



2021.01.05

## 再议出口：不惧订单回流的黄金赛道

## 本报告导读：

市场对疫后出口格局的预判着眼于需求侧，全球供给格局变化尚未被充分预期。疫情加速海外低效产能出清，化工、机械、汽车零部件获得长期全球竞争力提升机会。

## 摘要：

- 从供给视角出发看出口产业链投资机会。2020 年疫情给中国出口带来供给替代机会，全球复苏预期下市场对 2021 年上半年出口增长展望乐观，但担忧下半年海外供给修复后中国出口贸易被挤出。本文从海外生产端角度出发，考虑新冠危机是否造成海外供给端大规模出清？本轮中国抢占海外市场份额，哪些赛道是长逻辑，哪些赛道是短逻辑？哪些企业能在海外产能退出过程中获得市占率永久提升机会？
- 是否存在永久性要素制约海外工业修复？疫后制约工业生产恢复的因素多为临时性要素，如供应链受阻、远程工作受限、生产成本提高等。由于多国设立政府援助贷款和银行豁免，总量层面永久性因素（产能出清）影响并不显著。海外供应恢复会多大程度上挤出中国出口？即便海外工业供给恢复，复苏带来的需求回升也将对冲贸易份额回落，中性预期下 2021 年中国出口增速约为 5.8%。
- 结构上有哪些行业海外供给退出效应更强？出口供给替代中哪些赛道是长逻辑，哪些赛道是短逻辑？海外供给并未大幅出清，美国制造业关闭率峰值时期较往年同期高约 1 个百分点。结构上美国采矿、化工、机械供给出清的程度可能相对更高，尤其是采矿业深受低油价打击，美国炼化产能降至 2016 年以来新低。出口供给替代产业中有长逻辑赛道兼具全球需求改善、海外供给出清、国内有制造优势三大特征，相关行业有化工、机械。短逻辑赛道的特征是，疫情引致特定品类需求阶段性爆发，如线性驱动、小家电、防疫物资等。
- 出口端交易逻辑是否会发生变化？哪些中国企业能在海外供给退出中获得市占率永久提升机会？2020 年出口产业链交易核心是供给替代（疫情受益），疫后全球经济复苏趋势明朗，市场关注重点转向海外补库存（需求侧牵引），全球供给格局变化尚未被充分预期。疫情从两个方面影响海外产业供给格局：一方面，海外企业缩减开支，高成本、低效产能加速出清；另一方面，海外龙头对未来几年新增投资持谨慎态度，尤其是对中期全球修复能见度低的行业。以上趋势给过去几年处于布局全球化、投产先进产能、持续高研发投入和产品升级的中国企业，带来了全球市占率提升的机会。中长期看全球竞争力提升赛道主要在化工（炼化、MDI、钛白粉）、机械（工程机械、通用设备、锂电设备）、汽车零部件及轮胎行业。我们精选了出口链全球竞争力提升组合，其中推荐个股 13 支，受益个股 6 支。
- 风险因素：疫苗效果不及预期；新冠病毒变异；财政刺激低于预期

## 报告作者



陈显顺(分析师)



021-38032683



chenxianshun@gtjas.com

证书

S0880519080006



喻雅彬(分析师)



010-83939819



yuyabin@gtjas.com

证书编号

S0880520120001



苏徽(分析师)



021-38676434



suhui012865@gtjas.com

证书编号

S0880516080006

## 相关报告

政策边际宽松，预期处于较乐观水平

2020.12.30

“春季躁动”源自何方

2020.12.27

策论军工：国之重器，十四五的百米飞人

2020.12.26

限电进行时，助推煤炭和煤化工涨价持续

2020.12.24

东风已至：强资本开支下的制造业主线

2020.12.21

## 目录

1. 供应链受阻叠加成本提高，海外工业生产恢复滞后 .....	3
2. 即便海外供给恢复，复苏带来的需求回升也将抵消贸易份额回落.....	6
3. 再探出口，从美国企业退出角度看海外供给恢复弹性 .....	8
3.1. 总量：疫情并未造成供给端大幅出清，制造业企业关停率约为 7%.....	8
3.2. 化工：资本开支大降，2021 年美国炼油产能被中国反超.....	11
3.3. 机械：产品差异缩小+销售渠道完善，国内工程机械龙头全球竞争力提升 .....	13
3.4. 汽车零部件：中国企业在全球零部件整合中占据先机，轮胎企业深化全球化布局 .....	15
4. 市场对疫后出口格局的预判着眼于需求侧，全球供给格局变化尚未被充分预期.....	16
5. 再议出口：不惧订单回流的黄金赛道.....	18

海外供需修复错位，给中国制造带来供给补位机会，中国出口占全球贸易份额逆势扩张。市场对 2021 年上半年出口维持韧性增长预期乐观，核心支撑逻辑是看好发达经济体走出疫情阴霾后开启新一轮补库存周期，同时也存在海外供给修复后中国贸易份额回落拖累出口的忧虑。当前市场对出口链的分析着眼于需求端，本文从海外生产端角度出发，剖析如下问题：

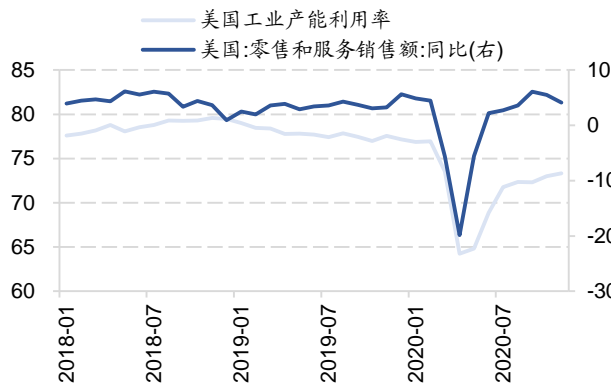
- （1）疫后海外经济复苏中，工业生产修复的步调落后于消费，其中哪些是临时性因素，哪些是永久性要素？
- （2）若 2021 年上半年发达经济体实现疫苗大规模接种，海外供应恢复会多大程度上挤出中国出口？
- （3）总量上新冠危机是否造成海外供给端大规模出清？结构上有哪些行业海外供给退出效应更强？换句话说，此次中国抢占海外市场份额，哪些赛道是长逻辑，哪些赛道是短逻辑？
- （4）中国企业能否在海外产能退出过程中获得市占率提升机会？哪些赛道能“永久性”受益？
- （5）疫情爆发和全球走出疫情阴影后，出口端交易逻辑是否会发生变化？持续性有多久？

## 1. 供应链受阻叠加成本提高，海外工业生产恢复滞后

导致海外工业修复迟缓的主因多为临时性要素，如供应链受阻、远程工作受限、生产成本提高等。由于融资环境宽松，企业筹资现金流激增抵消了经营现金流的下滑，本轮疫情并没有如同金融危机一样造成美国企业大面积破产，永久性因素（产能出清）影响并不显著，但疫情模式下企业出清并不是以商业生产力高低为标准，长期看，高生产率企业倒闭将对经济总体生产率有负面影响。

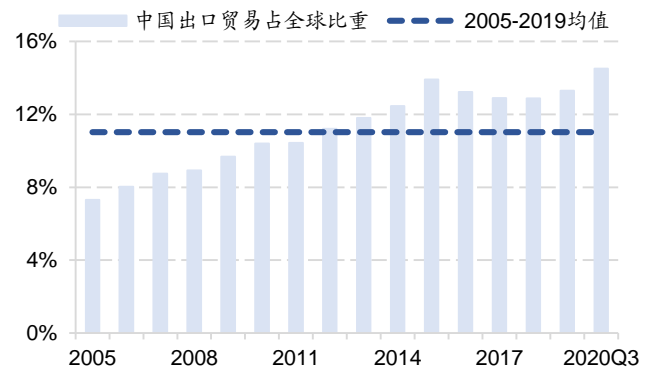
海外零售复苏快于工业生产，供应补缺中国出口份额逆势扩张。我们在策略报告《把握全球复苏机遇，掘金中国出口制造》中提到，线上零售普及和政府居民的转移支付，有效对冲了社会隔离和工资报酬下滑对消费的负面影响，海外消费复苏快于工业生产。美国零售总额与制造业出库量差值创 1995 年以来的新高，供需缺口扩张、库存加速去化共同推升美国商品进口需求，中国复苏领先全球半个身位，供应补缺使得中国出口占全球贸易份额逆势扩张。

