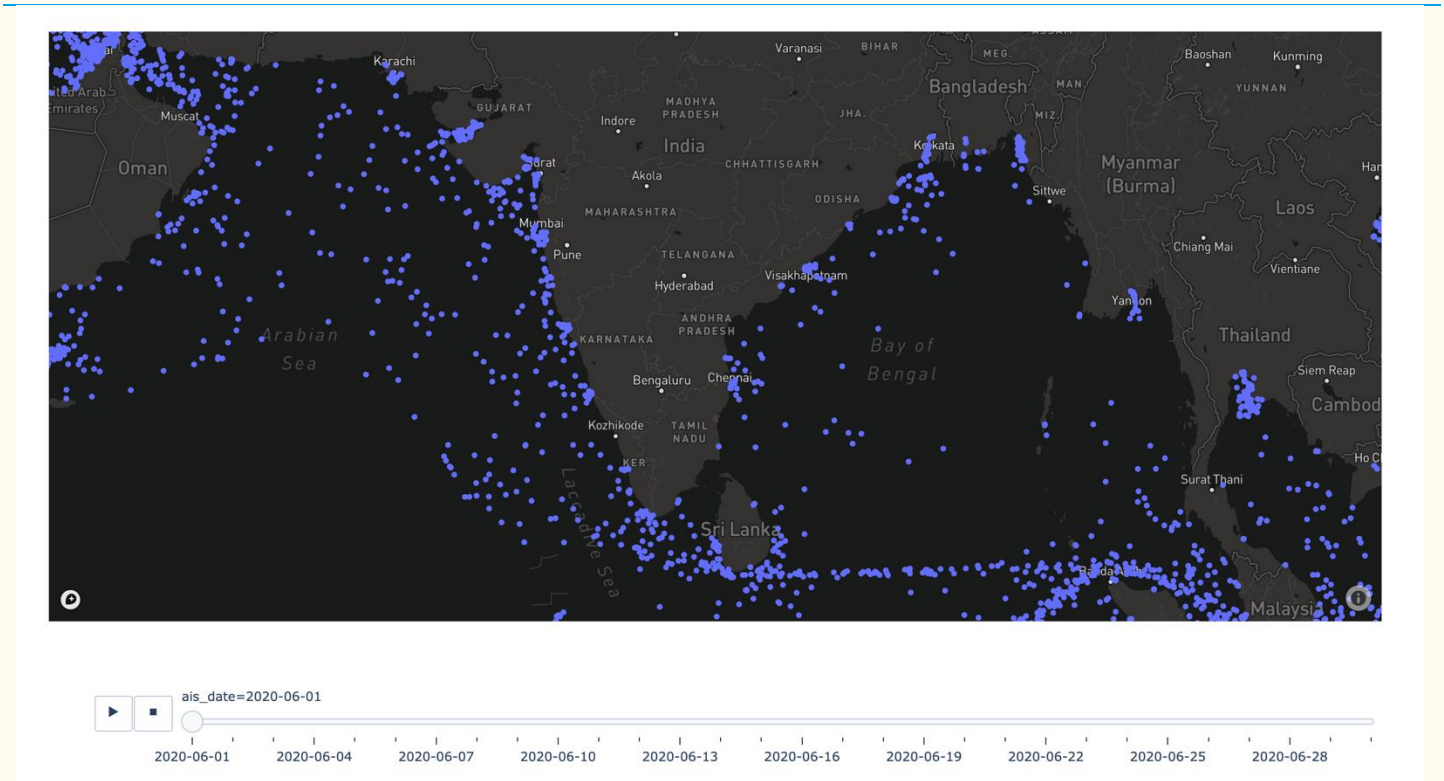
来源: 国金证券研究所

图表 13: 中国集运活跃度及 YOY (截止 2021 年 7 月 12 日)



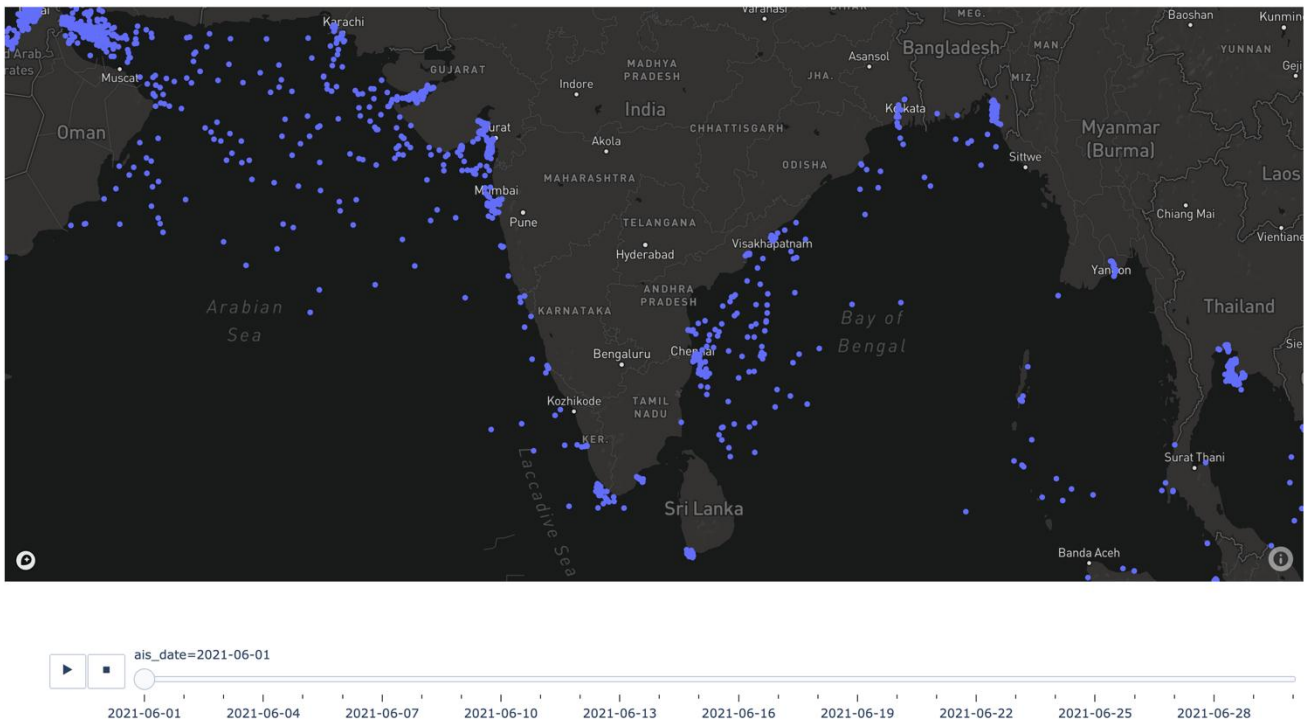
来源: 国金证券研究所

图表 14: 印度航运活跃 (2021-06-01)



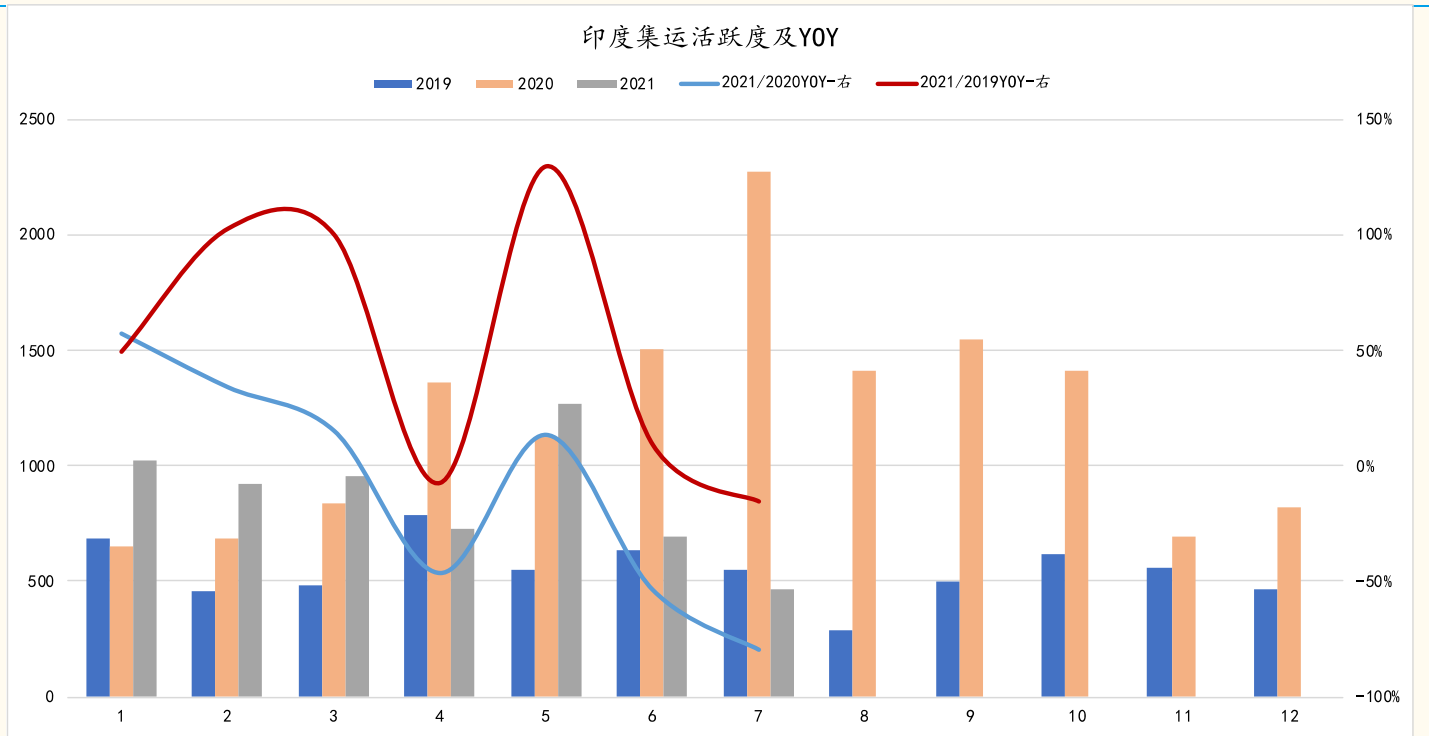
来源: 国金证券研究所

图表 15: 印度航运活跃 (2021-06-01)



