

3 视角看出口“近忧远虑”下投资机会

——“轻问轻答”系列报告（十一）

报告摘要：

- 当前我国出口形势同时面临着“短期疫情冲击”、“长期结构调整”的“近忧远虑”。本文通过三个视角，解答以下问题——“远虑”：中国各产业链的出口依存度如何？如何寻找海外市场空间趋势性上行的赛道？“近忧”：后疫情时期，中国出口的恢复节奏如何？恢复结构上有什么不同？对投资有什么启示？
- 视角 1，从投入产出表视角看中国产业链出口依存度，中游制造、消费相关的产业链出口占最终使用比趋势性上行。2017 年出口占最终使用比超 50% 的出口高敏感型产业有非金属矿物制品、金属制品、其他制造、化学工业、纺织皮革制品和采矿。动态来看，2010 年以来我国中游制造、消费相关的产业链出口占最终使用比呈趋势性上行，而加工类产业链的出口占最终使用比则趋势性下降。
- 视角 2，从上市公司财报视角看行业出口依存度，科技制造、可选消费海外收入占比更高，外需占比也趋势性上行。2019 年末，一级行业中，出口依存度极高的行业有电子、家电；二级行业中，出口依存度极高的行业以科技制造、可选消费相关行业为主。动态来看，2004 年以来，技术密集型和资本密集型的产业出口依存度持续上行，资源密集型和劳动密集型产业的依存度则趋势性下降。从细分行业来看，2004 年以来海外依存度呈趋势性上行的行业往往是产品附加值较高的行业——TMT 行业中技术含量持续上升的产业；消费行业中具有中国优势&全球市场较大的产业；金融行业中业务全球化的细分产业；周期性行业中资本密集属性较强、资源属性较小的行业。
- 视角 3，从海关总署出口商品高频数据看，新冠病毒“后疫情时期”电子、信息消费产品及可选消费或领衔反弹。从 4 月出口数据来看，目前部分可选消费的出口显著反弹，电子、信息消费产品出口缓慢恢复，工业、机械产品的出口情况则一半改善一半恶化。当前我们处于“后疫情时期”，借鉴 09 年“海外需求 U 型探底反弹期”的经验，我们总结 3 条新冠病毒“后疫情时期”出口链条的受益受损路径：路径 1 受益——海外需求恢复与居家需求上行共振（家电、食品）；路径 2 受益——海外需求上行主导（电子、信息消费产品、机械设备）；路径 3 受损——海外需求下行主导（皮制品、针织衣物、玻璃制品）。
- 核心假设风险。中国、海外疫情反复，海外除疫情外风险事件进一步发酵，中美关系进一步恶化，逆全球化加速。

分析师：戴康



SAC 执业证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

相关研究：

2020 年“报复性消费”有没有？——“轻问轻答”系列报告（十） 2020-05-19

财报披露期，如何衡量估值与景气匹配度？——“轻问轻答”系列报告（九） 2020-04-19

联系人：韦冀星 021-60750604

weijixing@gf.com.cn

目录索引

一、前言：拆解我国出口形势的“近忧远虑”	4
二、从投入产出表视角看我国产业链出口依存度	5
三、从财报视角看行业出口依存度	7
（一）2019 年出口依存度最高的是哪些行业？	7
（二）上市公司出口结构经历了什么变化？	10
四、从海关出口数据表视角看当前出口链条受损受益	14
（一）疫情对出口链条影响的三个阶段	14
（二）进入后疫情时期，我国主要出口产品经历了什么？	16
（三）以史为鉴，后疫情阶段哪些出口链条可能受损，哪些可能受益？	19
五、风险提示	22

图表索引

图 1: 投入产出表: 出口占最终使用比重	5
图 2: 2010 年以来中游制造相关产业链出口占最终使用比趋势性上行.....	6
图 3: 消费相关产业链出口占最终使用比趋势上行.....	6
图 4: 纺服皮革、化学工业等加工类产业链的出口占最终使用比趋势性下行	6
图 5: 19 年电子、家电海外依存度最高, 多数行业海外收入占比有所下行	8
图 6: 19 年较 18 年海外收入占比正向提升的行业往往是海外依存度较高的行业 8	
图 7: 2019 年二级行业出口依存度前 30 的行业以科技制造、消费为主	9
图 8: 海外收入占比仍在提升的主要集中在产品附加值较高的细分行业.....	10
图 9: 08 年以来, TMT、消费的出口持续提升, 周期出口趋势性下行.....	11
图 10: 技术密集比重上升的 TMT 行业海外依存度持续上行.....	12
图 11: 具有中国优势&全球市场较大的消费行业海外依存度上行	12
图 12: 业务全球化的金融行业出口依存度趋势上行.....	12
图 13: 资本密集属性较强、资源属性较小的高附加值行业出口依存度呈上行趋势	12
图 14: TMT 硬件细分行业出口依存度下行: 内需快速提升, 外需成次要矛盾 ..	13
图 15: 传媒细分行业出口依存度下行: 内需快速提升, 外需成次要矛盾.....	13
图 16: 消费: 劳动密集型行业出口依存度下行.....	13
图 17: 航运、物流出口依存度下行: 内需快速提升, 外需成次要矛盾	13
图 18: 疫情爆发后我国出口增速先快速下行 (阶段 1-2), 后略恢复 (阶段 3) 15	
图 19: 除动植物油、食品饮料烟草外, 20 年前 4 个月海关 HS 分类下 22 大类商品出口增速均有不同程度下滑	15
图 20: 汽车、空调等可选消费的出口增速显著反弹.....	16
图 21: 从出口商品累计增速来看, 可选消费的逐月累计增速均改善.....	17
图 22: 电子、信息消费产品出口恢复相对生命科学、新材料产品较慢	17
图 23: 从出口商品累计增速变化来看, 高新技术产品逐月累计增速均改善.....	18
图 24: 铝、化学品、钢铁的出口增速较快恢复.....	18
图 25: 从出口商品累计增速变化来看, 工业、机械产品一半改善, 一半恶化... 19	
图 26: 2009 年 5 月出口增速触底后, 出口增速经历 U 型反弹	20
图 27: 09 年海外需求 U 型底缓慢爬升阶段, 高新技术产品反弹最为突出, 消费整体反弹较强.....	20
图 28: “后疫情时期” 出口链条受益、受损路径.....	22

一、前言：拆解我国出口形势的“近忧远虑”

我国出口形势同时面临着“短期疫情冲击”、“长期结构调整”的“近忧远虑”

1. 短期来看，2020年初新冠疫情下我国出口遭受显著冲击，出口增速迅速下滑，各类出口产品受损情况不一。当前我国进入“后疫情时期”，在“国内供给恢复”和“海外需求震荡回暖”的背景下，**投资者普遍关注出口的恢复节奏如何？恢复结构上有什么不同？对投资有什么启示？**
2. 中长期来看，中国内部面临经济换挡，内生增长动力从杠杆率、周转率转至利润率，外部则面临G2摩擦下贸易政策的不确定性。随着我国劳动力成本上行，海外贸易政策不确定性提升，近年来出口产业对外转移等现象愈发明显，我国出口结构经历了明显的变迁。在此背景下，**当前投资者普遍关心我国各产业链的出口依存度如何？如何寻找海外市场空间趋势性上行的赛道？**

本文为广发策略“轻问轻答”系列第十一篇。为解决投资者最为关注的中国出口产业链相关问题，我们在本篇中试图从低频的投入产出表、中频的财务报表、高频的海关出口数据表三个视角，从策略视角拆解中国出口形势的“近忧远虑”。