图1: 美国零售业复苏快于工业部门



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

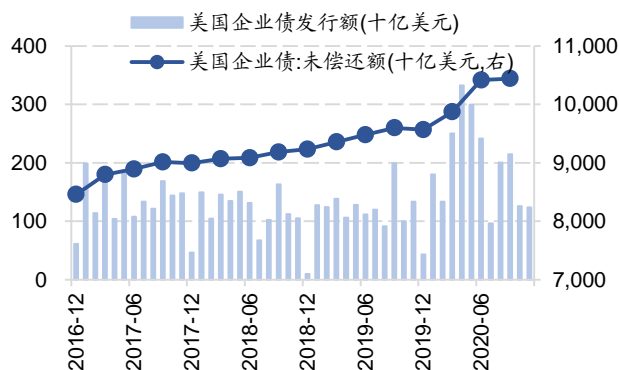
图2: 中国出口贸易份额逆势扩张



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

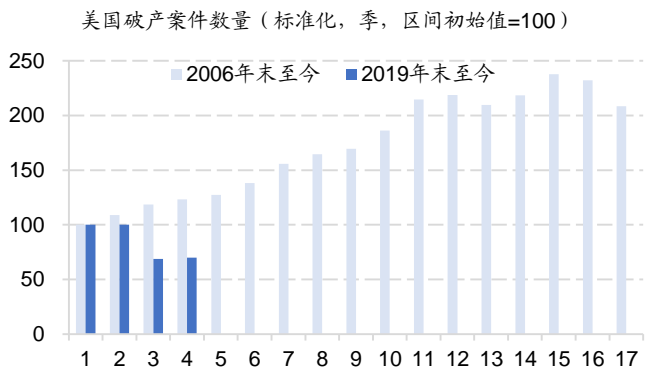
不同于金融危机时期, 融资环境宽松使得美国企业部门杠杆率不降反升, 疫情爆发后鲜有企业破产。金融危机后美国经济也呈现出消费先于工业复苏的结构性特征, 但不同于金融危机时期, 本次疫情期间财政部和美联储联合推出了系列企业的信贷支持措施, 疫情爆发后鲜有企业破产, 美国公司融资规模持续上升, 3~9月美国企业债月均发行额处于2000亿美元以上的高位, 截止2020年三季度末美国企业债未偿还额升至10.44万亿美元, 较年初增8730亿美元, 企业债净融资创2012年以来新高。

图3: 美国企业债发行规模回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图4: 融资环境宽松, 疫情后鲜有企业破产



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

短期看, 供应链受阻、远程工作受限、生产成本提高, 拖累海外工业修复速率。尽管宽松的流动性环境支撑企业得以存续, 但多国协作维系的网状产业链结构、制造业远程工作受限、疫情期间生产管理成本提高, 依旧拖累海外制造业恢复速率。

✓ 供应链受阻, 终端消费品生产停摆, 联动中间品贸易受损。Katja (2020)<sup>1</sup>研究了疫情期间欧洲中间品贸易变化, 发现尽管欧洲新冠病例集中在西部国家, 但中欧和东欧地区的中间品贸易衰退更为严重, 原因是中欧和东欧生产的中间品处于西欧

<sup>1</sup> Katja Zajc Kejžar and Alan Velić, Covid-19, trade collapse and GVC linkages: European experience, Covid Economics, Issue 61  
请务必阅读正文之后的免责条款部分 4 of 20

工业生产上游。在多国协作、网状的产业供给结构下，当一国受疫情影响产出降低时，与之有前向联系贸易关系的国家出口将出现更大幅度的下滑。

- ✓ **制造业内可远程工作岗位受限。**工厂生产线多数无法实施远程工作。据 Dingel 和 Neiman (2020)<sup>2</sup>估计，美国制造业可远程执行就业的岗位上限是 22%。
- ✓ **疫情期间生产管理成本提高。**Fictiv 全美制造业调查报告显示，89%的受访者认为疫情对生产有直接负面冲击，其影响主要体现在销售下滑、原材料成本增加、产品交付时间延长，新品发布被迫取消或推迟等方面。

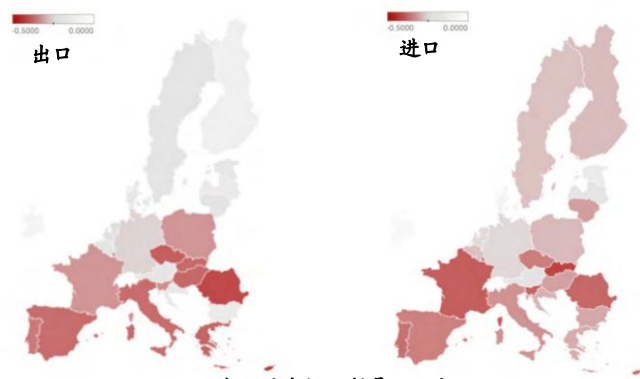
长期看，疫情可能对宏观总体生产率有负面冲击。过往经济衰退造成的企业出清，长期看往往提高了宏观生产率，但新冠危机可能是个例外。因为疫情模式下企业出清并不是以商业生产力高低为标准，而可能由地域性疫情短期集中爆发所致。COVID-19 期间部分高生产率企业关闭，长期看对总体生产力有负面影响。

图5：欧洲新冠病例集中在西部国家



数据来源：European CDC data

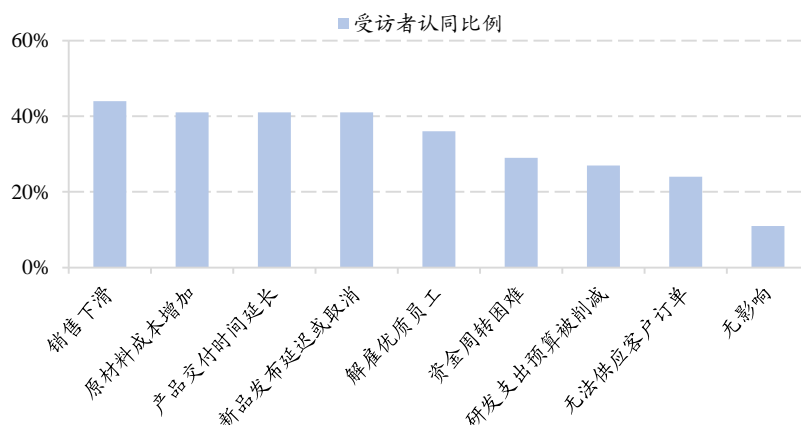
图6：但中欧和东欧的中间品贸易出口同比下滑更多



2020 年 4 月中间品贸易同比变化

数据来源：Eurostat，国泰君安证券研究

图7：疫情对美国制造业负面影响体现在成本增加、产品交付时间延长



数据来源：Fictiv，国泰君安证券研究

<sup>2</sup> Jonathan I. Dingel and Brent Neiman, How many jobs can be done at home?, Journal of Public Economics, Volume 189

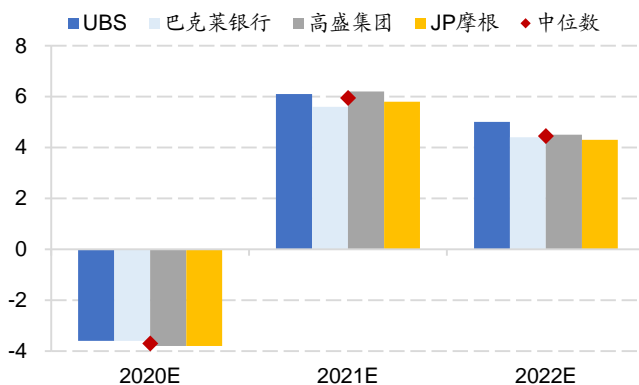


## 2. 即便海外供给恢复, 复苏带来的需求回升也将抵消贸易份额回落

两种方式测算“一进一退”对 2021 年出口增速的影响, 即便海外工业供给恢复, 复苏带来的需求回升也将对冲贸易份额回落。2020 年 12 月上旬美国 FDA 先后批准两款新冠疫苗的紧急使用权, 首批疫苗已投入使用, 预期 2021 年上半年实现大规模接种。目前市场对海外(特别是发达经济体)接种普及后补库存带动需求修复预期乐观, 但担忧海外供给修复挤出中国出口。我们采用两种方式测算全球出口需求回升和中国贸易份额预期下滑, “一进一退”组合对 2021 年出口增速的影响, 发现即便海外工业供给恢复, 复苏带来的需求回升也将对冲贸易份额回落。