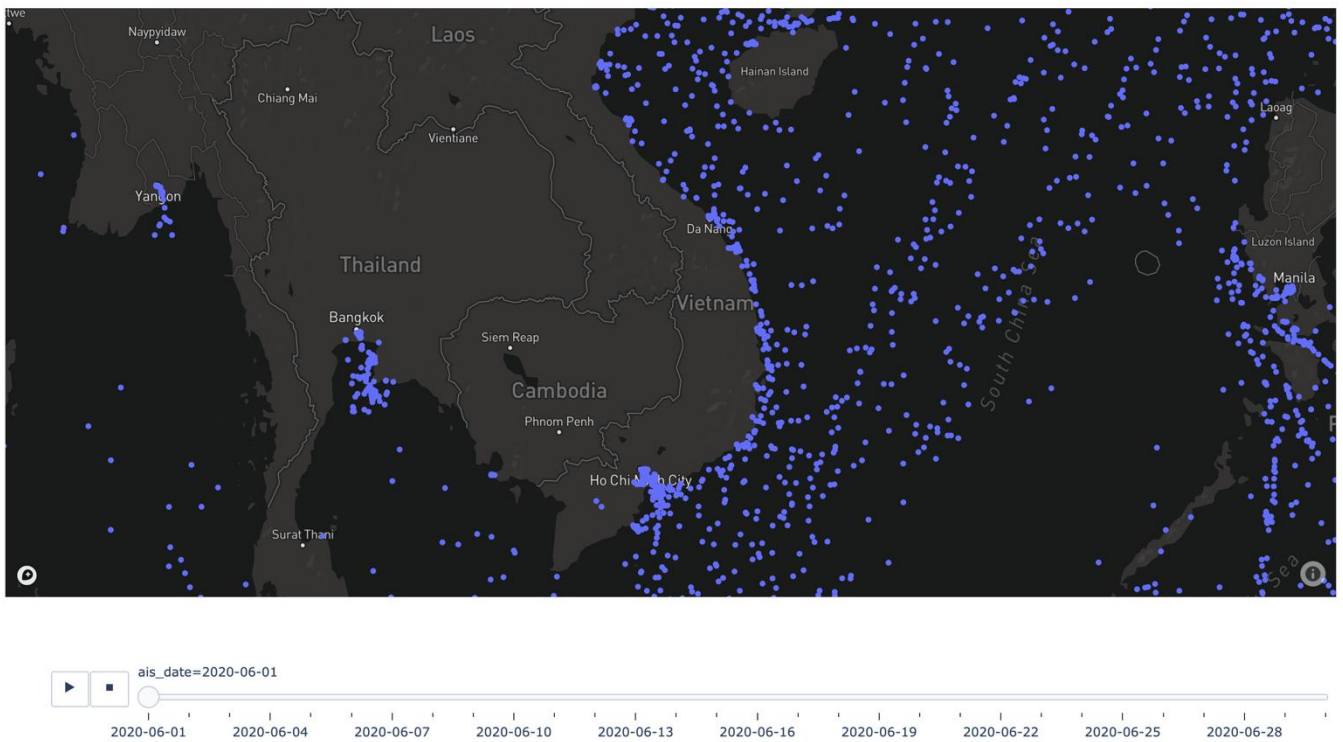
来源: 国金证券研究所

图表 16: 印度集运活跃度及 YOY (截止 2021 年 7 月 12 日)



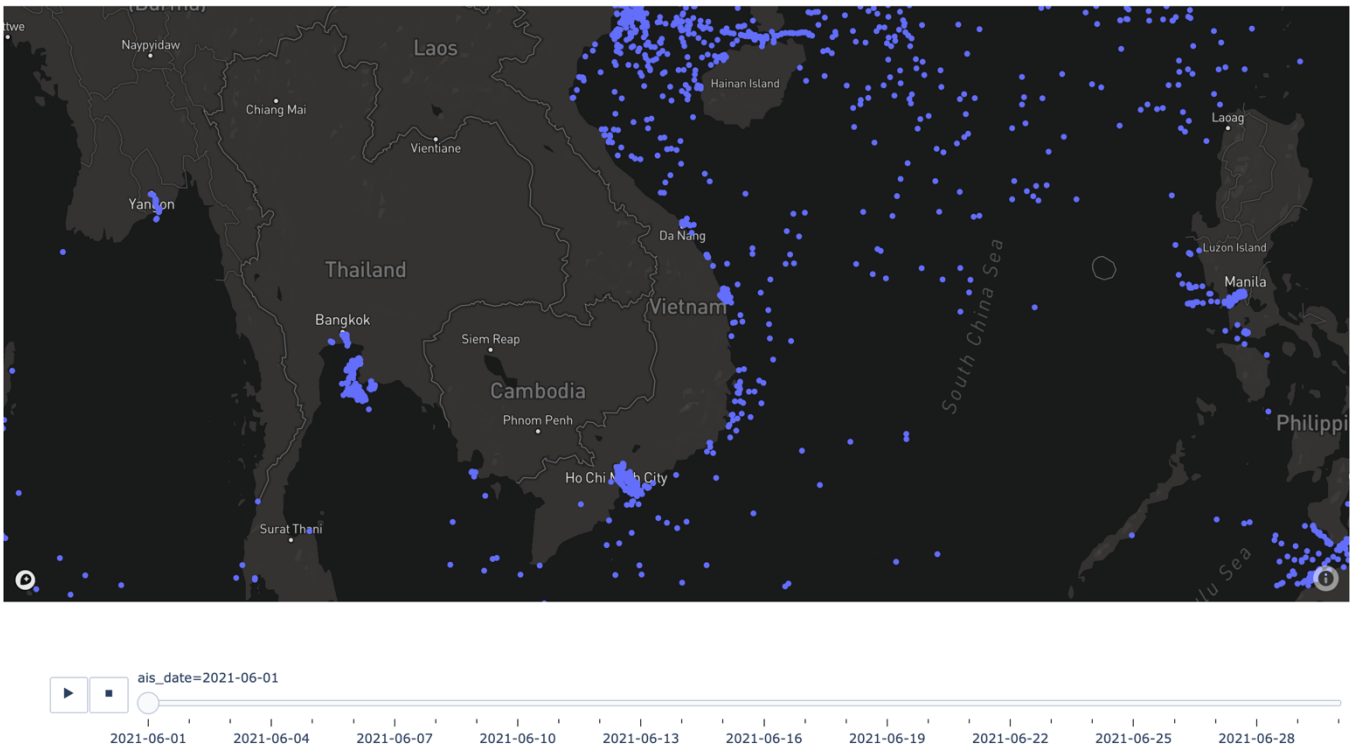
来源: 国金证券研究所

图表 17: 越南航运活跃 (2020-06-01)



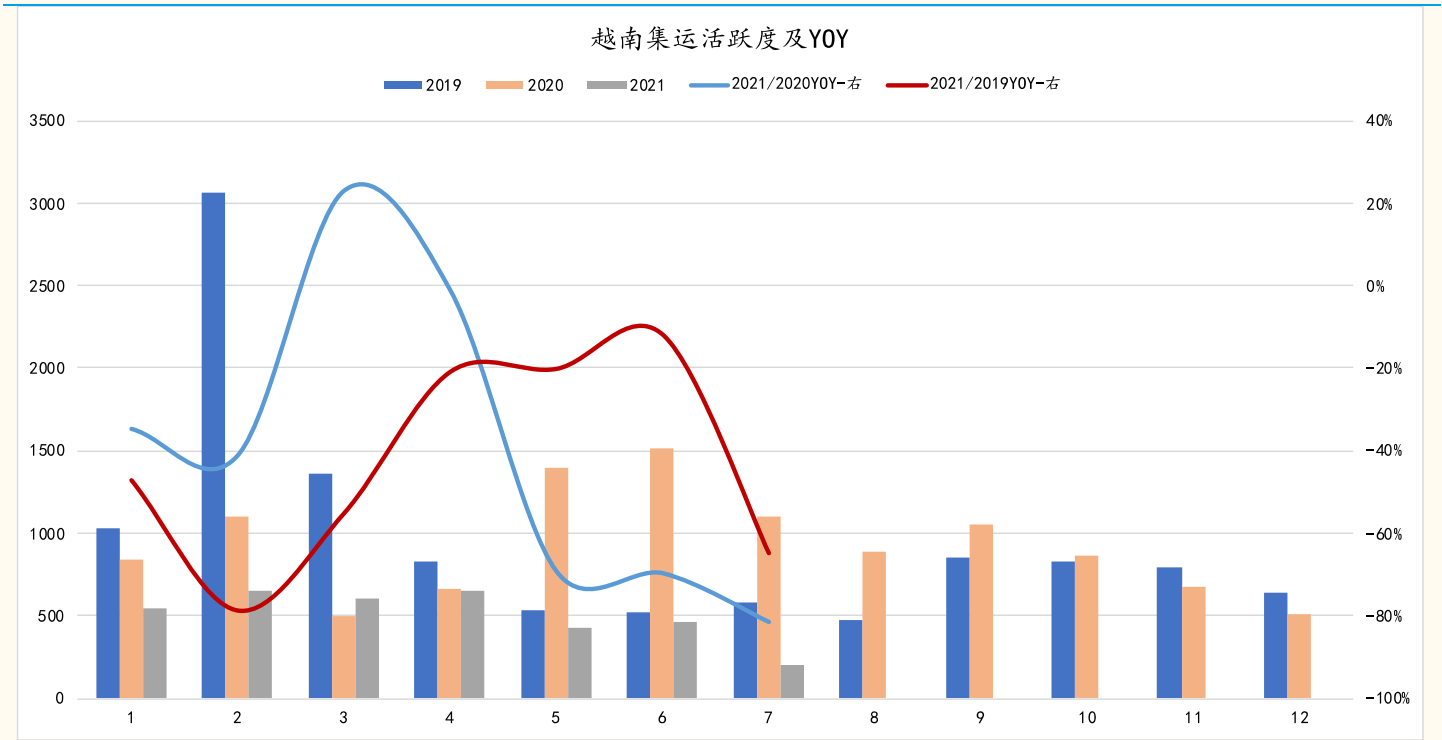
来源: 国金证券研究所

图表 18: 越南航运活跃 (2021-06-01)