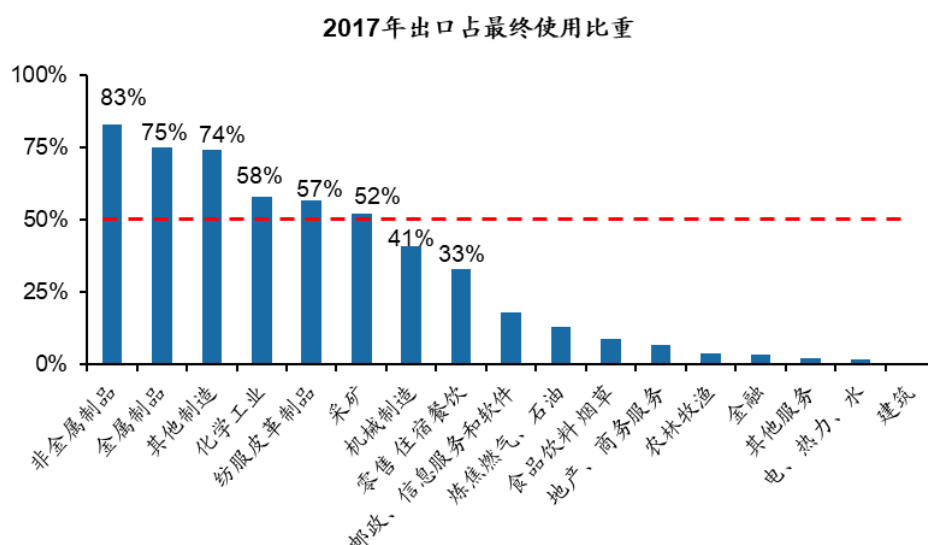
二、从投入产出表视角看我国产业链出口依存度

从2017年投入产出表来看，我国共有6个产业出口占最终使用比重超50%，属于出口高敏感型产业；2个产业出口占最终使用比介于25%-50%之间，属于出口较为敏感型产业。其中，出口高敏感型产业有非金属矿物制品（出口占最终使用比重为83%，下同）、金属制品（75%）、其他制造（74%）、化学工业（58%）、纺织皮革制品（57%）和采矿（52%）；出口较为敏感型产业有机械制造（41%）、零售、住宿餐饮（33%）。

（注：“出口占最终使用比”基于投入产出基本流量表：

最终使用:合计=最终使用:出口+最终使用:资本形成总额+最终使用:最终消费支出；出口占最终使用比重=最终使用:出口/最终使用:合计。）

图 1：投入产出表：出口占最终使用比重

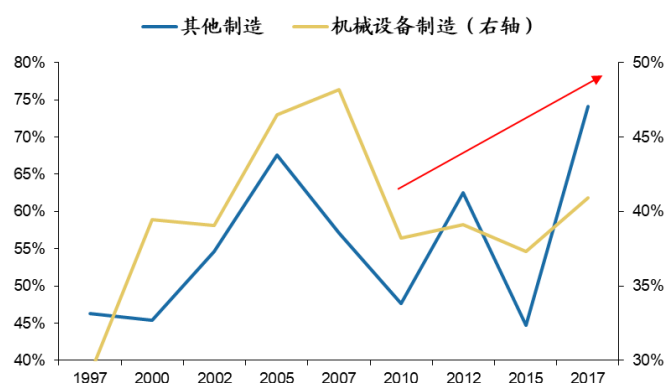


据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心。

注：1.（1）非金属制品典型出口商品包括陶瓷、石料、石膏、水泥、石棉、玻璃、花岗岩制品、黏土制品等；（2）金属制品典型出口商品包括钢铁及其制品、铝及其制品、贱金属工具器具及杂项制品、各类有色金属及其制品等；（3）其他制造典型出口商品包括家具、玩具、纸及纸板及相关制品等；（4）化学工业典型出口商品包括塑料及其制品、有机化学品、橡胶及其制品、无机化学品、肥料、药品等；（5）纺织皮革制品典型出口商品包括服装、鞋、皮革制品、箱包、其他纺织制成品、化纤长丝短纤等。

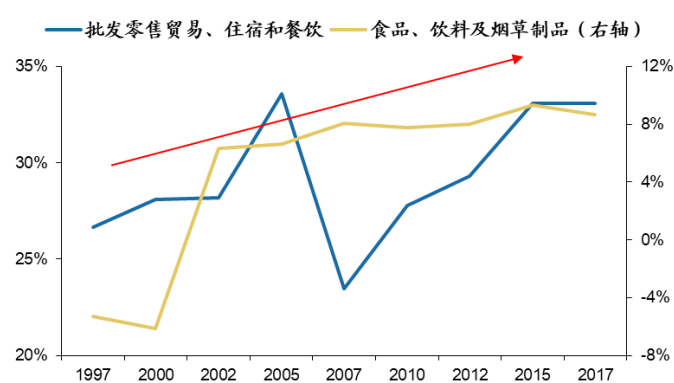
动态来看，2010年以来我国中游制造、消费相关的产业链出口占最终使用比呈趋势性上行，而加工类产业链的出口占最终使用比则趋势性下降。从投入产出表的出口占最终使用比的动态变化上可以看到，2010年以来制造、消费等附加值较高的产业链的出口占比在增加，而附加值较低的加工类产业链的出口占比则在下降。中游制造中的机械设备制造、其他制造的出口占最终使用比自1997年以来经历了“N”字型波动，在2010年触底以后其出口依存度波动上升。批发零售贸易、住宿和餐饮及食品、饮料制造及烟草制品等消费相关产业链的出口依存度则是持续上行。而纺织服装、化学工业、炼焦、燃气、石油加工等加工类产业链的出口占最终使用比趋势性下行。

图 2：2010年以来中游制造相关产业链出口占最终使用比趋势性上行



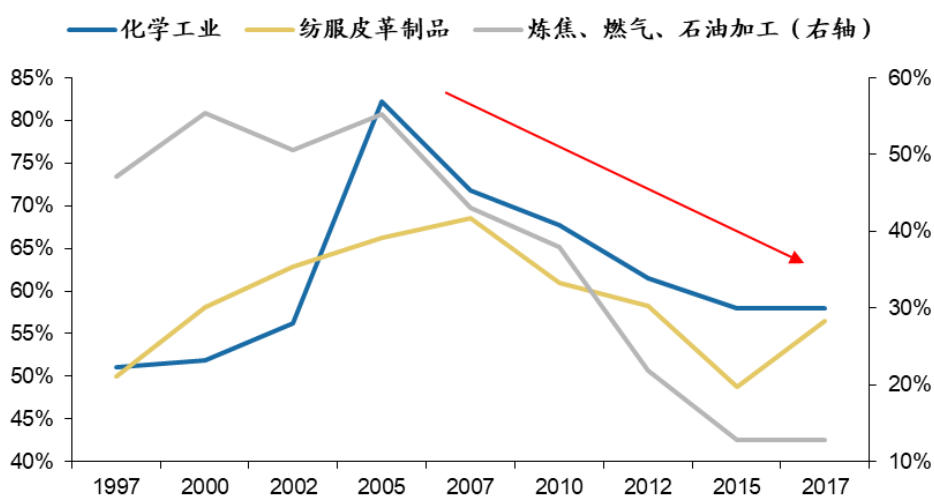
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 3：消费相关产业链出口占最终使用比趋势上行



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 4：纺织服装、化学工业等加工类产业链的出口占最终使用比趋势性下行



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心。

三、从财报视角看行业出口依存度

从上市公司财报视角看行业出口依存度能够弥补投入产出表相对低频、滞后的缺点，更有助于投资者进行投资决策。投入产出表的数据虽然覆盖产业链较全，但频率较低，且时效性较低。上市公司财报视角局限于上市公司范畴，但能够更为高频、细致地呈现行业的出口情况和边际变化，且上市公司往往是由行业龙头组成，对于行业趋势性变化的呈现更有代表性。因此我们进一步通过财报视角，向投资者展现上市公司出口依存度的现状及变化。

（一）2019 年出口依存度最高的是哪些行业？

2019年A股整体海外收入占营业收入比为9.7%，较上年下行0.1pct。我们分别通过申万一级行业和申万二级行业的视角，具体看上市公司细分行业的出口依存度情况——