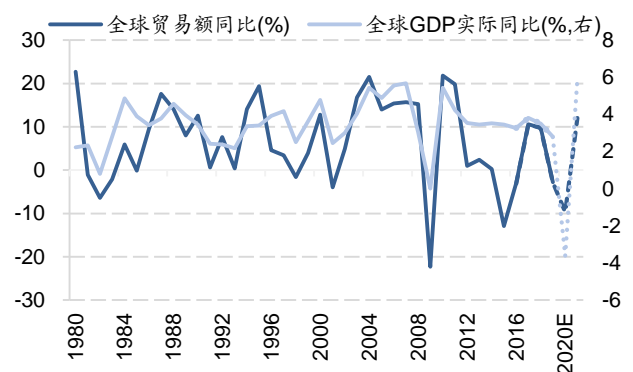
**测算方式一: 从全球贸易出口总额出发, 中性预期下 2021 年出口增速约为 5.8%。**第一种方案中我们以全球贸易出口总额为出发点, 目前海外主要金融机构预期 2021 年全球 GDP 增速中位数为 5.9%。我们将全球贸易额同比和全球实际 GDP 增速进行拟合, 推算出 2021 年全球商品出口贸易额同比约为 12%。我们按悲观、中性、乐观三种情形假设 2021 年中国出口贸易份额中供给替代的部分较 2020 年环比下滑 70%、50%、30%, 对应 2021 年中国出口贸易增速为 3.3%、5.8%、8.3%。中性情形下 2021 年出口增速(5.8%)仍高于 2020 年 11 月末(中国出口累计同比为 2.5%)。

图8: 2021 年全球 GDP 增速预测中位数为 5.9%



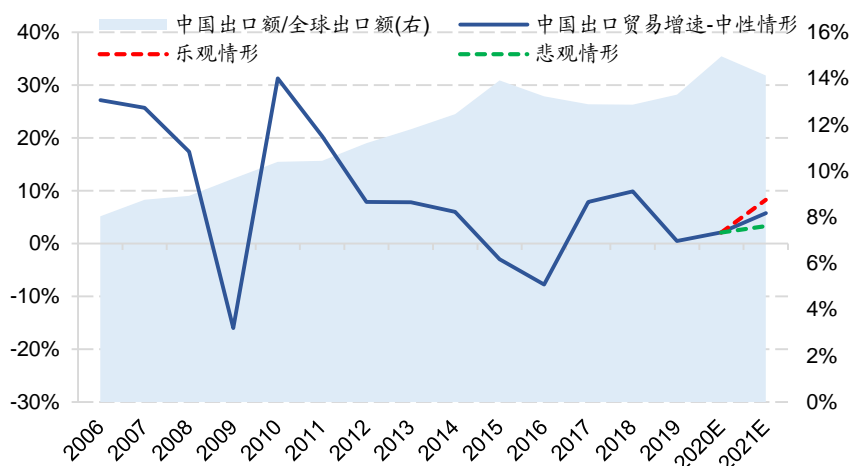
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图9: 预期 2021 年全球出口贸易额同比增速为 12%



数据来源: Wind, WTO, 国泰君安证券研究

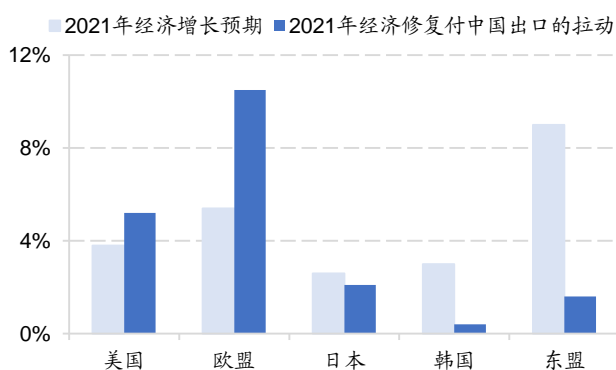
图10: 中性情形下, 2021 年中国出口贸易增速预计为 5.8%



数据来源: WTO, 国泰君安证券研究

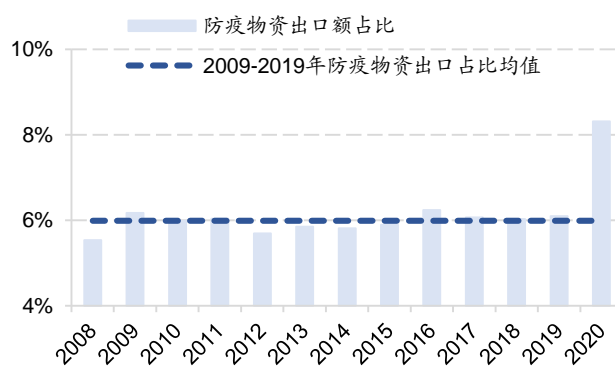
**测算方式二: 从发达经济体 GDP 修复对中国出口带动效应看, 中性预期下 2021 年出口增速也将维持正增长。**第二种方案中从全球主要经济体复苏对中国出口增长的拉动出发, 扣除供给替代和防疫物资回落部分推算 2021 年出口增速。据国泰君安宏观组测算 (详见国泰君安宏观组报告《出口高景气将延续, 推升制造业动能》), 假设 2021 年美国、欧盟、日本、韩国、东盟的经济增速分别为 3.8%、5.4%、2.6%、3.0%、9%, 五个国家和地区对中国出口增速的拉动率分别为 5.2%、10.5%、2.1%、0.4%和 1.6%, 合计基于海外经济修复逻辑, 2021 年中国出口增速将改善 20%。由于 2020 年防疫相关物资出口占比较往常高约 2.4 个百分点, 扣除防疫物资的异常抬升后出口预期增速为 17.6%。2020 年中国占全球贸易出口份额较往常增长约 4 个百分点, 我们按悲观、中性、乐观三种情形假设这 4 个百分点的市场份额在 2021 年有 70%、50%、30% 让渡给他国, 对应 2021 年中国出口贸易增速为 2%、8%、12%。

图11: 全球主要经济体复苏拉动中国出口改善 20%



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究

图12: 防疫物资出口占比较往常高约 2.4 个百分点



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

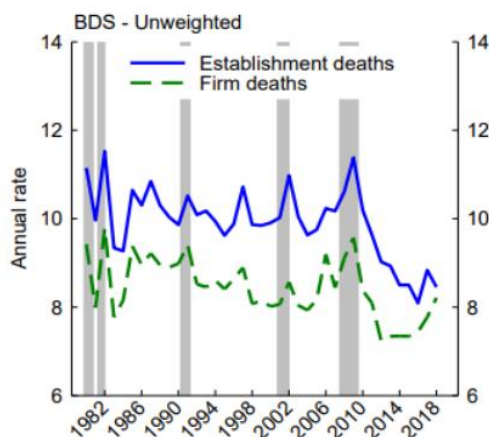
### 3. 再探出口,从美国企业退出角度看海外供给恢复弹性

我们从破产企业申请数量、停止支付薪酬企业数量、预期永久关停企业调查数据、就业人数修复程度四个视角出发,发现总量层面疫情并未造成供给端大幅出清,但出清结构在行业上有分化,采矿、化工、机械、航天行业供给恢复进度较慢。疫情加速部分行业全球低效产能退出,中国厂商获得中长期全球竞争力和市占率提升机会,相关行业关注化工(炼化、MDI、钛白粉)、机械(工程机械、通用设备、锂电设备)、汽车零部件及轮胎行业。

#### 3.1. 总量: 疫情并未造成供给端大幅出清, 制造业企业关停率约为 7%

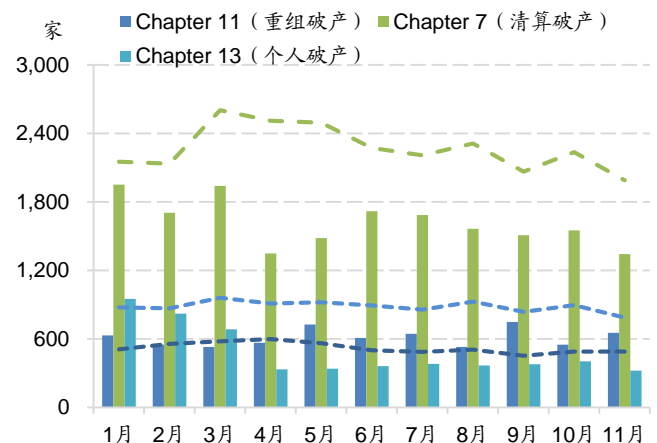
正常年份美国企业死亡率为 7.5%, 破产申请数看新冠危机并没有造成供给端大量出清。新冠疫情给美国带来了超 1800 万累计确诊病例、超 30 万累计死亡病例和长达数月的社会隔离及经济停摆, 新冠疫情在多大程度上冲击美国企业经济? 有多少企业因为新冠危机“永久性”关闭? 国内企业能否在海外供给退出的背景下获得长期市场份额提升? 以上问题影响了疫后海外供给端修复弹性和中国出口比较优势的持续性。据 BDS 统计数据, 正常年份美国企业的死亡率为 7.5% (2014~2018 年均值), 经济衰退年份企业死亡率会上升 1.5 个百分点, 企业死亡率的逆周期性主要是由中小企业的进入和退出造成, 但官方企业死亡率披露数据存在严重滞后, 不能反应实时反映疫情对企业经济的负面冲击。从破产申请数看, 新冠危机并没有造成供给端大量出清, 截至 2020 年 11 月美国重组型破产 (chapter 11) 累计案例数较过去 9 年均值高 17.8%, 但清算型破产 (chapter 7) 和个人破产 (chapter 13) 案例数较往年同期低 28.8% 和 45.1%。