来源: 国金证券研究所

图表 19: 越南集运活跃度及 YOY (截止 2021 年 7 月 12 日)



来源: 国金证券研究所

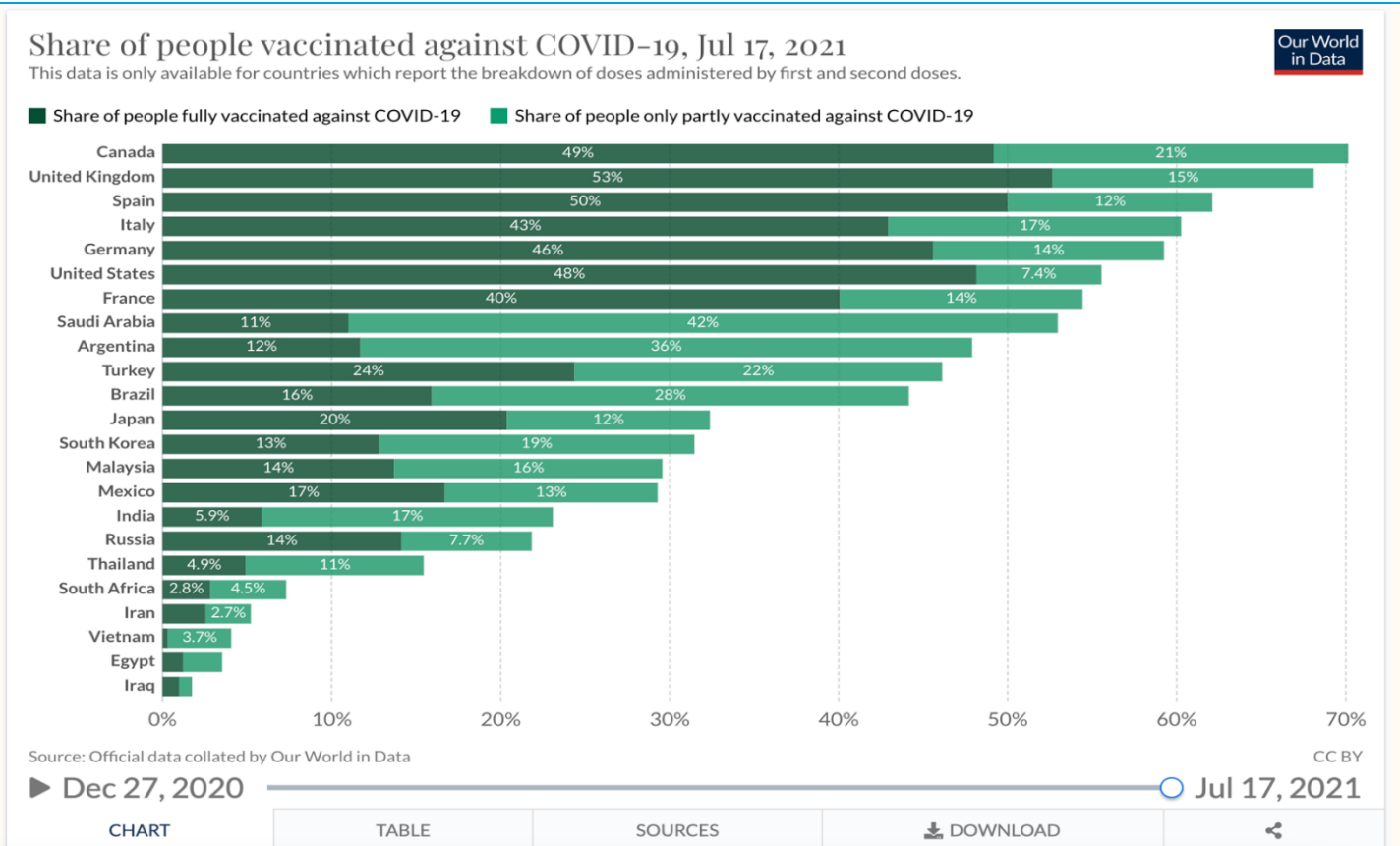
3. 东南亚疫情推动上下游各类产品订单转移

2020 年新冠疫情以来, 中国疫情就全球范围内最早受到了控制, 针对化纤纺织产业链, 中国持续为全球产业链布局最为完善且稳定的国家之一, 全球多国由于疫情反复, 成为全球制造产业链的显著不确定因素, 伴随全球疫苗持续推广, 终端消费需求持续恢复, 由于东南亚部分国家供应不稳定, 部分订单存在向中国转移的趋势, 我们将从中国纺织成品对外出口与东南亚出口的成衣加工原料来源两方面论证东南亚地区在疫情下存在显著的订单转移趋势, 且就实际贸易层面而言, 部分订单有望对国内化纤产业链的外贸形成长期的正面影响, 中国将长期处于全球“化纤-纺织”产业链的主导地位。