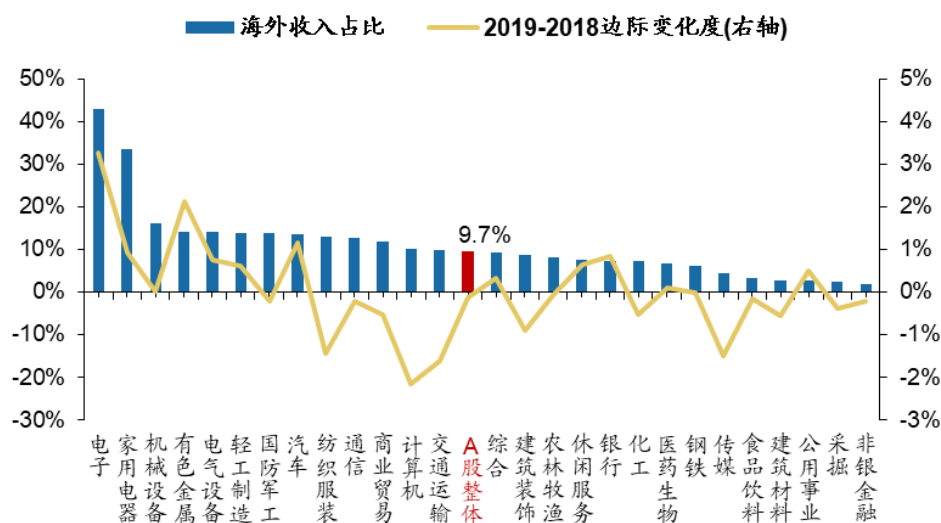
1. 一级行业视角

申万一级行业中，有13个行业海外收入占比高于A股整体，14个行业低于A股整体。其中，科技制造类行业的出口依存度最高，消费次之。

其中，海外收入占比大于30%，出口依存度极高的行业：电子、家电。2019年，一级行业中电子、家电行业的海外收入依存度独树一帜，海外收入占比分别高达43.0%、33.6%，出口依存度极高。

海外收入占比介于10%-20%之间，出口依存度较高的行业：机械设备、国防军工、有色金属、汽车、电气设备、通信。海外收入占比介于10%-20%之间的一级行业有10个：机械设备（海外收入占比16.24%，下同）、有色金属（14.21%）、电气设备（14.18%）、轻工制造（13.76%）、国防军工（13.71%）、汽车（13.56%）、纺织服装（13.05%）、通信（12.61%）、商业贸易（11.95%）、计算机（10.24%）。

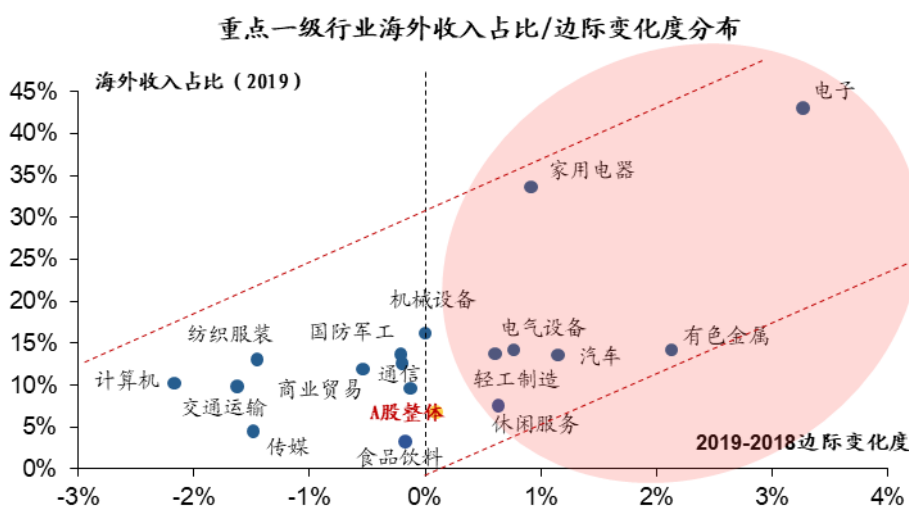
图 5：19年电子、家电海外依存度最高，多数行业海外出收入占比有所下行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

整体上来看，对于当前海外依存度已经比较高的一级行业，海外的需求仍在提升；而当前海外依存度较低的行业，其海外收入占比呈下滑态势。19年较18年海外收入占比正向提升的行业往往是海外依存度较高的行业。19年较18年海外收入占比提升的一级行业包括电子、有色、汽车、家电、电气设备、休闲服务、轻工制造等，平均海外收入占比15.2%，大幅高于A股整体的9.7%；而19年较18年海外收入占比下行的行业包括计算机、交运、传媒、纺服、商贸等，平均海外收入占比仅为7.4%。

图 6：19年较18年海外收入占比正向提升的行业往往是海外依存度较高的行业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

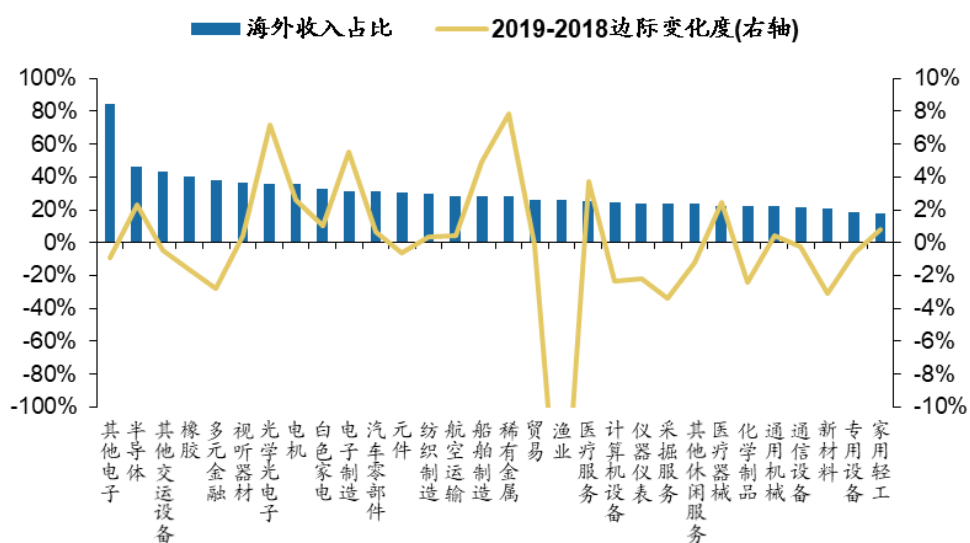
2. 二级行业视角

我们筛选申万二级行业中出口占收入比前30的细分行业分析。从出口依存度来看，二级行业前30海外收入占比均大于17%，集中在科技制造和消费相关行业。

其中，海外收入占比大于30%，出口依存度极高的行业以科技制造、可选消费相关行业为主：其他电子（84.26%）、半导体（46.37%）、其他交运设备（43.51%）、橡胶（39.98%）、多元金融（37.91%）、视听器材（36.86%）、光学光电子（35.91%）、电机（35.71%）、白色家电（32.84%）、电子制造（31.24%）、汽车零部件（30.91%）、元件（30.27%）

海外收入占比在15%-30%之间，出口依存度较高的行业则以科技制造和必需消费相关行业为主：纺织制造（29.81%）、航空运输（28.43%）、船舶制造（28.22%）、稀有金属（28.03%）、贸易（26.21%）、渔业（26.12%）、医疗服务（25.22%）、计算机设备（24.56%）、仪器仪表（24.01%）、采掘服务（24.00%）、其他休闲服务（23.63%）、医疗器械（22.52%）、化学制品（22.45%）、通用机械（22.30%）、通信设备（21.81%）、新材料（21.14%）、专用设备（18.44%）、家用轻工（17.73%）。

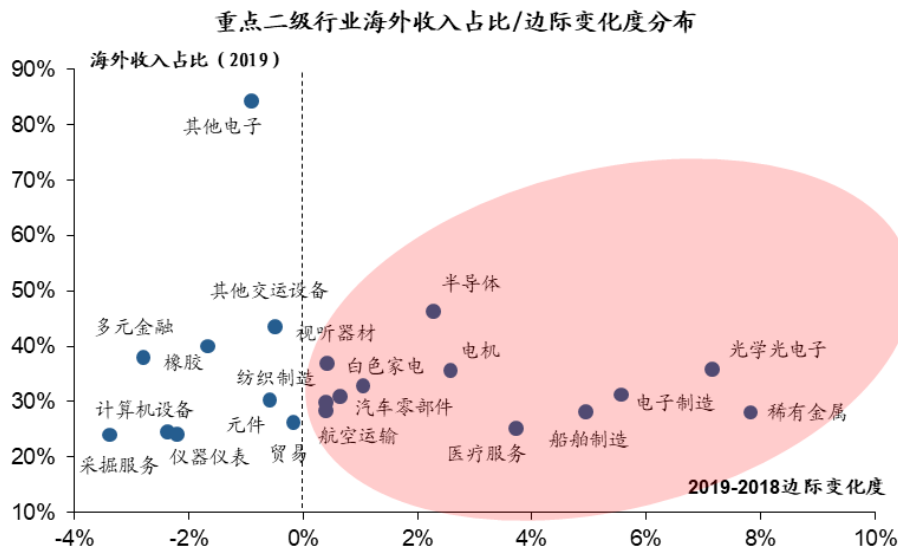
图 7：2019年二级行业出口依存度前30的行业以科技制造、消费为主



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

19年海外收入占比仍在提升的二级行业主要集中在产品附加值较高的细分行业。其中，光学光电子、电子制造、半导体等电子细分行业的海外收入占比均有所提升；稀有金属则得益于新能源汽车的全球发力，海外收入占比大幅上行；白色家电、汽车零部件、视听器材，及医疗服务、航空运输等利润率较高的消费及消费服务业的海外收入占比也在提升。而部分海外依存度较高，但产品附加值较低的细分行业，海外收入占比则有所下行。采掘、橡胶、贸易、纺织制造等海外依存度较高，但产品附加值较低的行业均处于海外收入占比下行的通道当中。