图13: 2014-2018 年美国企业死亡率均值为 7.5%



数据来源: Census Bureau Business Dynamics Statistics

图14: 重组破产申请较过去 9 年均值高约 17.8%



数据来源: Aacer, 国泰君安证券研究

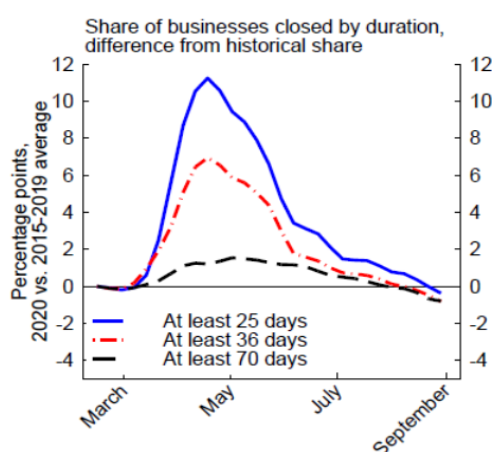
注: 虚线表示 2011-2019 年同期破产企业数均值



替代指标显示 2020 年 8 月底美国企业关闭率恢复正常，峰值时期制造业关闭率较历史均值高约 1 个百分点。Fed 在近期工作论文中讨论了如何使用替代指标近似实时观察美国企业关闭情况，研究使用 ADP 雇员薪酬支付数据观测企业是否存续。ADP 是企业薪酬服务商，覆盖了美国私人企业部门近五分之一的雇员，而雇主通常支付薪酬的频率为周频、双周频和月频，研究以 2020 年 2 月 15 日为初始点，计算其后至少连续 25/36/70 天未向员工支付薪酬的企业数占初始点企业数的比重，并计算 2020 年与 2015-2019 年同期该指标的差值，将其定义为“企业关闭率”。结果显示 2020 年 4 月连续 70 天未支付薪酬企业较往年同期高 2 个百分点，但 8 月底这一指标开始回归正常。分行业看，休闲与酒店业受疫情影响供给弹性最大，专业服务业、制造业供给弹性低，制造业企业关闭率在 2020 年 4 月达到峰值，较往年同期高约 1 个百分点，并快速在 7 月回归到往年常规水平。

企业出清呈结构性分化，受降息刺激美国地产销售走旺，地产、建筑企业关停率低于历史水平；采矿、制造业企业在疫情中受损，关停率高于历史水平。在根据美国人口调查局中小企业调研，预计未来 6 个月大概有 5% 的企业将永久关停，尽管 2020 年大部分行业企业关闭率较往年有所升高，但上升幅度有限，并非处于危机衰退模式。更重要的是，企业关停率在结构上有所分化，美国采矿业在疫情中受损最为严重，受低油价影响行业普遍陷入严重亏损，企业关停率较往年高约 5 个百分点。制造业企业关停率亦较往年高约 1 个百分点。受益于降息刺激美国地产销售走旺，建筑业、房地产企业关停率却低于历史水平。

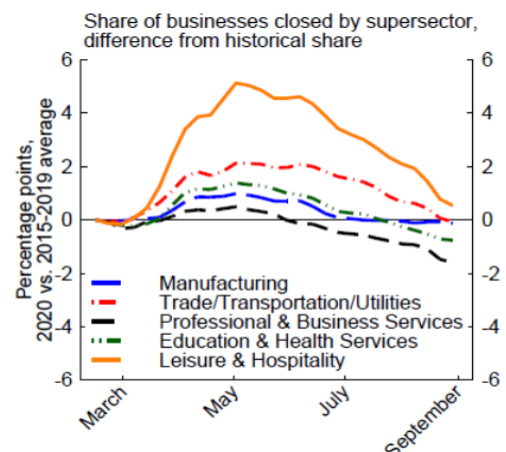
图15: 8 月底美国企业关闭率恢复到往年均值



数据来源：ADP

注：与 2020.2.15 企业数为初始值，连续 X 天停发薪酬企业数占比，图中线条表示 2020 年与 2015~2019 年均值差值

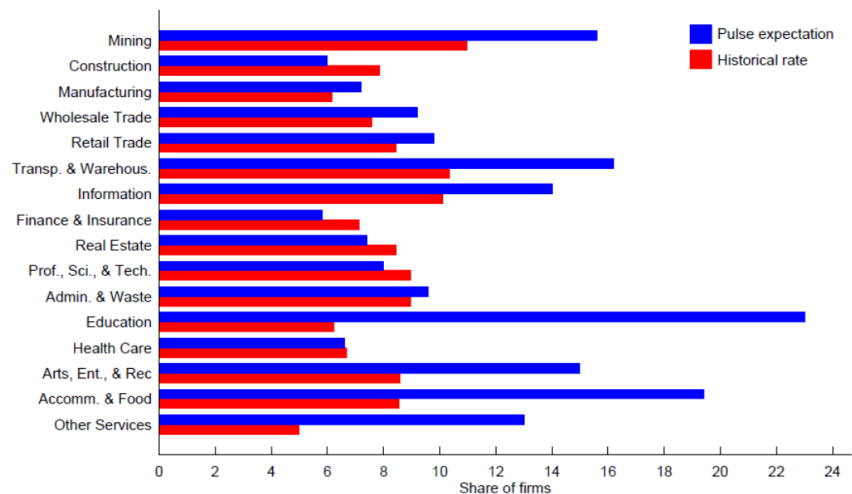
图16: 7 月制造业关闭率恢复到往年均值



数据来源：ADP

注：与 2020.2.15 企业数为初始值，连续 70 天停发薪酬企业数占比，图中线条表示 2020 年与 2015~2019 年均值差值

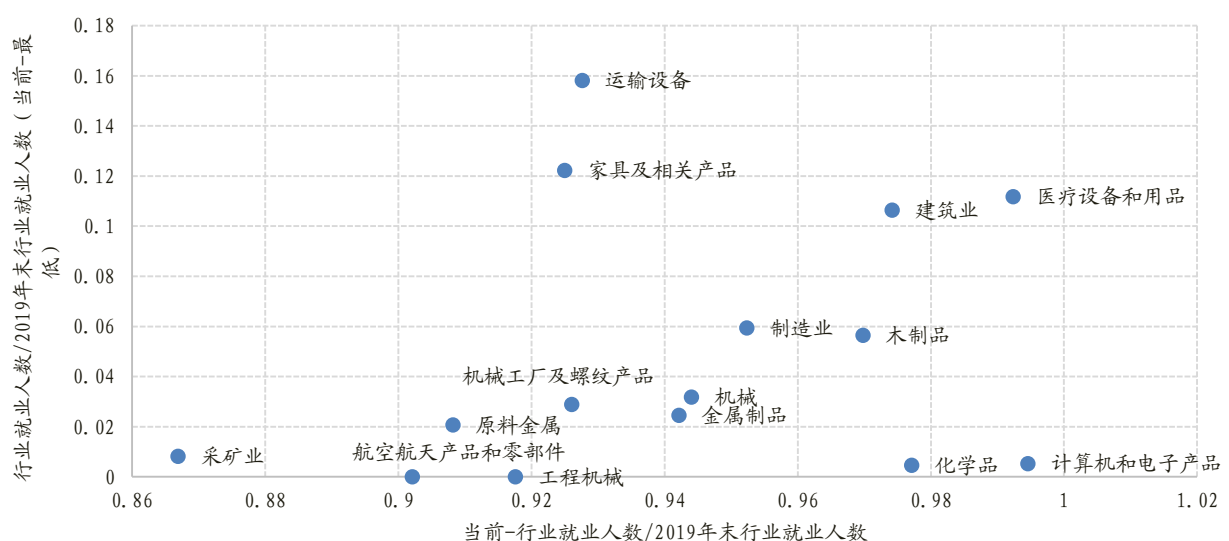
图17: 未来 6 个月美国制造业预期关停率较历史值高约 1 个百分点



数据来源: Census Bureau Small Business Pulse Survey

从人力资本修复维度出发, 采矿、化工、机械、航天行业供给恢复进度较慢。我们用美国制造业各行业就业人数较疫情前的变化衡量供给端恢复程度, 由于人力资本弹性受行业属性影响, 如建筑业就业人数弹性大, 受疫情影响大起大落, 故我们用当前行业就业人数占 2019 年末的比例、该指标当前值较年内最低值的差额, 两大指标结合衡量行业人力资本较疫情前的恢复程度。2020 年 11 月末美国分行业就业人数数据显示, 采矿业、航空航天、原料金属、化工品、机械行业两类指标双底, 反映行业人力资本较疫前恢复程度较低, 供给端出清程度可能相对更高。