3.1 欧美终端消费持续恢复, 东南亚疫情反复影响制造业活跃度

伴随全球新冠疫苗的持续推广, 各国疫情有望逐步缓解, 欧美各重点家出行指数持续恢复, 全球终端消费需求持续恢复。

图表 20: 各国疫苗接种百分比



来源: our world in data, 国金证券研究所

图表 21: 美国出行



来源: 国金证券研究所

图表 22: 英国出行



来源: 国金证券研究所

图表 23: 德国出行



来源: 国金证券研究所

图表 24: 俄罗斯出行



来源: 国金证券研究所

图表 25: 法国出行



来源: 国金证券研究所

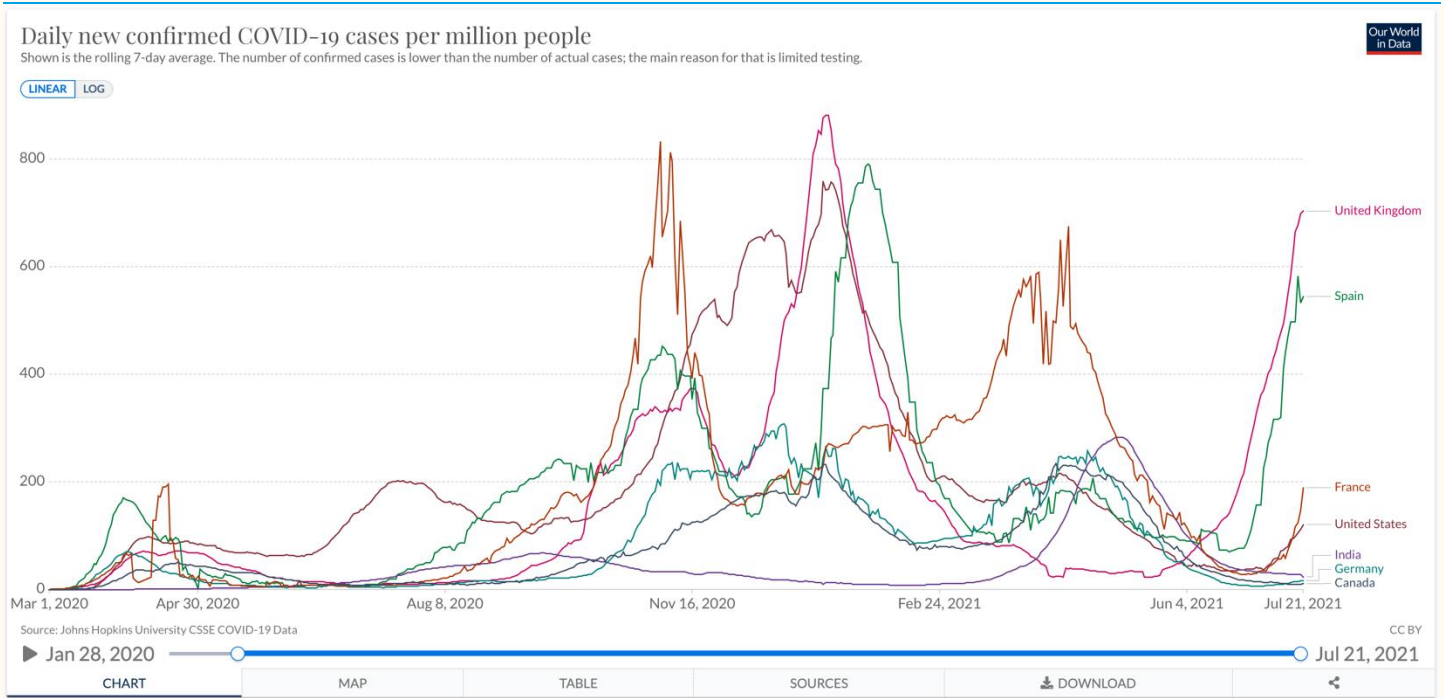
图表 26: 意大利出行



来源: 国金证券研究所

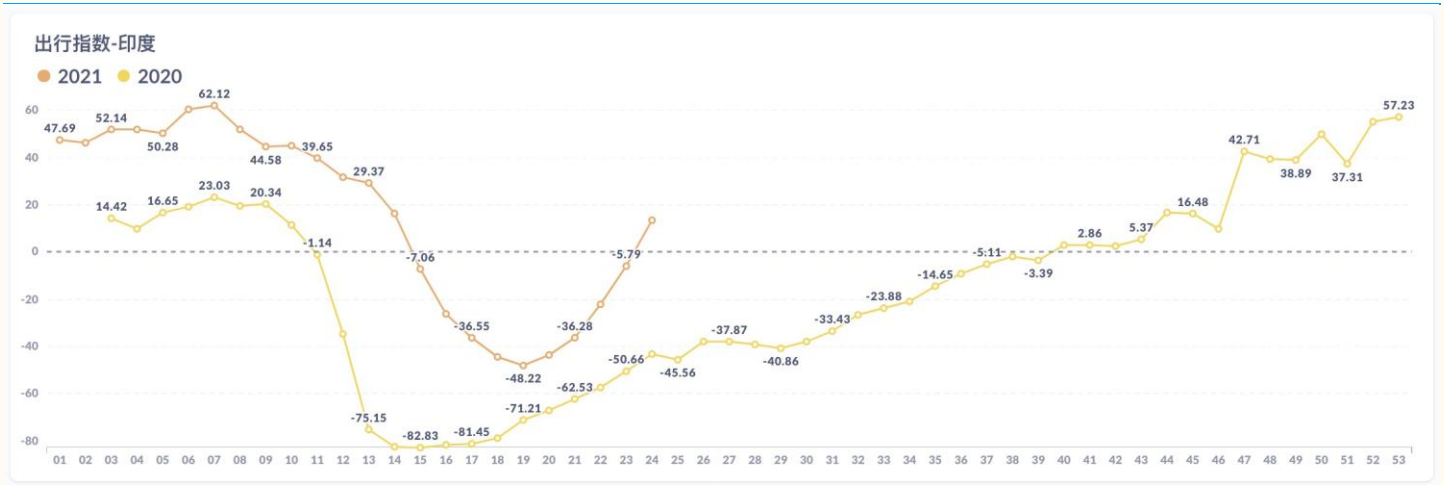
但通过追踪东南亚各重点国家的确诊率、疫苗接种情况、出行强度、与制造业相关的排放强度等高频数据可以显著发现, 由于疫情反复影响, 东南亚主要国家出行及排放强度受到较为显著的负面影响, 由于疫情反复, 东南亚制造业存在较为显著的不确定性。