图 8：海外收入占比仍在提升的主要集中在产品附加值较高的细分行业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

（二）上市公司出口结构经历了什么变化？

1. A股整体出口结构变迁

2004年以来，A股上市公司的出口结构发生了显著的变化，技术密集型和资本密集型的产业海外收入占A股海外收入总额的比重持续上行，资源密集型和劳动密集型产业的比重则趋势性下降。从上市公司大类划分来看，2004年以来，TMT、消费海外收入占A股海外收入总额的比重趋势性上升，而周期行业的比重持续下行，金融行业海外收入占A股海外收入比重则较为稳定——

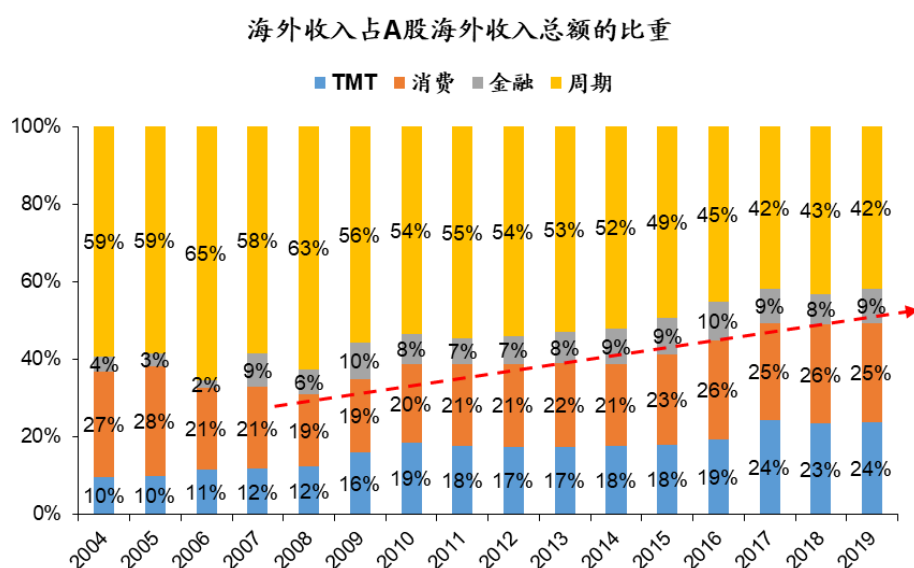
TMT：自04年起持续趋势性上行。TMT的海外收入占A股海外收入总额比重由04年的10%持续上升至2019年的24%。说明技术密集型产业出口比重上升趋势明显，出口结构向更高附加值的行业转移。

消费：04-08年消费行业海外收入占A股海外收入总额比重由27%下行至19%；09年至今，在家电、汽车等行业的出口带动下，出口比重呈缓慢上行态势。

金融：04-06年金融行业海外收入占A股比近早年持续处于低位，近年来维持在7%-10%左右的占比。

周期：在06年达到65%的历史高位后，周期行业的海外收入占A股海外收入总额比重持续下行至2019年的42%。该比重下行的原因有2：一是采掘等资源密集型产业的附加值较小，出口比较优势不明显；二是我国经济快速发展下，水泥、钢铁、机械设备等行业的内需体量迅速扩大，内需占比提升，外需增长就相对乏力。

图 9：08年以来，TMT、消费的出口持续提升，周期出口趋势性下行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

2. 行业出口依存度变迁

出口依存度提升的行业——从细分行业来看，2004年以来海外依存度呈趋势性上行的行业往往是产品附加值较高的行业，具备以下的共性：TMT行业中技术含量持续上升的产业；消费行业中具有中国优势&全球市场较大的产业；金融行业中业务全球化的细分产业；周期性行业中资本密集属性较强、资源属性较小的行业。

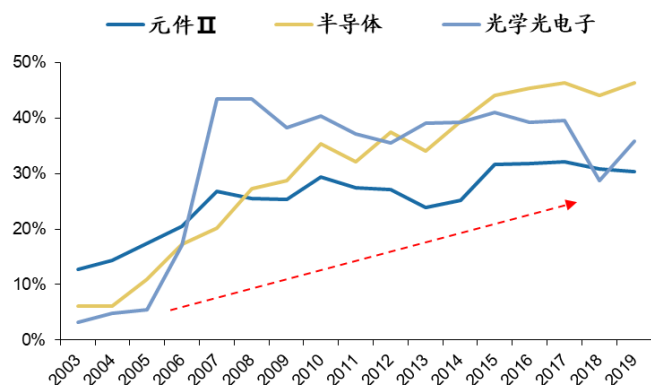
TMT：2004年以来TMT整体出口依存度趋势性上行，其中最具有代表性的元件、半导体、光学光电子等细分行业的出口依存度变迁经历了2个阶段：（1）04-10年，依托人口红利，出口迅速扩张，行业出口产品特征以劳动密集属性为主，技术密集属性逐步抬升；（2）10-19年，技术成为出口的主要矛盾，投资增长、消费增长、进口替代对技术密集型产业增加值的促进作用增强，出口扩张的促进作用减弱，TMT整体出口依存度增速放缓，进入稳步小幅上升区间，其中技术含量持续提升的半导体的海外依存度提升速度较快，但元件、光学光电子的海外依存度则缓慢震荡上行；

消费：消费类行业中，以家电、汽车为首的出口依存度呈逐年上升趋势，外需占比逐渐扩大。典型出口依存度上行的消费细分行业往往是具备中国优势且全球市场较大的产业，如白色家电、视听器材、汽车零部件、医疗服务等。

金融：整体来看我国金融行业出口依存度不高。细分行业上，支持企业海外资本开支的多元金融行业海外收入占比自10年持续上行；随着我国金融机构的全球化业务逐步开展，银行、证券的海外收入占比也缓慢上行。

周期：整体来看过去周期行业出口依存度并未有趋势性提升，而出口依存度趋势性上行的周期细分行业，如通用机械、电源设备、化学制品，往往是资本密集属性较强、资源属性较小的高附加值行业。

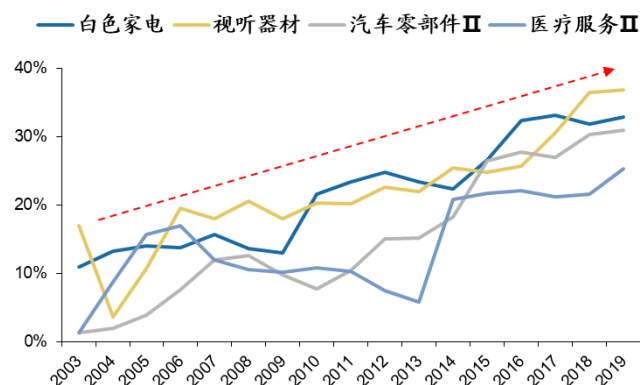
图 10: 技术密集比重上升的TMT行业海外依存度持续上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

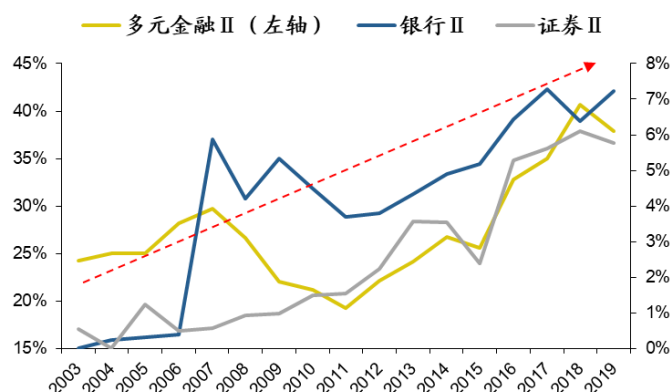
图 11: 具有中国优势&全球市场较大的消费行业海外依存度上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