图18: 采矿业、航空航天、原料金属、工程机械行业人力资本恢复慢



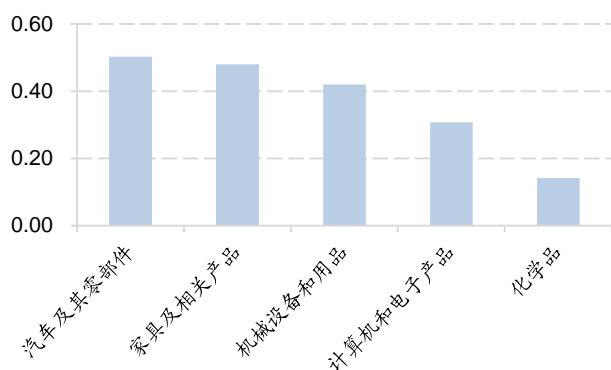
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

注: 机械工厂及螺纹产品、工程机械、航空航天行业当前就业人数为 2020 年 10 月数据, 其余行业为 2020 年 11 月数据

### 3.2. 化工：资本开支大降，2021 年美国炼油产能被中国反超

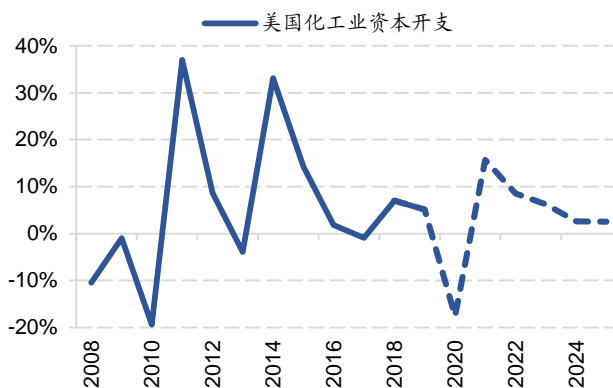
资本开支大降叠加产能弹性低，未来 5 年美国化工品进口增速预期强于出口，受疫情影响炼油产能关闭，MDI、钛白粉海外产能增长停滞，中国供应商有望受益于需求端回暖和海外份额提升。疫后美国制造业各行业产能利用率普遍经历深蹲起跳，我们用各行业批发零售额同比对该行业产能利用率进行回归，用回归系数衡量行业的产能弹性，计算发现化工行业产能利用率对销售回暖敏感度最低，计算机和电子产品、机械次之。据 ACC 估计受疫情影响美国化工品行业资本开支同比降 17.6%。资本开支大降叠加产能弹性低，ACC 预期未来五年美国化工品进口增速将持续高于出口增速。受疫情影响炼油产能关闭，MDI、钛白粉海外产能增长停滞，中国供应商有望受益于需求端回暖和海外份额提升。

图19: 化学产品产能利用率对销售增速的敏感度低



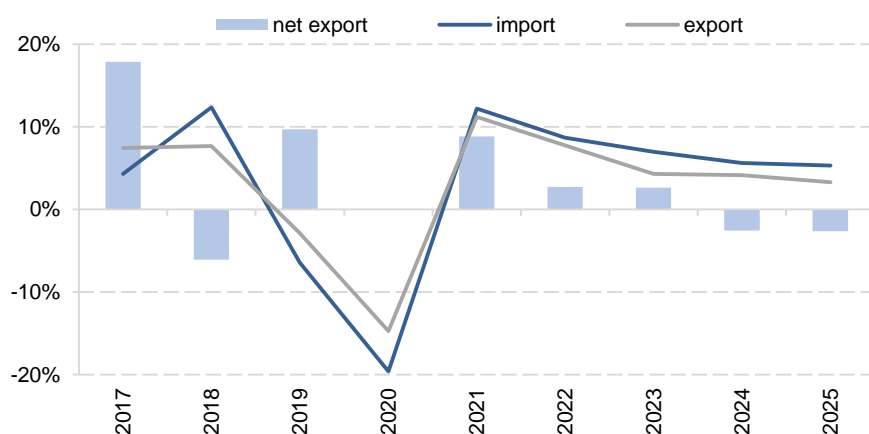
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图20: 2020 年美国化工工业资本开支同比降 17.6%



数据来源: ACC, 国泰君安证券研究

图21: 未来 5 年美国化工品进口增速预期大于出口



数据来源: ACC, 国泰君安证券研究

炼化：美国炼化产能降至 2016 年以来新低，2021 年中国炼油产能有望反超美国，成为全球第一大炼油国。疫情加速全球炼油产能向亚洲转移。汽柴及航空煤油消耗急剧下滑后，炼厂原油加工能力受限以及石油贸易流通急剧萎缩，炼油利润长期处于低位，行业产能利用率偏低，美国炼油厂不得已加速淘汰产能或转型。2020 年初美

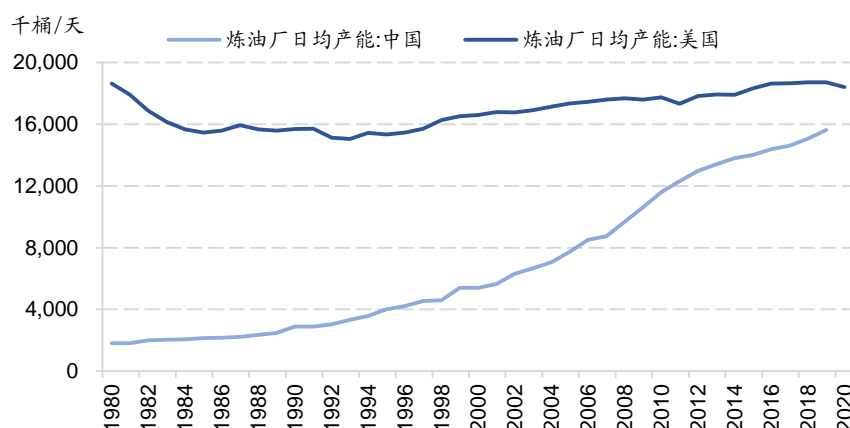
国炼油产能还处于 1900 万桶/天的历史最高值，截止 9 月美国炼化产能降至 1840 万桶/天，创 2016 年 5 月以来最低水平。据卓创资讯统计美国近 1 年累计关闭 103 万桶/天的产能。同时亚洲特别是中国的生产活动没有遭到疫情大规模破坏，十四五期间江苏盛虹石化、中石油广东石化、山东裕龙岛石化、河北唐山旭阳以及华锦阿美炼化一体化项目等一众炼厂将落地投产，全国炼油产能将突破 10 亿吨/年，折合增长幅度中国的原油加工能力将由目前的 1750 万桶/日增长至 2000 万桶/日左右，预期 2021 年中国将反超美国，成为全球第一大炼油产能国。国内原油精深加工能力的加强将改变乙烯和芳烃等原料强依赖于进口的局面，化工原料自供率提升，有利于工程塑料、高端聚烯烃、高性能橡胶以及高端碳纤维和功能性膜材料、电子化学品等进一步实现国产替代。

表 1: 美国炼油产能关闭一览表

时间	关闭产能	地点	涉及产能
2020 年 5 月	美国东海岸最大炼油商 Philadelphia Energy Solutions (PES)位于宾夕法尼亚州的炼油厂的关闭使美国的炼油产能减少了 33.5 万桶/天。	宾夕法尼亚州	33.5 万桶/天
2020 年 5 月	PES 位于北达科他州迪金森市的炼油厂在等待改造成可再生柴油生产基地期间也被关闭，导致美国产能减少 1.9 万桶/天。	北达科他州	1.9 万桶/天
2020 年 8 月	美国大型石油精炼商 HollyFrontier 关闭了位于怀俄明州谢延产能为 4.8 万桶/天的炼油厂。该公司停止了炼油业务，并计划于 2022 年前转向可再生柴油生产。	怀俄明州	4.8 万桶/天
2020 年 8 月	马拉松石油公司(Marathon Petroleum)表示将无限期关闭马丁内斯和盖洛普两家炼油厂，其中马丁内斯产能为 16.1 万桶/天，盖洛普产能为 2.7 万桶/天。10 月，公司宣布计划将马丁内斯炼油厂改造为可再生柴油厂。	加利福尼亚州	16.1 万桶/天
		新墨西哥州	2.7 万桶/天
2020 年 10 月	美国最大的石油精炼商及供货商 PBF Energy 关闭了其位于新泽西州 Paulsboro 炼油厂	新泽西州	8 万桶/天
2020 年 11 月	菲利普斯 66 (Phillips 66) 关闭加州罗迪奥炼油厂	加利福尼亚州	12 万桶/天
2020 年 11 月	世界第三大油企壳牌被迫关闭其在美国路易斯安那州的康文特炼油厂	路易斯安那州	24 万桶/天