图表 27: 重点国家确诊表现



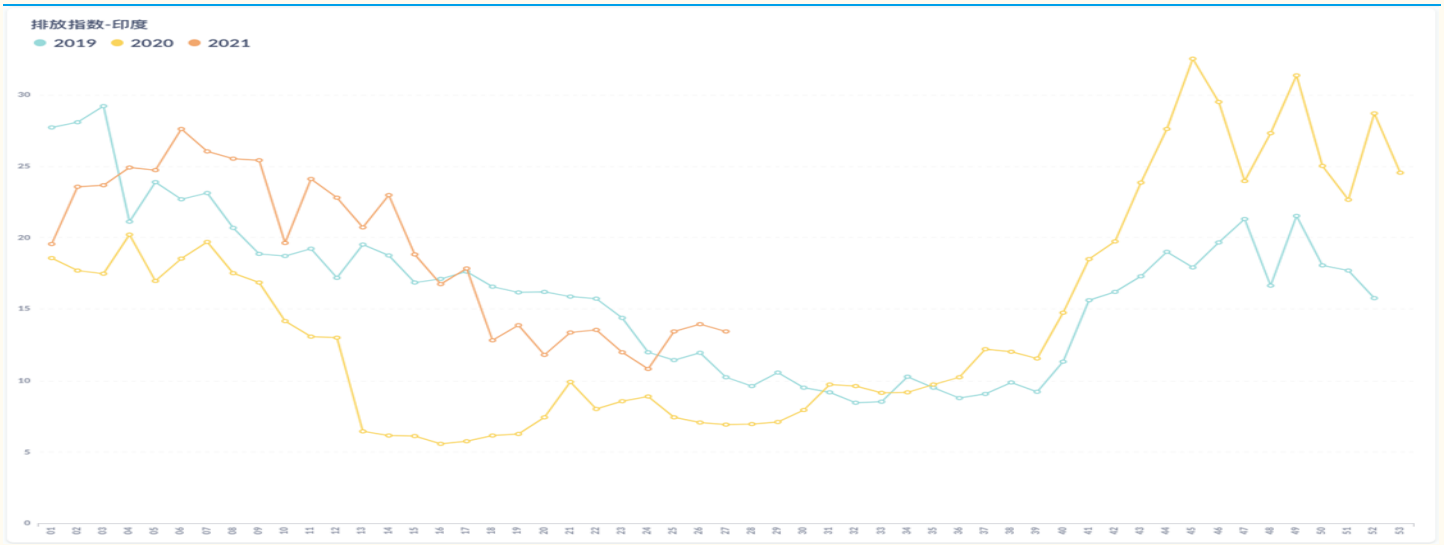
来源: our world in data, 国金证券研究所

图表 28: 印度出行指数



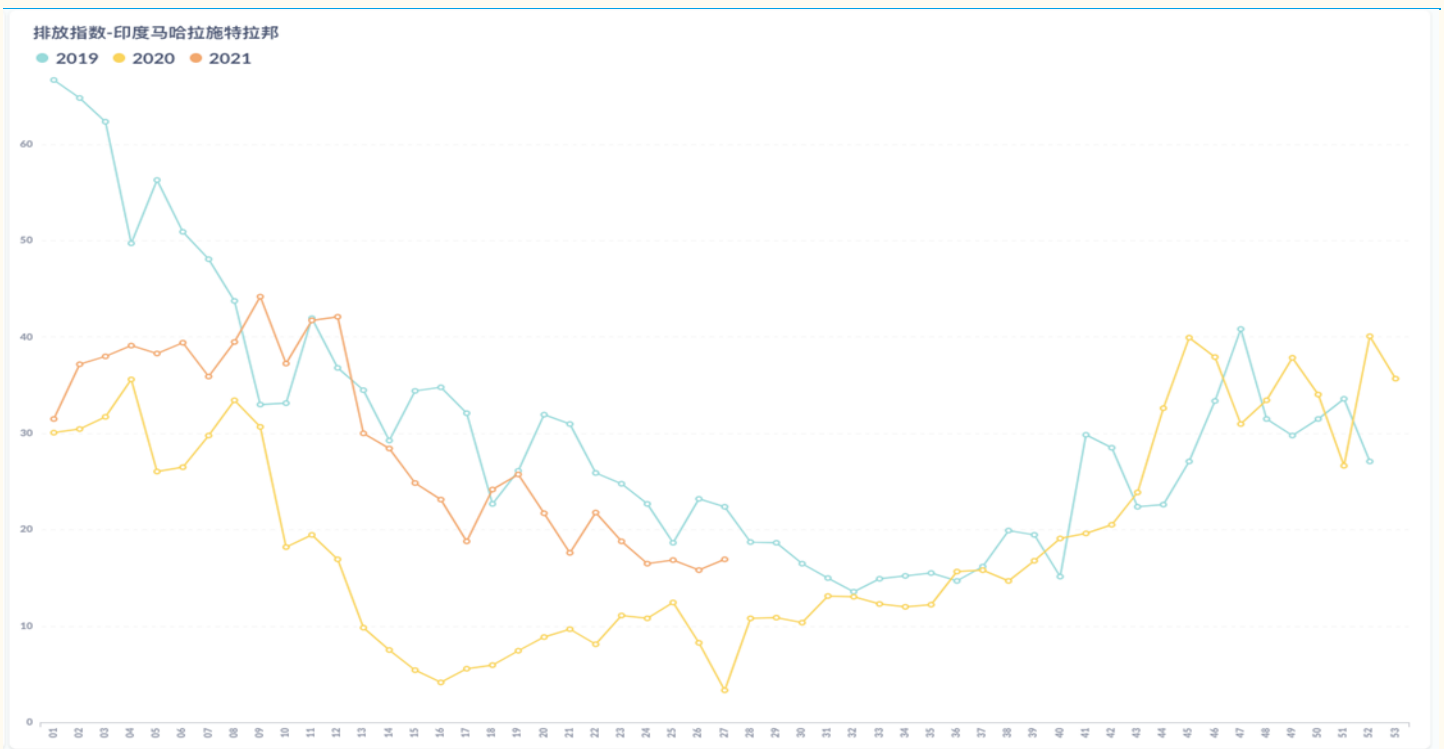
来源: 国金证券研究所

图表 29: 印度排放指数



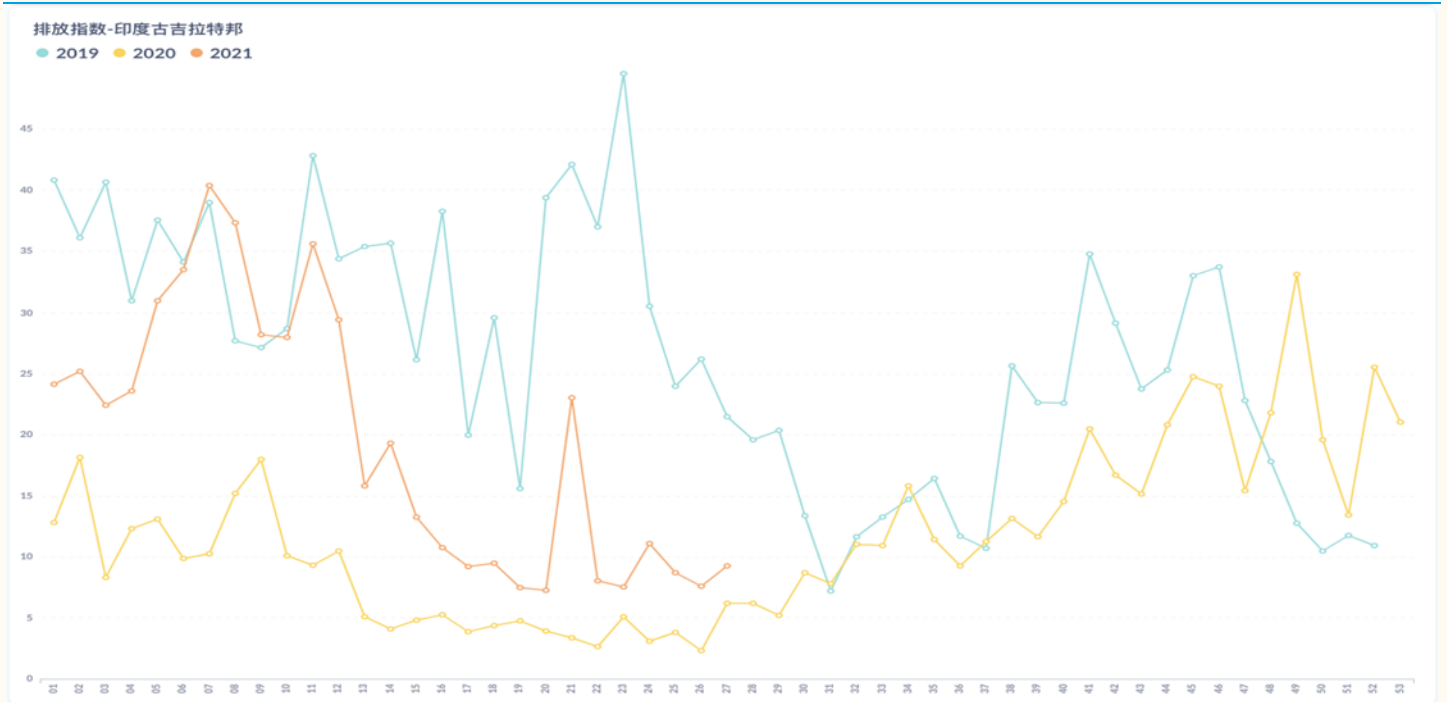
来源: 国金证券研究所

图表 30: 印度工业重邦排放指数-马哈拉施特拉



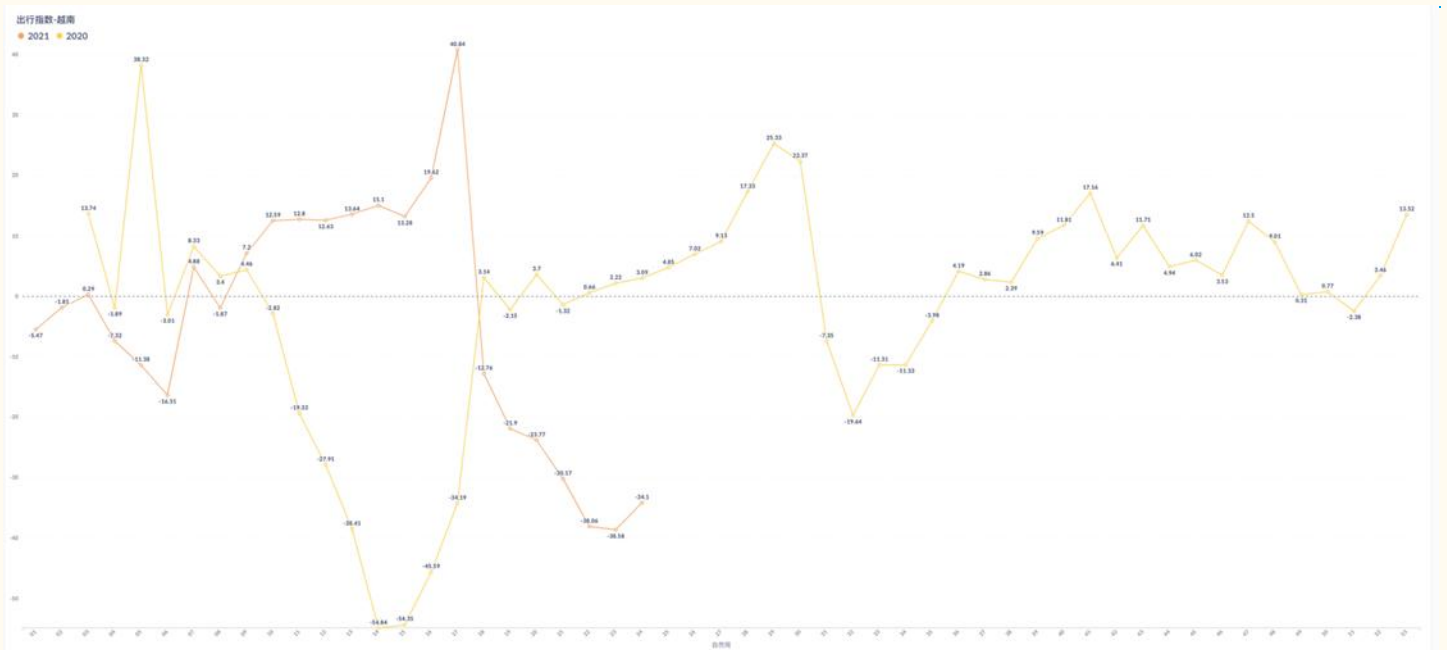
来源: 国金证券研究所

图表 31: 印度工业重邦排放指数-古吉拉特



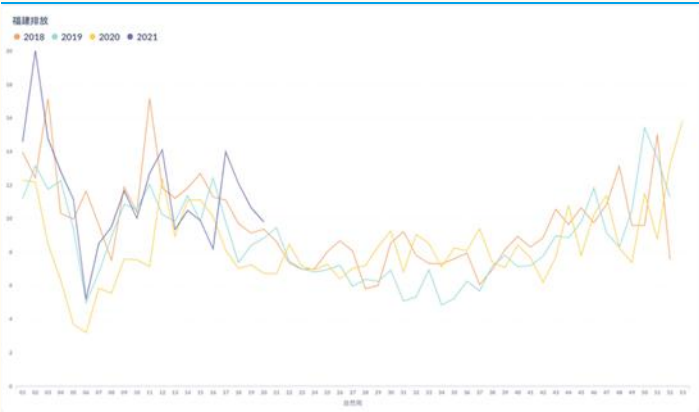
来源: 国金证券研究所

图表 32: 越南出行指数



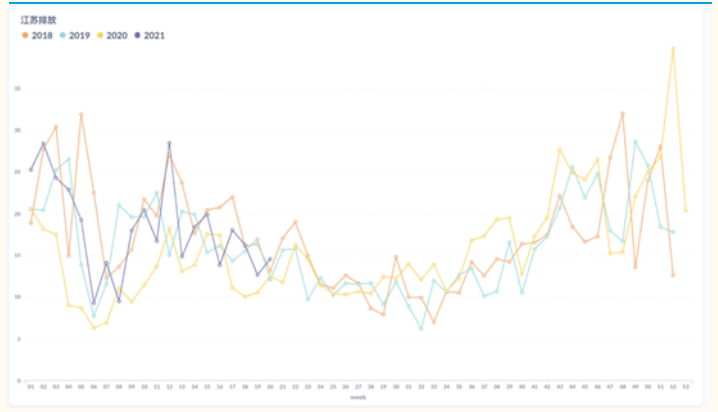
来源: 国金证券研究所

图表 33: 中国排放指数-福建省



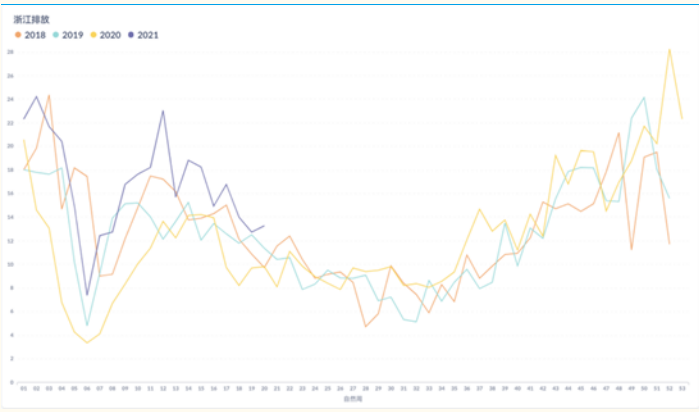
来源: 国金证券研究所

图表 34: 中国排放指数-江苏省



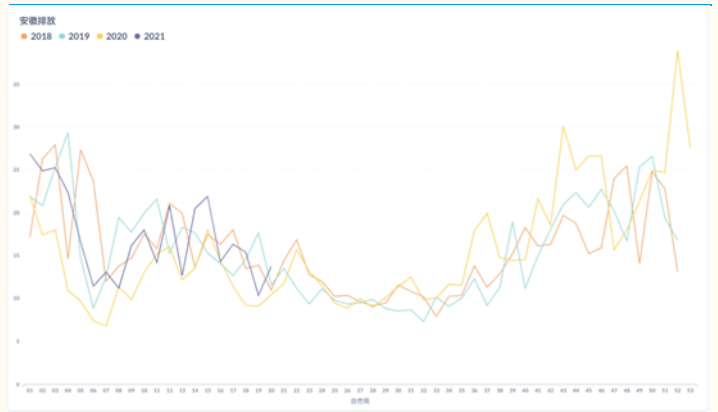
来源: 国金证券研究所

图表 35: 中国排放指数-浙江省



来源: 国金证券研究所

图表 36: 中国排放指数-安徽省



来源: 国金证券研究所

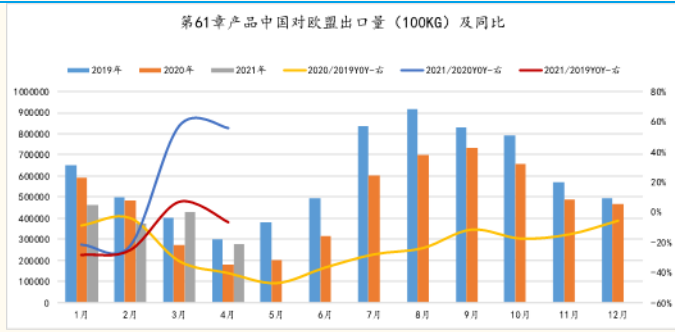
3.2 订单转移影响纺织品贸易方式: 深挖中国/越南/印度/美国/欧洲纺织产业链出口数据