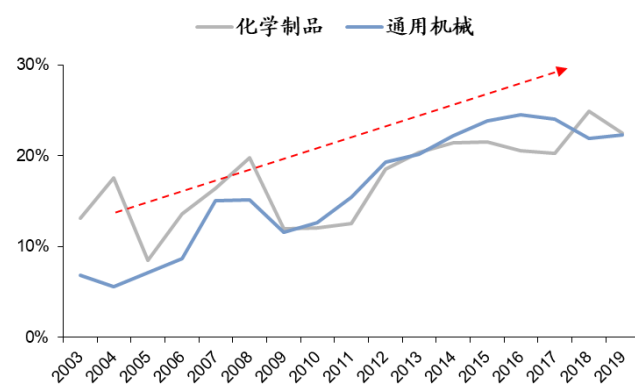
图 12: 业务全球化的金融行业出口依存度趋势上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

图 13: 资本密集属性较强、资源属性较小的高附加值行业出口依存度呈上行趋势

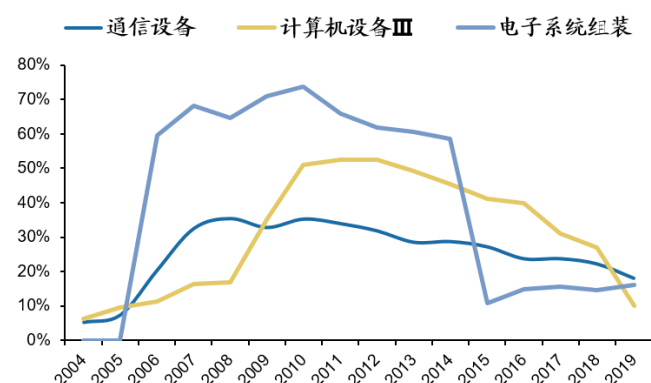


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

出口依存度下行的行业——主要集中在内需逐渐取代外需成为主要增长因素的行业，或劳动密集属性较强的行业。TMT中出口依存度趋势性下行的细分行业往往是内需占比提升、外需增长相对较弱的子行业，如通信设备、计算机设备、电子系统组装、营销传播、互联网传媒等。消费方面，家用轻工、农产品加工等劳动密集属性较强的细分行业的往往由于产能的海外转移造成出口依存度持续下行。周期方面，出口依存度趋势性下行的典型细分行业为航运和物流，主要原因为内需取代外需成为行业增长的主要驱动力。

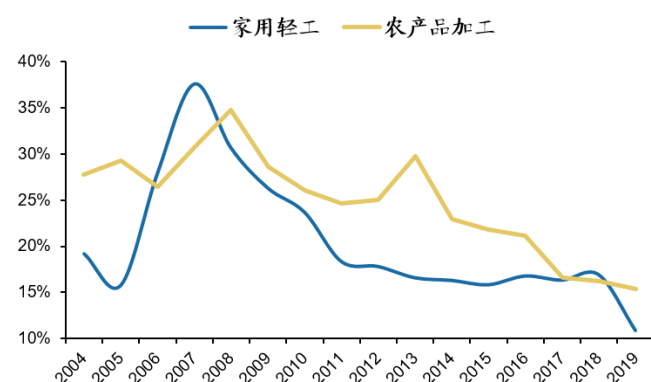
图 14: TMT硬件细分行业出口依存度下行: 内需快速提升, 外需成次要矛盾



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

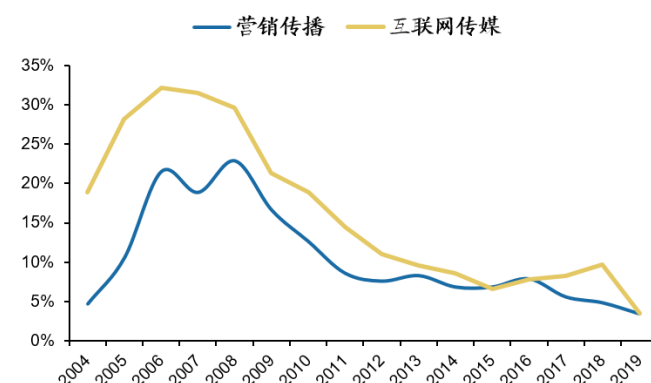
图 16: 消费: 劳动密集型行业出口依存度下行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

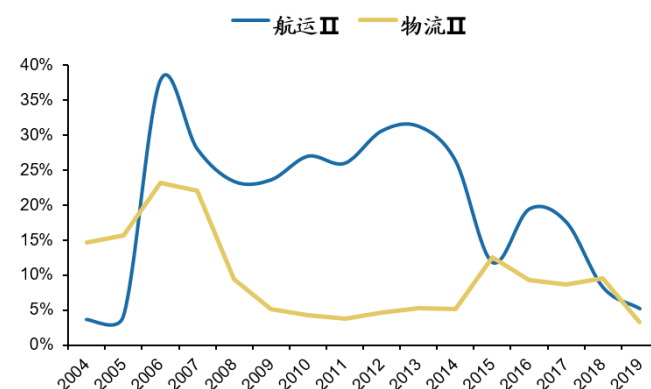
图 15: 传媒细分行业出口依存度下行: 内需快速提升, 外需成次要矛盾



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

图 17: 航运、物流出口依存度下行: 内需快速提升, 外需成次要矛盾



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海外依存度=海外收入占营业收入比

四、从海关出口数据表视角看当前出口链条受损受益

（一）疫情对出口链条影响的三个阶段

由于全球疫情阶段的错位、复工复产的节奏不尽相同，疫情对我国出口的影响逻辑主要可分为三个阶段“国内供给暴跌—>小幅复工复产下供给部分恢复—>国内全面复工复产但全球疫情冲击海外需求和供给”。

阶段1：疫情突发，国内供给暴跌

一月下旬国内疫情迅速扩散，恰逢传统春节假期，严格居家隔离措施和谨慎的人员流动限制使得大部分企业被迫停工停产，供给不足。这一阶段国内产业链的断供和订单积压使得出口迅速下跌。

阶段2：复工复产带来国内供给小幅恢复，但供需均未明显回复限制供给上限

2月中旬起企业在政府的支持下有序、逐步地复工复产，国内供给小幅复苏。但居家隔离仍然压制内需，跨城交通限制仍然较为严重，供需两端的压制限制了供给上限。另一方面，海外疫情抬头，订单出现萎缩，导致部分中小企业破产。这一阶段出口增速进一步下行。

阶段3：后疫情时期，国内接近全面复产复工，疫情全球扩散冲击海外需求供给

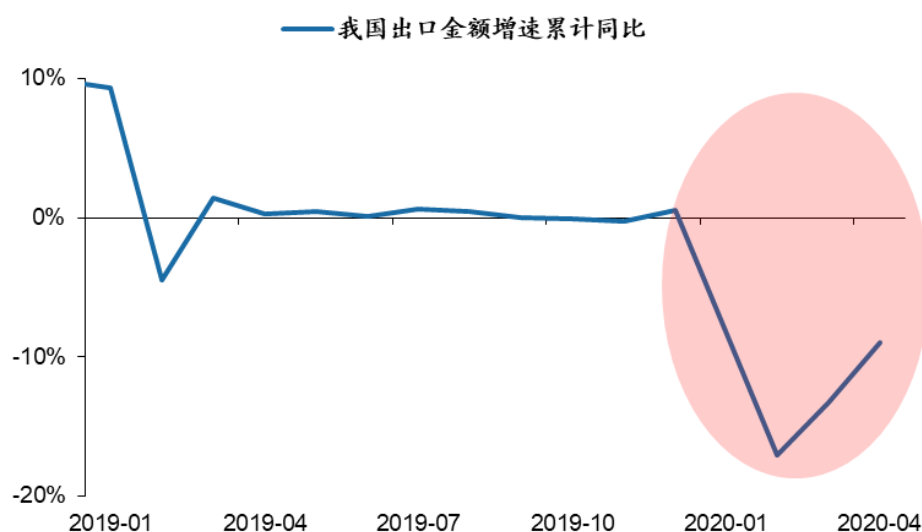
三月中旬，疫情全球性扩散，对全球产业链造成冲击，诸多西方发达国家采取了“社交距离”等规定，经济、生产活动均停滞，海外需求、供给遭受显著冲击。另一方面，国内疫情得到妥善控制，复工复产持续推进，许多行业几乎全面复工；“消费型+投资型”的“混合型”财政逐步拉动内需，居民消费信心一定程度回暖。我国当前正处于这一阶段。