数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

图 22: 中国炼油产能或在 2021 年超越美国



数据来源：EIA、Wind，国泰君安证券研究

**MDI: 未来全球有限的新增产能集中于国内，国内龙头受益于价量双升趋势。**技术壁垒高、装置建设周期长，未来 3 年行业实质新增产能预期有限，供需有望维持紧平衡（国泰君安化工组预计 2019-2023 年产能年均复合增速约 4.8%，而 MDI 需求增速一般在 6% 左

右)。中长期看，疫情对行业盈利冲击较大，龙头企业协同提价意愿加强，MDI 价格中枢有望上移。国内龙头受益于行业量（中国在全球产能占比提升）价（长期价格中枢上移）双升趋势。

**钛白粉：海外钛白粉产能增长停滞，国内竣工+国外住宅建设带动需求稳步改善。**海外住宅建设支出回升叠加国内竣工维持韧性增长，带来需求侧改善动力。供给侧，海外钛白粉产能、产量增长停滞，而国内限制硫酸法工艺的新增产能且加速淘汰中小产能，未来新增供给主要以国内氯化法为主。当前国内仅极少数企业掌握氯化法钛白粉规模量产技术，预计新增供给释放节奏可控。供需共振下钛白粉价格预期稳步向上。

图23: 全球 MDI 产能占比变化，万华预期提升最多

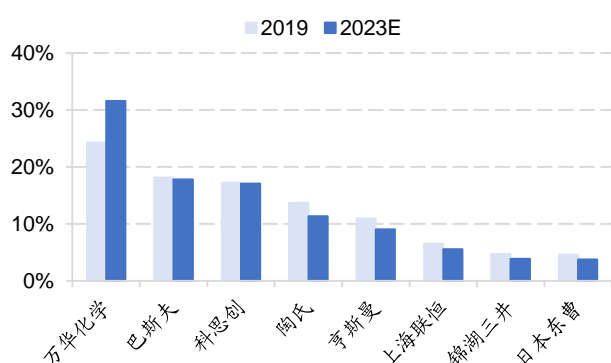
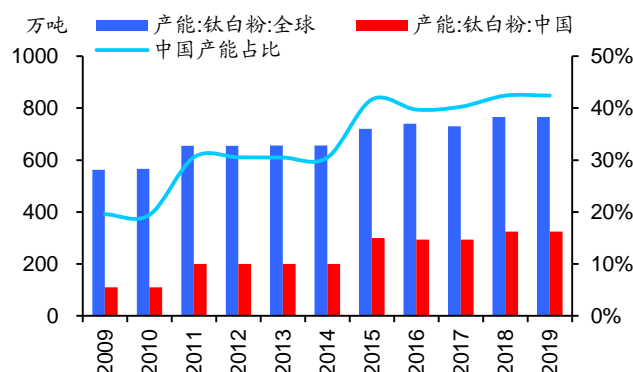


图24: 中国钛白粉全球产能占比提升



数据来源：百川盈孚、卓创资讯，国泰君安证券研究

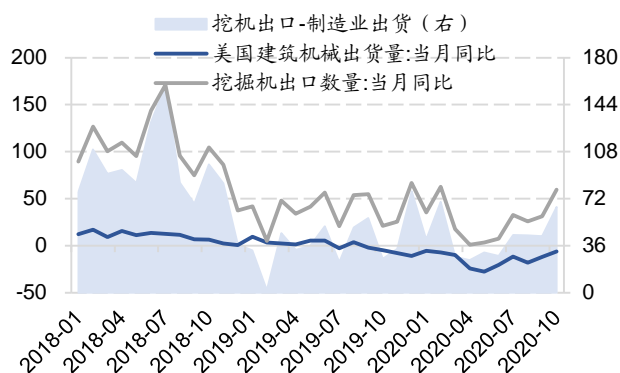
数据来源：美国地质调查局，国泰君安证券研究

### 3.3. 机械：产品差异缩小+销售渠道完善，国内工程机械龙头全球竞争力提升

**工程机械：疫情供给替代契机，产品差异缩小+海外销售渠道完善，工程机械龙头海外扩张长期竞争力提升。**疫情期间海外工程机械企业多停产，亦有企业选择关闭永久工厂，卡特彼勒、JBC、小松公司 2020 年 3 月后先后暂停美国工厂运营，法国叉车龙头 Manitou 宣布将关闭美国德克萨斯州工厂，海外同业停产歇业给国内工程机械龙头带来供给替代契机。另一方面，国内工程机械龙头全球供给地位升级的核心是来源于产品力和渠道力的提升，以三一重工为例，公司持续高研发投入使得产品与海外竞品差距不断缩小，性价比优势凸显，海外销售渠道的建立为全球化之路开山拓土。供给替代机遇与竞争实力提升偶合，国内工程机械企业海外扩张有望加速。

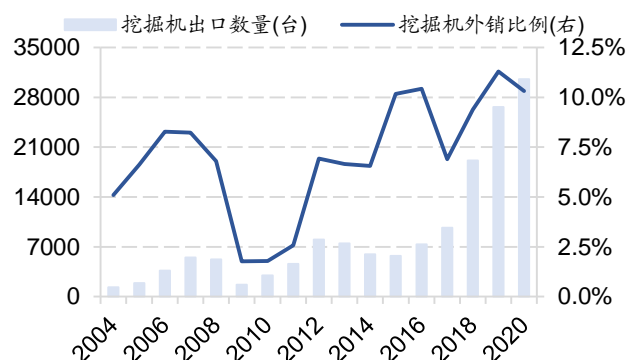


图25: 中国挖机出口-美国挖机出货缺口扩张



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

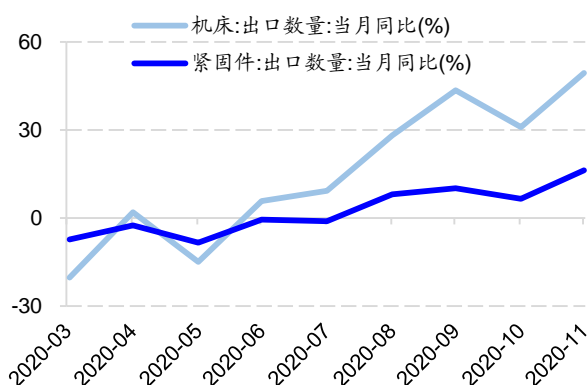
图26: 长期看挖掘机外销占比提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

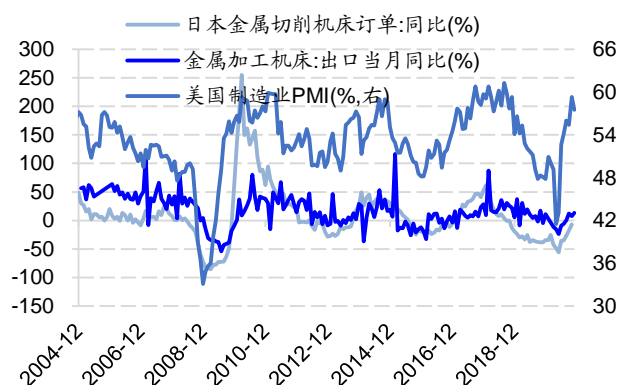
**通用设备: 海外龙头设备投资放缓, 民营机床迎发展良机。**全球机床订单周期与主要经济体 PMI 同步, 2020 年 5 月后日本机床订单同比增速从底部修复, 国内机床出口也逐月攀升。全球中高端机床市场被欧日外资品牌占据, 国内机床主攻低端产品。据海关数据统计, 近年金属加工机床的进口均价在 10-15 万美元/台, 而出口均价仅仅 400-500 美元/台。新冠疫情使得全球机床龙头对新增投资持审慎态度, 日本龙头三菱重工机床表示尽管能看到复苏迹象, 但并未推动新的设备投资。需求改善、海外龙头新增投资放缓、国营机床厂处于重组期, 民营机床迎发展良机, 具有自研优势和垂直一体化能力的民营机床市占率有望加速提升。

图27: 2020 年机床出口数量高增



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图28: 日本机床订单底部回升, 国内机床出口攀升

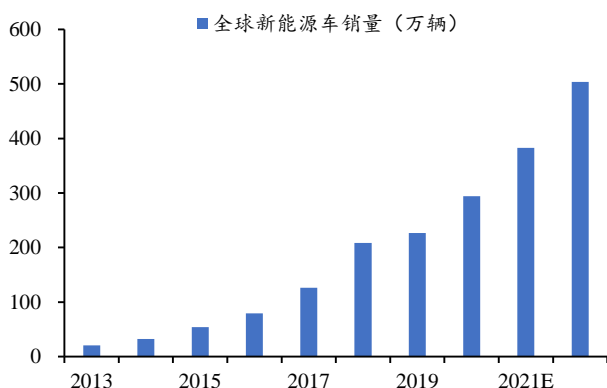


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**锂电设备: 动力电池中长期缺口严峻, 中国锂电产业链加速出海扩张。**全球碳中和加速, 欧洲主要国家明确禁售燃油车时间表, 包括德国在内的多个欧盟国家确定补贴延长至 2022 年之后, 且刺激力度对于消费者极具吸引力。传统车企明确电动化领域转向, 未来 2 年新能源汽车进入新车型密集投放期, 车型供给放量进一步打开需求增长空间。欧洲动力电池现供需缺口, 2020 年 2 月由于动力电池短缺, 捷豹路虎、奔驰、奥迪 e-tron 的暂时停产。据 SNE Research 的预测, 至 2023 年欧洲对电动汽车电池的需求预计为 406GWh,