我们认为由于全球纺织服装终端需求会随着疫苗持续推广持续恢复, 而东南亚由于疫情反复在一定程度上影响自有纺服产业链的稳定性, 从而造成东南亚出现产业链上下游不同程度的订单转移, 且部分订单有望对中国纺织产业链外贸长期造成积极影响。通过深挖中国, 越南, 印度, 美国, 欧洲之间纺织品原料及成品的贸易流向, 由于东南亚纺织制造业受疫情反复影响, 中国纺服产业链外贸上下游出现了不程度的订单转移, 比如东南亚国家从中国进口原材料及半成品金额出现了显著的提高, 中国出口欧美的成衣也出现增长, 且部分需求并未随着东南亚各国制造业恢复而出现显著下滑, 因此, 部分东南亚订单转移有望长期对中国纺服产业链外贸带来正向影响。

东南亚疫情分为两个阶段, 首先是与全球疫情同步的 2020 年 3 月至 2020 年 11 月, 另一个阶段是 2021 年 2 月至今东南亚疫情反复阶段。通过回溯中国与印度和越南的进出口贸易情况以及中国/印度/越南对欧盟及美国的进出口贸易情况, 在第一阶段订单转移主要出现于纺服产业链的中下游, 在东南亚疫情的第二阶段, 由于欧美终端需求持续恢复, 除中下游产品的订单转移以外, 东南亚国家由于疫情对制造业活跃度造成负面影响, 转而增加从中国进口原材料进行深加工, 然后对欧美出口成品的情况。根据 HS 海关代码, 将第 50 章至第 55 章归为原材料 (主要为化纤长丝, 短纤, 棉花等产品), 第 56 章至第 60 章商品归为半成品类商品 (主要为絮胎、毡呢及无纺布, 地毯及纺织材料及其他铺地制品, 特种机织物, 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)。就纺织产业链下游而言, 从中国/印度/越南出口欧盟及美国成品商品金额及重量来看, 在东南亚第一

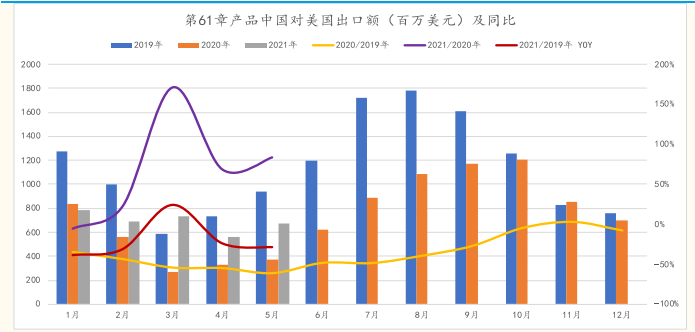
波疫情期间，由于全球疫情同步蔓延，各国纺织成品出口量/额均出现显著的同比下滑，其中印度同比下滑幅度达到 60%，中国与越南成品端出口量/额同比下滑幅度约 40%，相比印度存在近 20% 差异，因此在东南亚疫情第一阶段，中国纺服产业链成品端承接一定量印度及东南亚其他国家的订单转移。

图表 37：中国出口欧盟-61 章



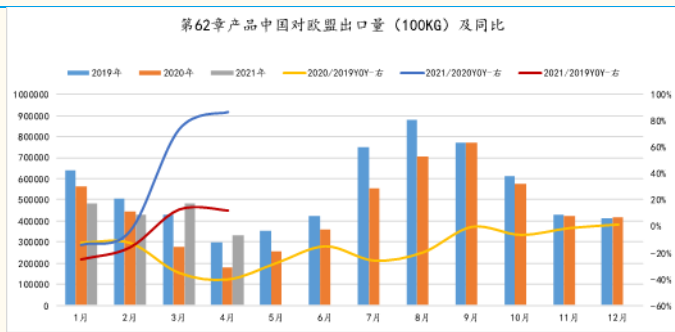
来源：欧洲统计局，国金证券研究所

图表 38：中国出口美国-61 章



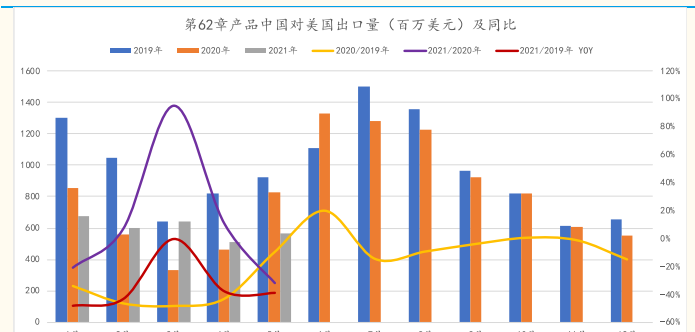
来源：usatrade census，国金证券研究所

图表 39：中国出口欧盟-62 章



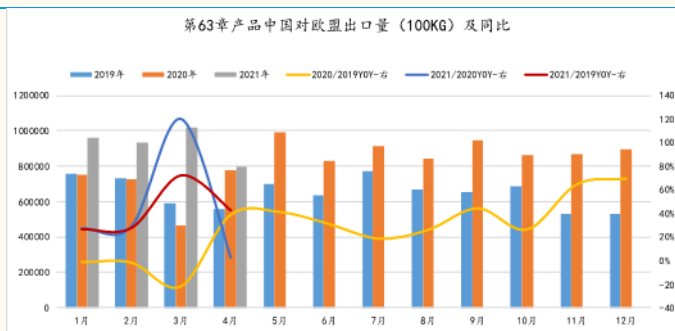
来源：欧洲统计局，国金证券研究所

图表 40：中国出口美国-62 章



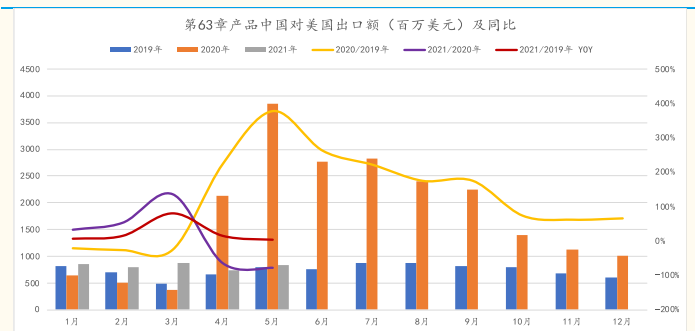
来源：usatrade census，国金证券研究所

图表 41：中国出口欧盟-63 章



来源：欧洲统计局，国金证券研究所

图表 42：中国出口美国-63 章



来源：usatrade census，国金证券研究所

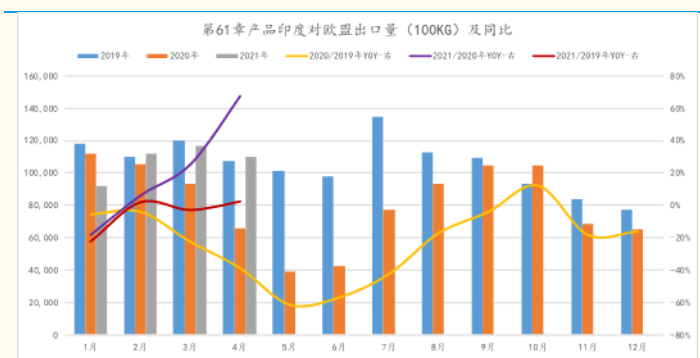
在东南亚疫情反复的第二阶段，印度疫情反复从 3 月至今，4 月起制造业逐步恢复，而越南从 4 月中旬起开始显著的疫情反复，整体制造业存在不稳定可能性，因此通过回溯中国/越南/印度出口欧盟/美国纺织品成品的出口量/额 2021/2019 同比增速（2021/2020 年同比增速及 2021/2019 年同比，考虑 2020 年基数可能受疫情负面影响，主要参考值为 2021/2019 同比增速）可以显著的发现，部分印度订单在印度制造业恢复后并未转回印度，而越南疫情反复再次推动东南亚订单向中国及南亚转移。

就印度纺织品成品对欧盟/美国出口量/额的 2021/2019 同比增速而言，第 61 章商品自 4 月起恢复同比增长，结合印度出行指数变化趋势，印度当期制造

业开始显著恢复，同期中国对欧盟/美国出口量/额的 2021/2019 同比增速出现显著下滑。但我们要说明的是，第 62 章/第 63 章成品印度 2021/2019 对欧盟同比增速环比并未出现显著的恢复，而中国该类产品对欧盟出口量仍维持同比增速仍维持同比增长的趋势，其中中国对欧盟出口量同比增速第 62 章 2021/2019 约 12%，第 63 章 2021/2019 约 42.5%。越南同期受疫情反复影响，对纺织服装成品欧盟出口量出现显著环比下滑趋势。因对欧盟纺织品成品出口，由于东南亚国家存在疫情反复影响，持续存在订单转移的可能性，同时，参考印度对欧盟出口成品趋势，部分订单或对中国纺服成品端持续带来正向影响。