在经历了1-3月的出口同比负增长后，在这一阶段中，我国4月单月出口增速由负转正，同比增长3.5%。我们认为原因有二：

- （1）我国抗疫有方率先恢复产能，为全球提供了大量防疫物品等必需物资；
- （2）海外需求回落有一定滞后性，叠加阶段1、2积压订单的大量释放，拉高我国出口数据。

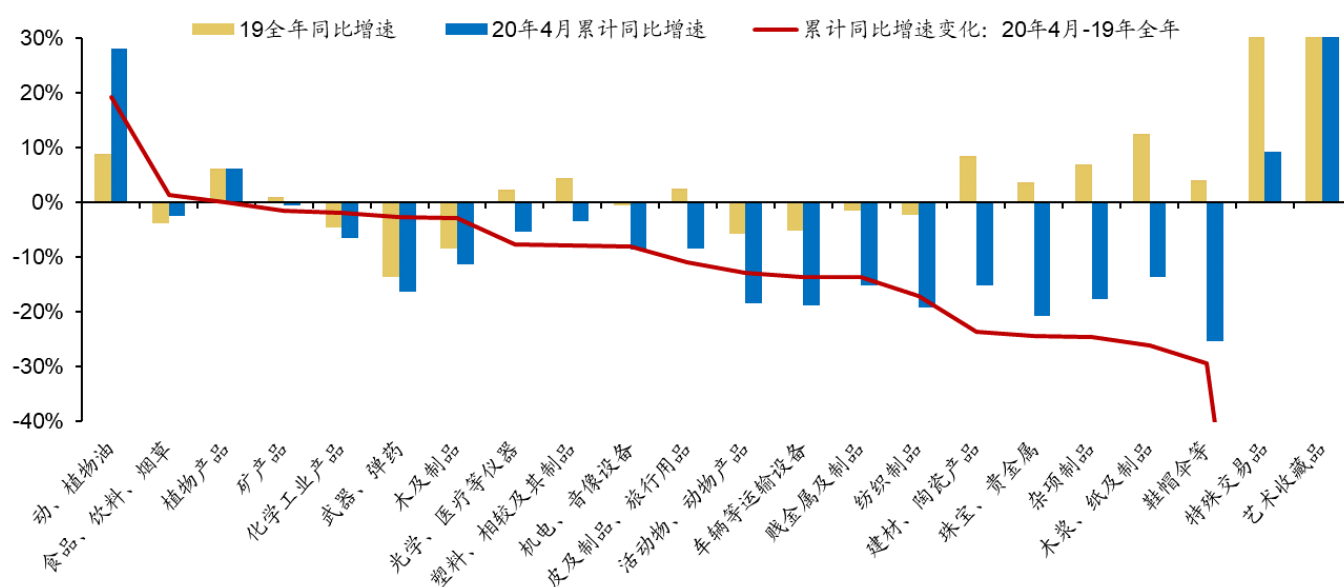
但由于海外疫情与我国疫情阶段错位，我们预计，当前疫情对海外的冲击类似2月中旬时期我国的“阶段2”，即海外的需求和供给均受到一定程度的限制，叠加海外防疫措施的力度及效果参差不齐，因此短期内我国出口仍存在一定压力，出口增速的全面复苏难以一蹴而就。因此拆解“后疫情时期”我国出口链条的受益受损情况。

图 18: 疫情爆发后我国出口增速先快速下行（阶段1-2），后略恢复（阶段3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

图 19: 除动植物油、食品饮料烟草外，20年前4个月海关HS分类下22大类商品出口增速均有不同程度下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）进入后疫情时期，我国主要出口产品经历了什么？

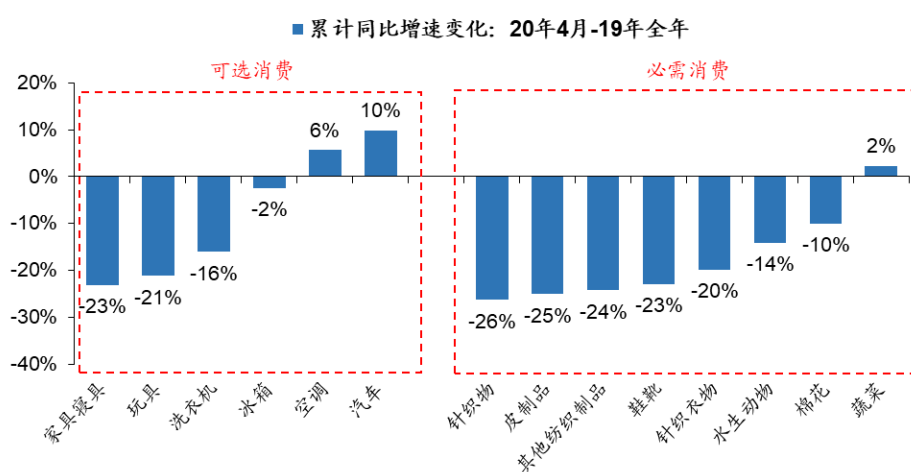
为分析我国主要出口产品疫情期间的出口增速变化，我们选取海关总署的HS2产品98个章目中超过100亿美元出口总额的章节，及高新技术产品和机电产品分类总共46类商品重点考察。以上46类出口商品占2019年所有商品出口总额超过90%，具有较强代表性。结构上，我们将以上46类商品依据共性分类成消费品、高新技术产品和工业、机械产品区分考察——

（1）消费品：部分可选消费显著反弹

可选消费出口情况明显好转。4月可选消费的主要出口商品的逐月累计增速均较上月改善。其中，汽车、空调的出口增速显著反弹，20年前4月累计出口增速由负转正且均超过19年全年增速。

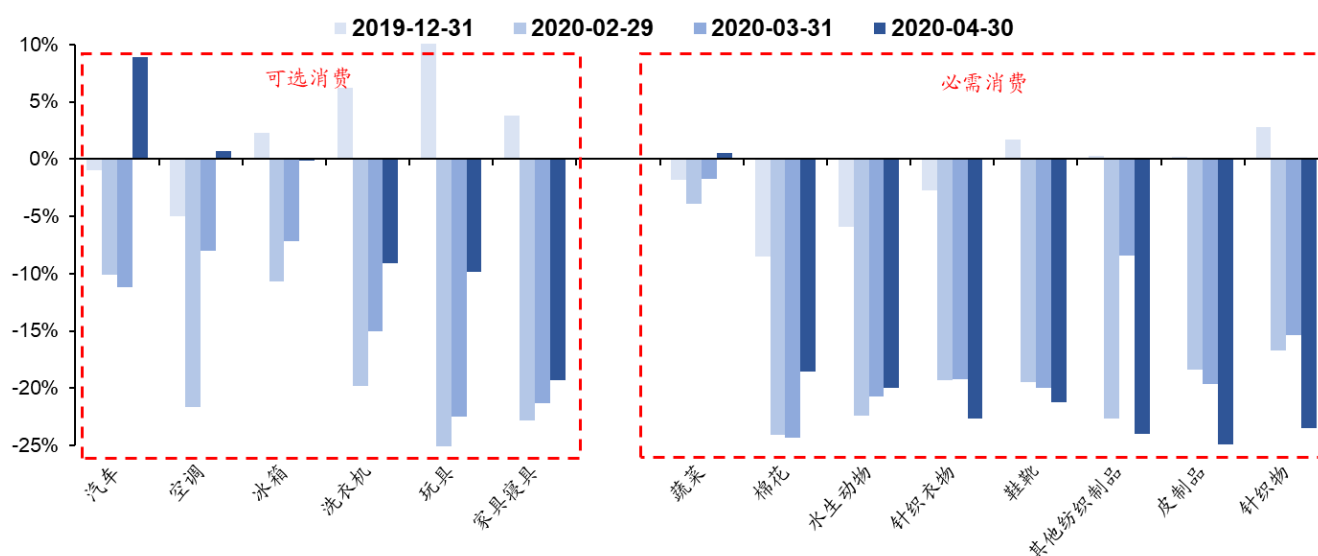
必需消费的部分商品出口情况则有所恶化。除蔬菜、棉花、水生动物外，针织衣物、鞋靴、其他纺织制品、皮制品和针织物的前4月累计出口增速则较上个月进一步恶化。