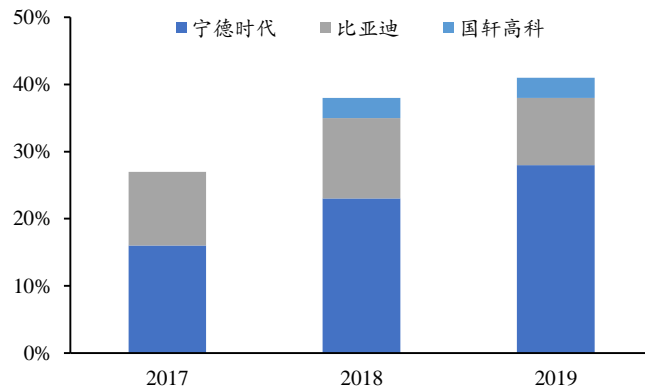
而供应预计为 335GWh，短缺约 18%；到 2025 年这种情况将进一步恶化，供应短缺或扩大至 40%。动力电池中长期缺口严峻，国内锂电池顺势出海扩张，龙头电池及电池材料企业近年在海外产能布局和客户拓展方面动作频繁。

图29: 全球新能源车加速渗透



数据来源: EVsales, 国泰君安证券研究

图30: 国内 TOP3 动力电池厂商在全球装机份额提升

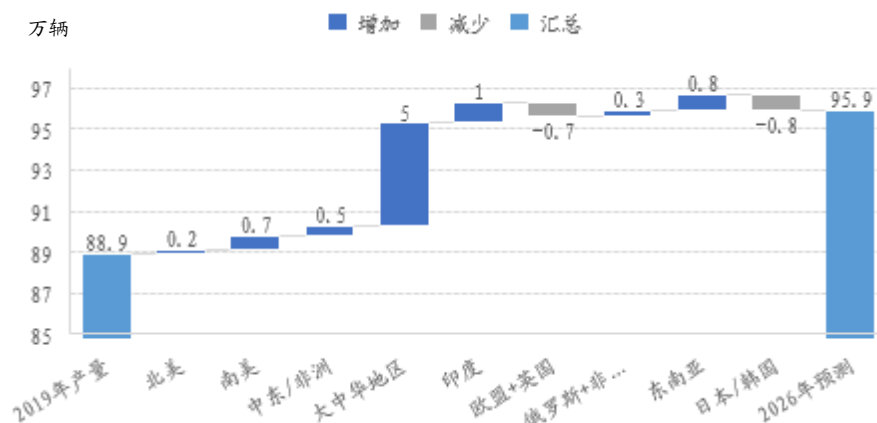


数据来源: SNE research, 国泰君安证券研究

### 3.4. 汽车零部件：中国企业在全球零部件整合中占据先机，轮胎企业深化全球化布局

**汽车零部件：全球零部件企业并购预期加速，国内零部件龙头在行业整合中占据先机。**据普华永道统计，2020 年下半年由于新冠疫情带来的公司破产和低估值，全球汽车零部件行业掀起了一波价值 300~400 亿美元的并购交易浪潮。由于欧盟和北美传统车销售回升缓慢，欧盟、日韩汽车零部件企业破产风险加剧，普华永道预计 2021 年行业深度整合趋势延续，并购交易案例可能超过 250 起，再创历史新高。IHS 预期长期中国将在汽车产量上获得最大增长，到 2026 年中国汽车产量将到达北美及欧盟的两倍。国内车市疫后率先复苏，中长期市场增量空间广阔，国内零部件龙头在整合中占据先机，2020 年中国本土超大型并购案有所上升。

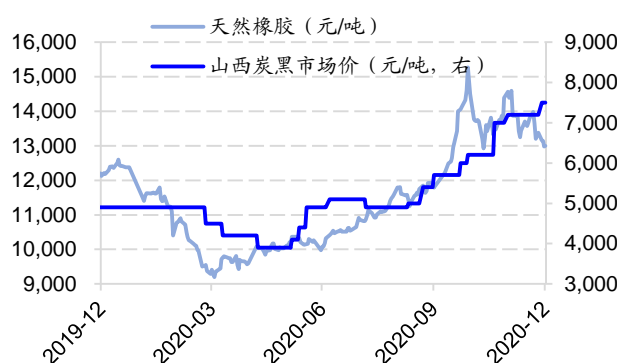
图31: 长期，中国有望在产量上获得最大增长



数据来源: IHS, 国泰君安证券研究

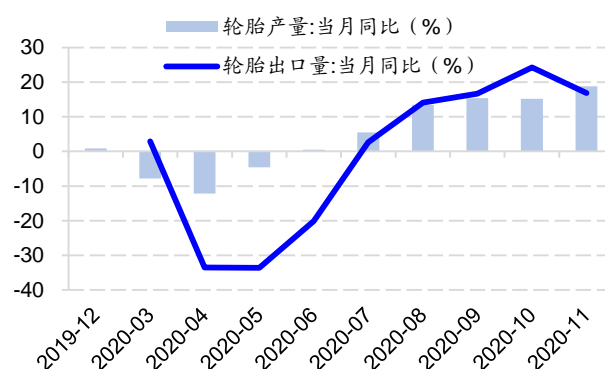
**轮胎：头部制造商关厂以优化产品结构，国内厂商推动生产基地全球化布局。**2019 年为规避贸易战关税裁决，国内轮胎厂商推动生产基地全球化布局。据轮胎商务网统计，在海外布局的企业主要有赛轮轮胎、玲珑轮胎、中策轮胎、森麒麟轮胎、双钱集团等，布局版图涵盖塞尔维亚、泰国、马来西亚、越南、美国。截止 2019 年底，中国轮胎在海外全钢胎产能达到 690 万条/年，半钢胎产能达到 4650 万条/年。国内厂商海外扩产加剧轮胎行业竞争，加之新冠疫情下汽车行业销售低迷，头部轮胎制造商加快淘汰高成本、低端产品产能，优化产品结构，中国企业凭借成本优势不断蚕食外商份额。疫后国内汽车产销两旺，下游需求高增叠加成本端橡胶、炭黑原料价格上涨，共同带动轮胎涨价，处于扩产周期的国内厂商最有望受益于行业景气度回升。

图32: 轮胎成本端材料价格上涨



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图33: 汽车产销两旺，轮胎产量高增



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 2: 全球轮胎产能关闭一览表

品牌	工厂所在地	关闭工厂
普利司通	南非	2020 年 8 月，普利司通准备关闭其在伊丽莎白港（南非曼德拉市）的卡客车轮胎工厂
倍耐力	巴西	倍耐力已经确认将于 2021 年年中关闭巴西 Gravatai 的轮胎工厂
米其林	苏格兰	2020 年 6 月米其林永久关闭苏格兰邓迪工厂
米其林	法国	米其林宣布于 2020 年底关闭法国旺代省工厂
米其林	德国	米其林集团宣布从 2019 年 9 月至 2021 年初分阶段关闭德国班贝格轮胎工厂
马牌	马来西亚	2019 年 9 月德国大陆集团宣布关闭生产卡车轮胎的马来西亚 Petaling Jaya 工厂
固特异	美国	2020 年上半年，固特异轮胎宣布将关闭其位于美国阿拉巴马州的加兹登轮胎工厂

数据来源: 中国轮胎商务网, 国泰君安证券研究

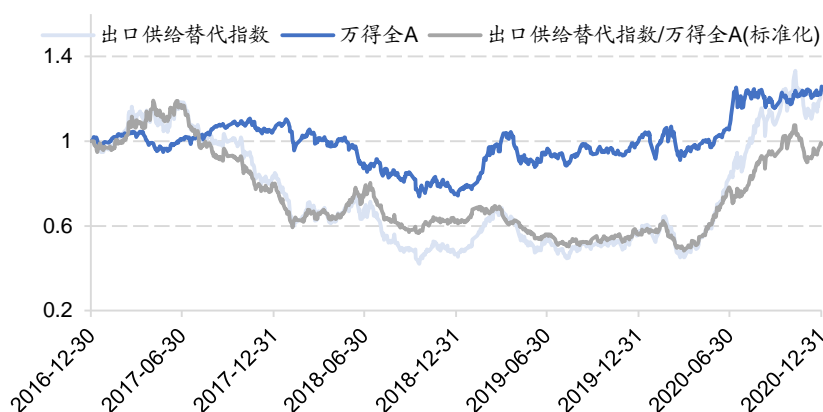
#### 4. 市场对疫后出口格局的预判着眼于需求侧，全球供给格局变化尚未被充分预期