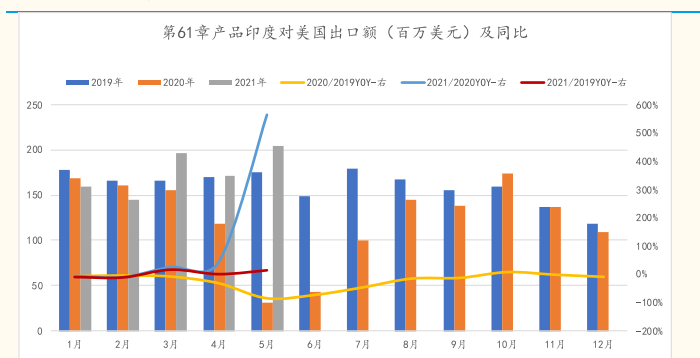
与此同时，中国/印度/越南对美国出口额 2021/2019 同比增速变化趋势与欧盟存在显著的分化，中国纺服成品对美出口订单转移仅集中出现在东南亚疫情反复阶段。在印度纺服成品 2021/2019 同比增速出口逐步恢复后，中国纺服成品出口额同比增速出现显著的下滑趋势，而越南 4-5 月受疫情负面影响较为显著，印度存在承接越南订单转移可能性。

图表 43: 印度出口欧盟-61 章



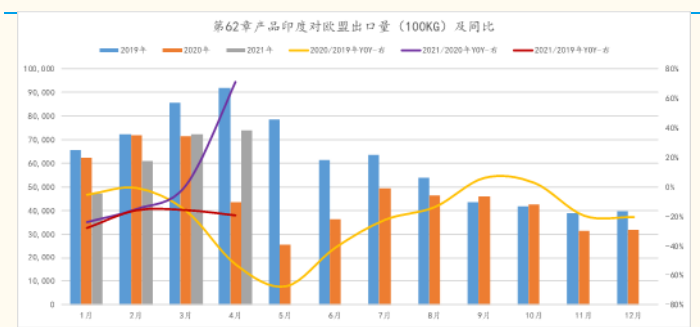
来源: 欧洲统计局, 国金证券研究所

图表 44: 印度出口美国-61 章



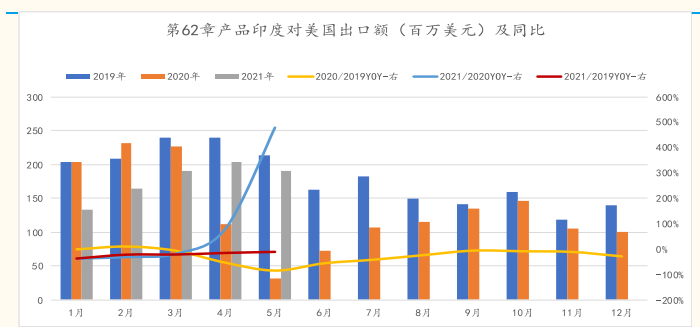
来源: usatrade census, 国金证券研究所

图表 45: 印度出口欧盟-62 章



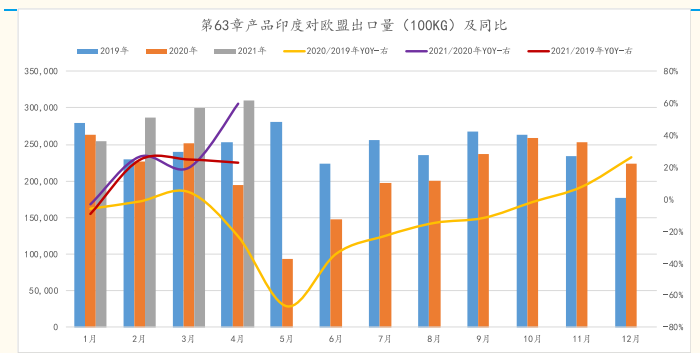
来源: 欧洲统计局, 国金证券研究所

图表 46: 印度出口美国-62 章



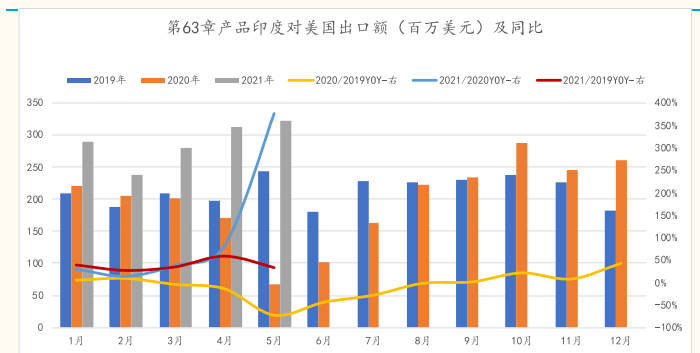
来源: usatrade census, 国金证券研究所

图表 47: 印度出口欧盟-63 章



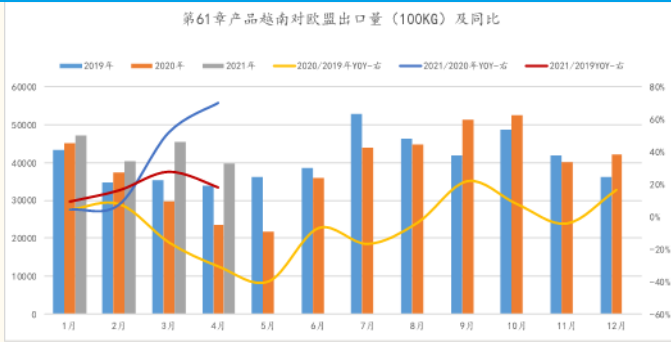
来源: 欧洲统计局, 国金证券研究所

图表 48: 印度出口美国-63 章



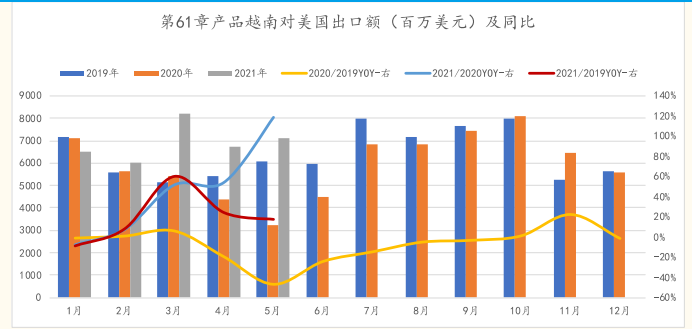
来源: usatrade census, 国金证券研究所

图表 49: 越南出口欧盟-61 章



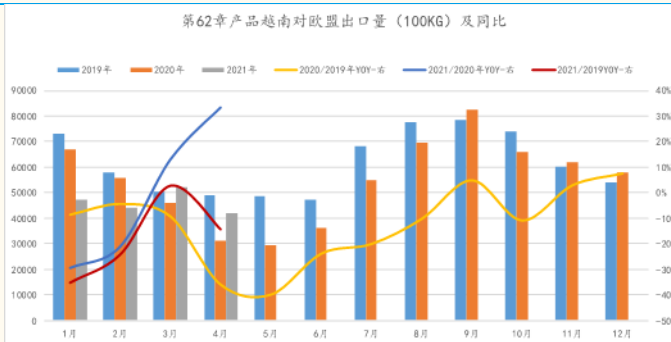
来源: 欧洲统计局, 国金证券研究所

图表 50: 越南出口美国-61 章



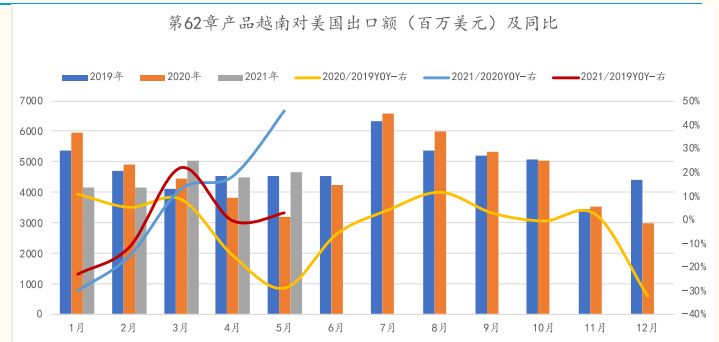
来源: usatrade census, 国金证券研究所

图表 51: 越南出口欧盟-62 章



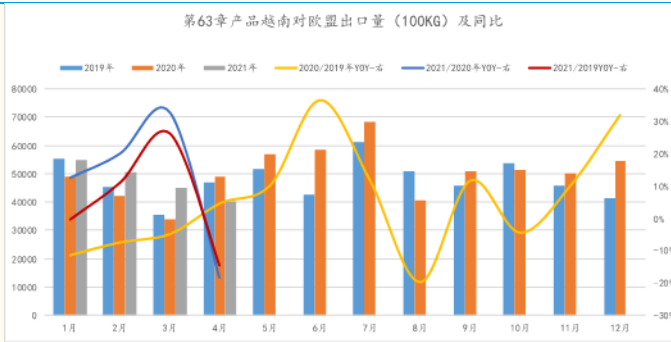
来源: 欧洲统计局, 国金证券研究所

图表 52: 越南出口美国-62 章



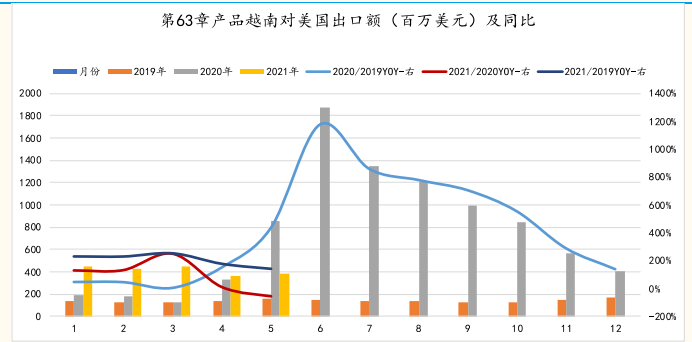
来源: usatrade census, 国金证券研究所

图表 53: 越南出口欧盟-63 章



来源: 欧洲统计局, 国金证券研究所

图表 54: 越南出口美国-63 章



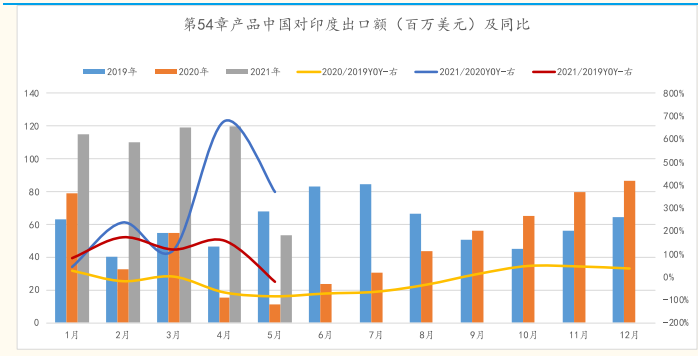
来源: usatrade census, 国金证券研究所

通过对中国对印度/越南纺织产业链中上游产品出口额 2021/2019 同比变化趋势, 我们认为在东南亚疫情反复的两个阶段, 均存在中上游产品订单转移的可能性, 其中部分原有越南订单有望维持对中国纺服中上游产品需求。