图 20：汽车、空调等可选消费的出口增速显著反弹



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

图 21：从出口商品累计增速来看，可选消费的逐月累计增速均改善

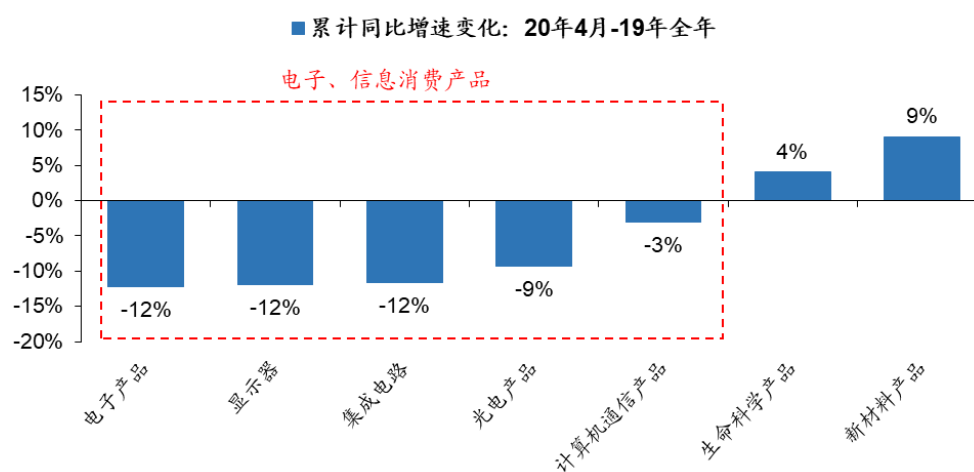


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：以上为对应商品的累计出口增速。

（2）高新技术产品：电子、信息消费产品出口缓慢恢复

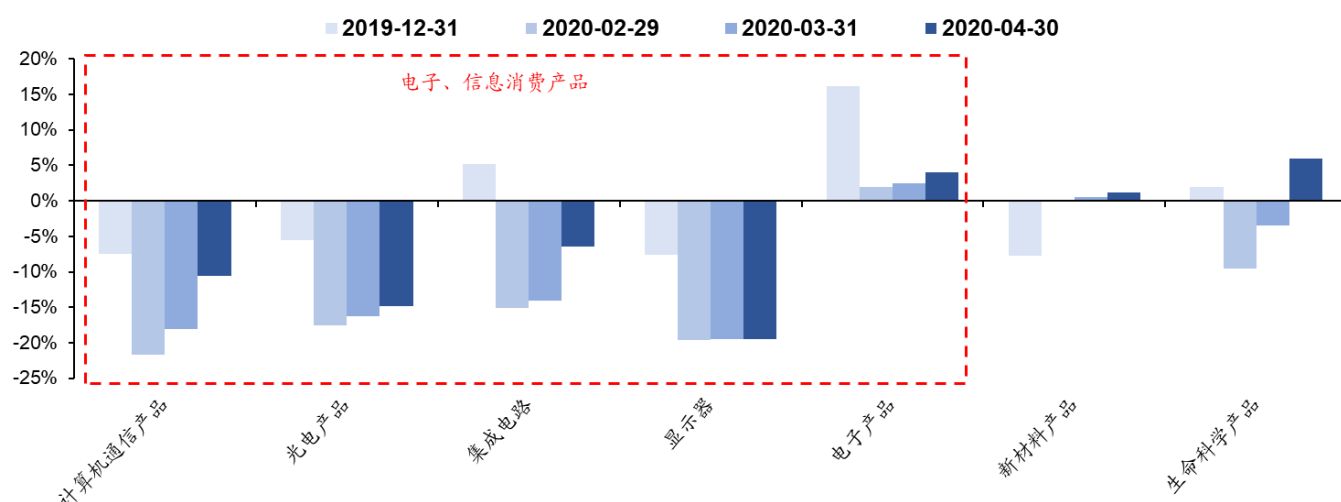
20年前4个月的高新技术产品出口中，生命科学、新材料产品出口恢复较快，而电子、信息消费产品虽然有所反弹，但反弹力度较弱。生命科学、新材料产品4月的累计出口增速不仅转正，且增速已超过19年全年增速。而主要的电子、信息消费产品累计出口增速均为1-2月最低，3月、4月逐月缓慢恢复，仅电子产品一项前4月累计出口增速为正。