出口供给替代走出一波几乎贯穿全年的超额收益，背后交易的实质是疫情受益而非经济复苏。2020 年拥有海外订单转移、供给替代出口逻辑的细分行业，典型如小家电、线性驱动，4 月后走出一波几

乎贯穿全年的凌厉行情。我们将相关个股等权重编制指数<sup>3</sup>，2020 年该指数较 wind 全 A 的超额收益率为 96%。对比出口供给替代指数相对 wind 全 A 超额收益表现，4 月初至今仅发生过两轮强回撤，分别为 2020 年 7 月上旬和 11 月下旬，这与中证 800 价值表现强于中证 800 成长指数的时间段一致。这一现象表明供给替代实质交易逻辑是疫情受益，而非经济复苏。

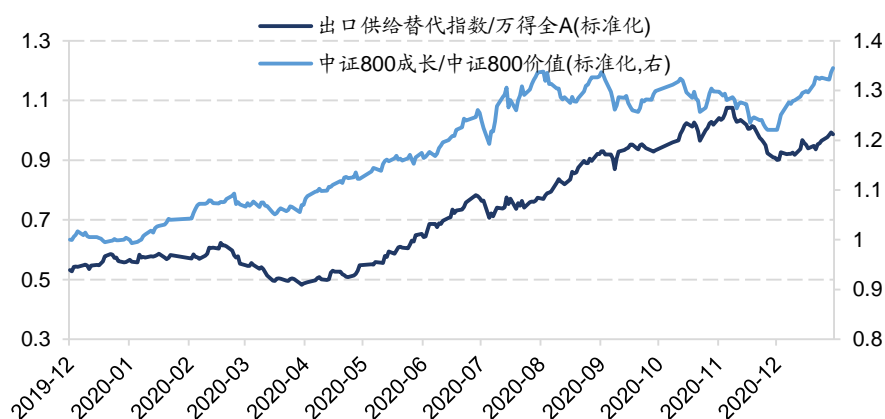
**出口交易逻辑转换，全球供给格局变化尚未被充分预期。**随着疫后全球经济复苏趋势明朗化，我们认为出口产业链的交易逻辑会从疫情受益、供给替代转向两条主线：一是海外经济体新一轮补库存周期开启，需求侧动力牵引下部分行业出口复苏，如我们在策略报告《把握全球复苏机遇，掘金中国出口制造》中提及的家电、家具；二是疫情期间海外供给出清叠加疫后需求复苏，中国企业借机加速海外扩张，长期在全球的供给地位和竞争优势提升。当前市场对疫后出口格局的预判着眼于需求侧，全球供给格局变化尚未被充分预期。

图 34: 2020 年出口供给替代指数较 wind 全 A 超额收益为 96%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 35: 出口替代指数交易逻辑实质是疫情受益



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

<sup>3</sup> 注：出口供给替代指数成分股为捷昌驱动、乐歌股份、八方股份、新宝股份、莱克电气、创维数字、科沃斯、银都股份，等权重计算指数

## 5. 再议出口：不惧订单回流的黄金赛道

回归本文的源点，通过对疫后海外企业关闭、行业产能出清的梳理，我们逐一对引言中市场关心的出口链焦点问题给出解答：

**（1）疫后海外经济复苏中，工业生产修复的步调落后于消费，其中哪些是临时性因素，哪些是永久性要素？**

疫后制约工业生产恢复的因素多为临时性要素，如供应链受阻、远程工作受限、生产成本提高等。由于多国设立政府援助贷款和银行豁免，总量层面永久性因素（产能出清）影响并不显著。

**（2）若 2021 年上半年发达经济体实现疫苗大规模接种，海外供应恢复会多大程度上挤出中国出口？**

即便海外工业供给恢复，复苏带来的需求回升也将对冲贸易份额回落，中性预期下 2021 年中国出口增速约为 5.8%。

**（3）总量上新冠危机是否造成海外供给端大规模出清？结构上有哪些行业海外供给退出效应更强？换句话说，此次中国抢占海外市场份额，哪些赛道是长逻辑，哪些赛道是短逻辑？**

总量层面海外供给并未大幅出清，美国制造业关闭率峰值时期较往年同期高约 1 个百分点，并在 2020 年中回归常态。结构上美国采矿、化工、机械供给出清的程度可能相对更高，尤其是采矿业深受低油价打击，美国炼化产能降至 2016 年以来新低。海外供给替代产业中有长逻辑赛道兼具全球需求改善、海外供给出清、国内有制造优势三大特征，相关行业有化工、机械。短逻辑赛道的特征是，疫情引致特定品类需求阶段性爆发，如线性驱动、小家电、防疫物资等。

**（4）中国企业能否在海外产能退出过程中获得市占率提升机会？哪些赛道能“永久性”受益？**

疫情从两个方面影响海外产业供给格局：一方面，海外企业缩减开支，高成本、低效产能加速出清；另一方面，海外龙头对未来几年新增投资持谨慎态度，尤其是对中期全球修复能见度低的行业。以上趋势对于过去几年处于布局全球化、投产先进产能、持续高研发投入和产品升级的中国企业来说，带来了全球市占率提升的机会。中长期看全球竞争力提升赛道主要在化工（炼化、MDI、钛白粉）、机械（工程机械、通用设备、锂电设备）、汽车零部件及轮胎行业。我们精选了出口链全球竞争力提升组合，其中推荐个股 13 支，受益个股 6 支。

**（5）疫情爆发和全球走出疫情阴影后，出口端交易逻辑是否会发生变化？持续性有多久？**

2020 年出口产业链交易核心是供给替代（疫情受益），疫后全球经济复苏趋势明朗，市场关注重点转向海外补库存受益（需求侧牵引），全球供给格局变化尚未被充分预期。疫情加速海外低效产能出清，化工、机械、汽车零部件获得长期全球竞争力提升机会。



表 3: 出口链全球竞争力提升组合

关注类型	代码	公司	行业	总市值 (百万元)	2020E	EPS 2021E	2022E	2020E	PE 2021E	2022E	评级
推荐个股	002493.SZ	荣盛石化	石化	186377.16	1.14	1.49	1.9	17.11	13.06	10.24	增持
	601233.SH	桐昆股份	石化	43943.23	1.54	2.15	2.60	13.37	9.58	7.92	增持
	603225.SH	新凤鸣	石化	19405.84	0.37	1.32	1.61	37.57	10.53	8.63	增持
	600309.SH	万华化学	化工	285842.53	2.36	4.27	4.92	33.73	18.64	16.18	增持
	002601.SZ	龙蟒佰利	化工	62525.28	1.58	1.93	2.14	19.03	15.58	10.02	增持
	600031.SH	三一重工	工程机械	296480.52	1.89	2.18	2.36	16.47	14.25	13.21	增持
	000157.SZ	中联重科	工程机械	75555.47	0.92	1.12	1.22	8.97	7.42	6.8	增持
	000425.SZ	徐工机械	工程机械	42066.80	0.58	0.7	0.72	7.57	7.16	7.72	增持
	300450.SZ	先导智能	工程机械	76206.02	1.05	1.55	2.26	62.30	42.21	28.97	增持
	688006.SH	杭可科技	工程机械	33295.03	0.86	1.19	1.56	43.24	31.43	23.94	增持
	600933.SH	爱柯迪	汽车零部件	13419.50	0.56	0.69	0.79	17.87	14.62	12.87	增持
	600741.SH	华域汽车	汽车零部件	90861.51	1.64	2.24	2.57	18.79	13.71	11.98	增持
	601966.SH	玲珑轮胎	化工	48306.43	1.67	1.90	2.22	19.59	17.15	14.68	增持
受益个股	300083.SZ	创世纪	电子	16828.68	0.20	0.49	0.63	59.46	23.80	18.62	-
	300457.SZ	赢合科技	机械	19518.62	0.55	0.75	1.01	54.91	39.88	29.62	-
	688558.SH	国盛智科	机械	3523.08	0.87	1.19	1.52	30.65	22.47	17.54	-
	000725.SZ	京东方 A	电子	208790.39	0.12	0.27	0.34	48.98	22.56	17.81	-
	000100.SZ	TCL 科技	电子	99337.98	0.23	0.37	0.46	31.11	19.16	15.33	-
	003011.SZ	海象新材	轻工制造	4558.08	2.60	3.83	5.30	23.86	16.22	11.72	-

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 推荐个股盈利预测、预测估值和评级采用国泰君安证券研究行业分析师预期, 受益个股盈利预测采用 wind 一致预期, 总市值和市盈率按 2020/12/31 收盘价统计

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	股票投资评级	
	行业投资评级	
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		