由于 HS 编码第 54 章和第 55 章主要产品为化纤长丝和短纤, 主要以这两类产品追溯中国纺服原材料的出口表现。在东南亚疫情第二阶段, 中国出口印度/越南纺服原材料金额出现显著增长, 但伴随 4-5 月印度制造业略有恢复, 中国出口印度原材料 2021/2019 同比增速出现显著下滑, 印度原材料订单转移中国受疫情扰动较为明显, 且转移订单伴随印度制造业恢复或逐步回归印度国内生产。而越南整体表现趋势与印度略有差异, 由于越南本身长丝产能较为匮乏, 虽然中国出口越南长丝 (第 54 章) 2021/2019 同比增速伴随 4-5 月印度和越南疫情恢复出现显著下滑趋势, 但相比 2019 年同期水平仍存在一定的增长, 因

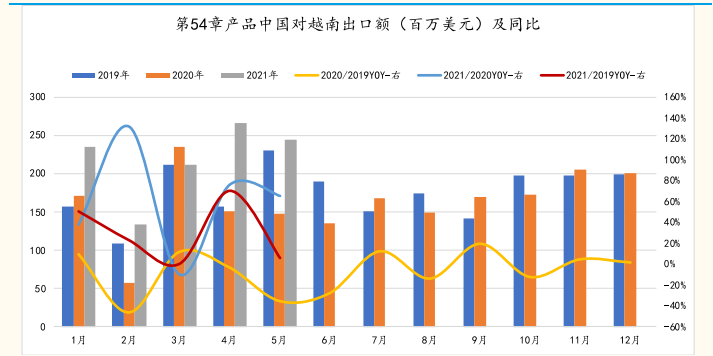
此，我们认为就纺服原材料端而言，部分越南订单存在长期转移中国市场可能性。

图表 55：中国出口印度-54 章



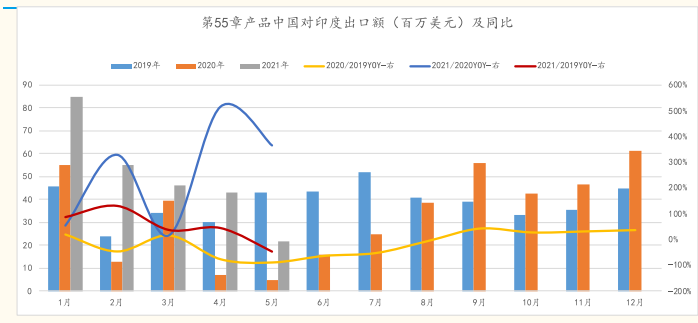
来源：中国海关，国金证券研究所

图表 56：中国出口越南-54 章



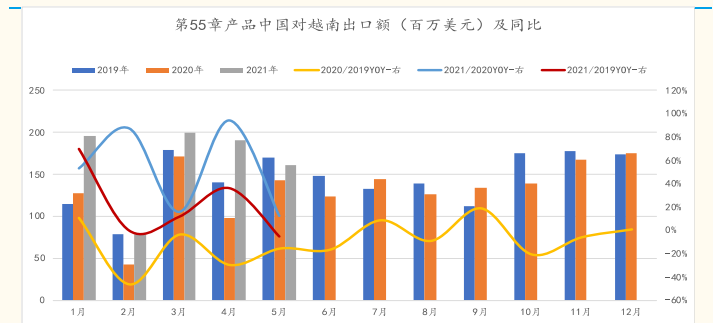
来源：中国海关，国金证券研究所

图表 57：中国出口印度-55 章



来源：中国海关，国金证券研究所

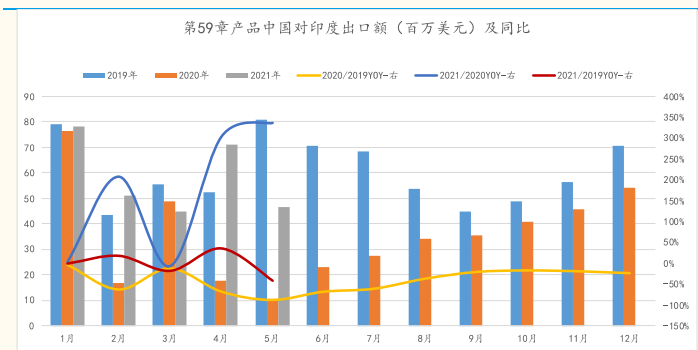
图表 58：中国出口越南-55 章



来源：中国海关，国金证券研究所

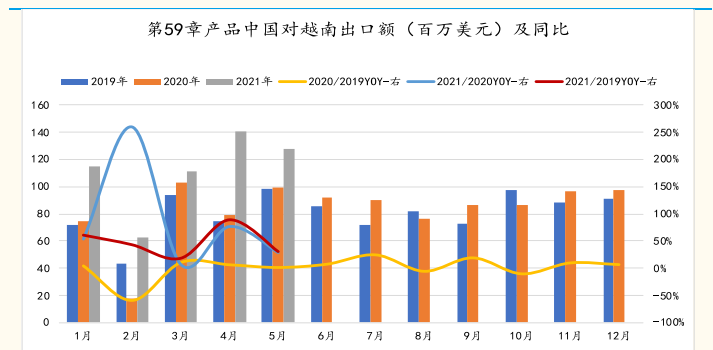
越南订单转移至中国趋势在半成品（第 59 章和第 60 章）出口中表现更为明显，其中印度从中国进口纺服半成品 2021/2019 同比增速在疫情好转后迅速回落，出现了较为显著的负增长趋势，而越南从中国进口纺服半成品 2021/2019 同比增速持续维持正值。因此，我们认为由于中国纺服产业链的稳定性以及越南纺服产业链主要集中于中下游，部分越南进口其他国家订单存在长期转移中国的可能性。

图表 59：中国出口印度-59 章



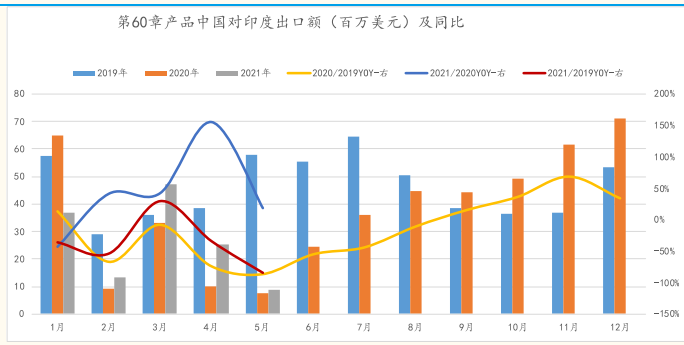
来源：中国海关，国金证券研究所

图表 60：中国出口越南-59 章



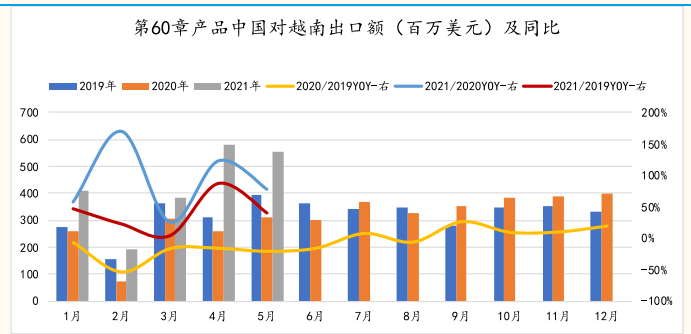
来源：中国海关，国金证券研究所

图表 61：中国出口印度-60 章



来源：中国海关，国金证券研究所

图表 62：中国出口越南-60 章



来源：中国海关，国金证券研究所

印度纺织品持续高关税：印度订单持续转移可能性较低

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。由于印度持续对中国征收纺服类产品征收高关税，对印度中上游产品订单持续转移存在较为显著的抑制性，因此印度进口中国纺织原材料及半成品在制造业恢复后基本回归 2019 年水平。

因此，在跟踪印度/越南国家出行，疫苗接种进度，排放指数，中/印/越对欧美以及对印/越的进出口数据的变化后，我们认为在印度和越南疫情反复期间存在显著的订单转移趋势，伴随印度或越南制造业的恢复大部分订单依然会回归原有国家或供应商生产。但我们要指出的是，受益于中国制造业的持续稳定与较低的不确定性，部分印度成品订单以及越南纺服半成品及原料订单存在长期转移的可能性，这部分订单有望持续对中国纺服产业链出口带来正面影响。

4. 风险提示

- 国内经济发展不如预期，纺织终端需求大幅下降
- 全球疫情大规模反复，造成全球纺织品终端需求大幅下滑
- 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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402