图 22：电子、信息消费产品出口恢复相对生命科学、新材料产品较慢



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

图 23：从出口商品累计增速变化来看，高新技术产品逐月累计增速均改善

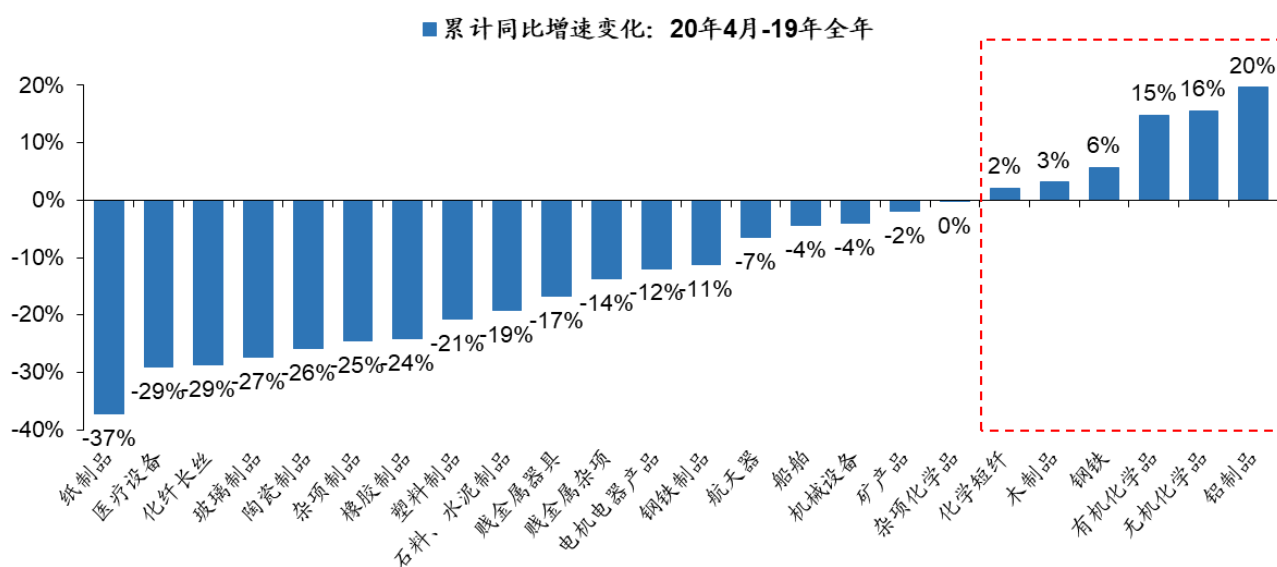


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：以上为对应商品的累计出口增速。

（3）工业、机械产品：一半改善一半恶化，仅铝、化学品、钢铁较快恢复

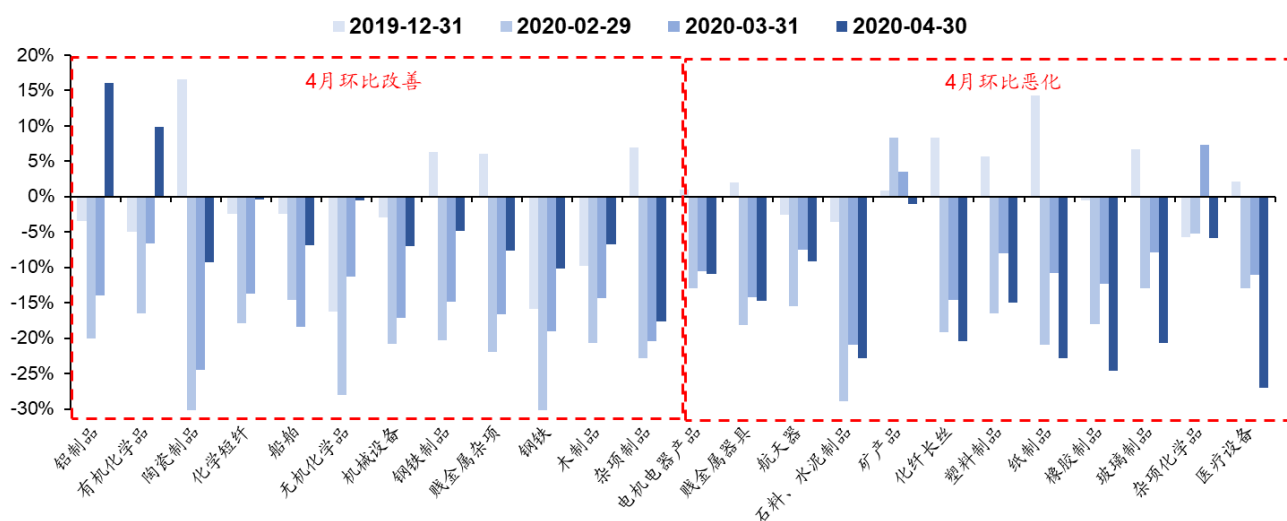
20年前4个月的工业、机械产品出口中，铝、化学品、钢铁等出口恢复较快，整体来看，50%的品类4月出口有所改善，50%的品类4月出口有所恶化。4月的累计出口增速较上月有改善品类的有铝制品、无机化学品、有机化学品、钢铁、木制品、化学短纤、机械设备、船舶、钢铁制品等12类，仍然在恶化的杂项化学品、矿产品、航天器、电机电器产品、贱金属器具、石料、水泥制品、塑料制品、橡胶制品、医疗设备、纸制品等12类。

图 24：铝、化学品、钢铁的出口增速较快恢复



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25：从出口商品累计增速变化来看，工业、机械产品一半改善，一半恶化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：以上为对应商品的累计出口增速。

（三）以史为鉴，后疫情阶段哪些出口链条可能受损，哪些可能受益？

本次疫情对中国出口的冲击因素是“国内供给受阻”“海外需求下行”兼而有之。当前中国已进入“后疫情时期”，大多行业已经在4月左右全面复工，供给端的影响已经较为微弱，接下来出口的恢复由海外需求端的恢复主导。历史上来看，“海外需求下行”冲击我国出口的可比时期是08-09年全球金融危机期间。08年-09年全球金融危机从美国蔓延至全球，导致以美国为首的海外需求遭受巨大冲击，08年11月起我国出口增速持续10个月下行，海外需求的冲击与当前类似。当前我们处于“后疫情时期”，我们可以借鉴08-09年的经验，并结合当前情况，拆分后疫情阶段出口产业链条的受益受损情况。

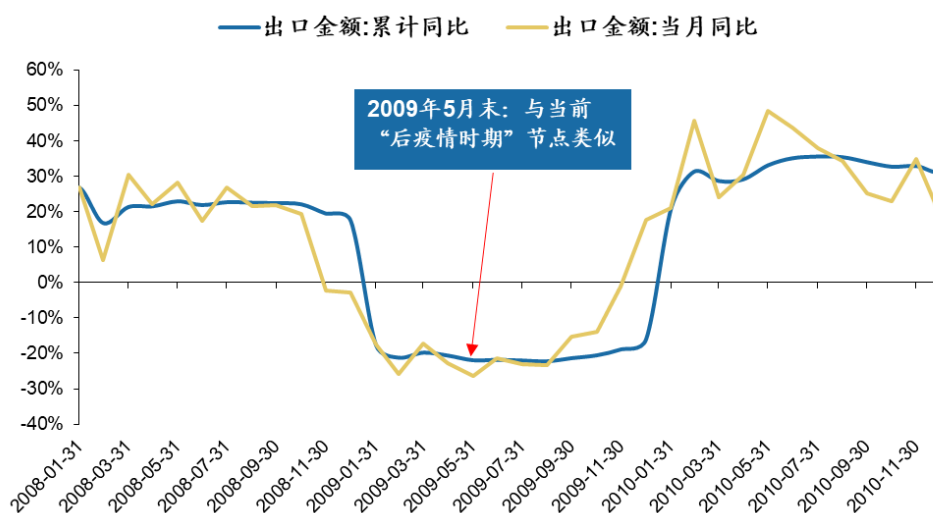
08-09年：海外需求U型底反弹下电子、信息消费产品和消费品反弹较强

08年全球金融危机后，我国累计出口增速快速下行，从08年7月的22.7%高点下滑至09年5月的-22.9%低点。在随后7个月中（09年6月至12月）海外需求经历了U型探底，而进入10年之后在全球经济的迅速回暖下我国出口增速急速反弹并维持高位。我们认为，当前海外需求已经触底，目前全球需求环境类似09年5月至12月的海外需求U型探底反弹期。

在09年海外需求U型底缓慢爬升阶段，电子、信息消费产品的出口增速反弹最为突出，其中显示器、光电产品反弹幅度领衔46个出口品类；而必需消费、可选消费的大多数品类均迎来明显的出口增速反弹，其中必需消费中的蔬菜、水生动物等食

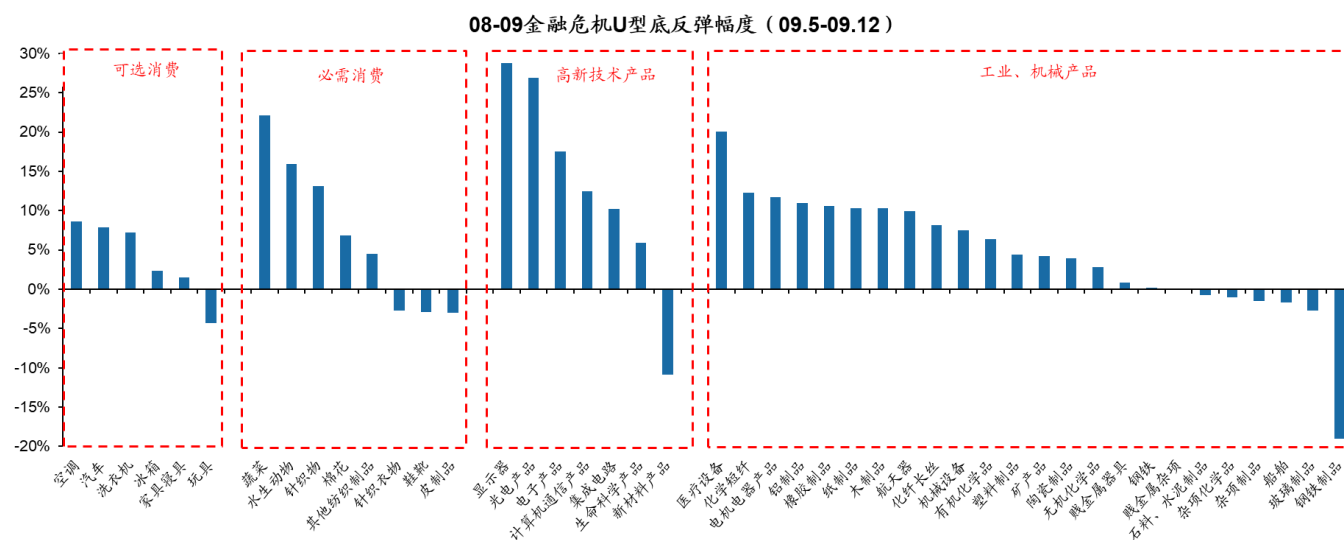
品类反弹最强，可选消费中的家电、汽车均有所反弹。工业、机械产品中，医疗设备反弹最为显著，但钢铁制品、玻璃制品、船舶等均有所恶化。

图 26：2009年5月出口增速触底后，出口增速经历U型反弹



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

图 27：09年海外需求U型底缓慢爬升阶段，高新技术产品反弹最为突出，消费整体反弹较强



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：反弹幅度=对应品类的09年全年累计出口增速-09年前5月累计出口增速

新冠病毒“后疫情时期”：可选消费及电子、信息消费产品或领衔反弹

本轮新冠病毒的“后疫情时期”与08-09年的海外需求U型探底反弹期较为类似，结合本次新冠病毒爆发后的背景，我们总结3条新冠病毒“后疫情时期”出口链条的受益受损路径——

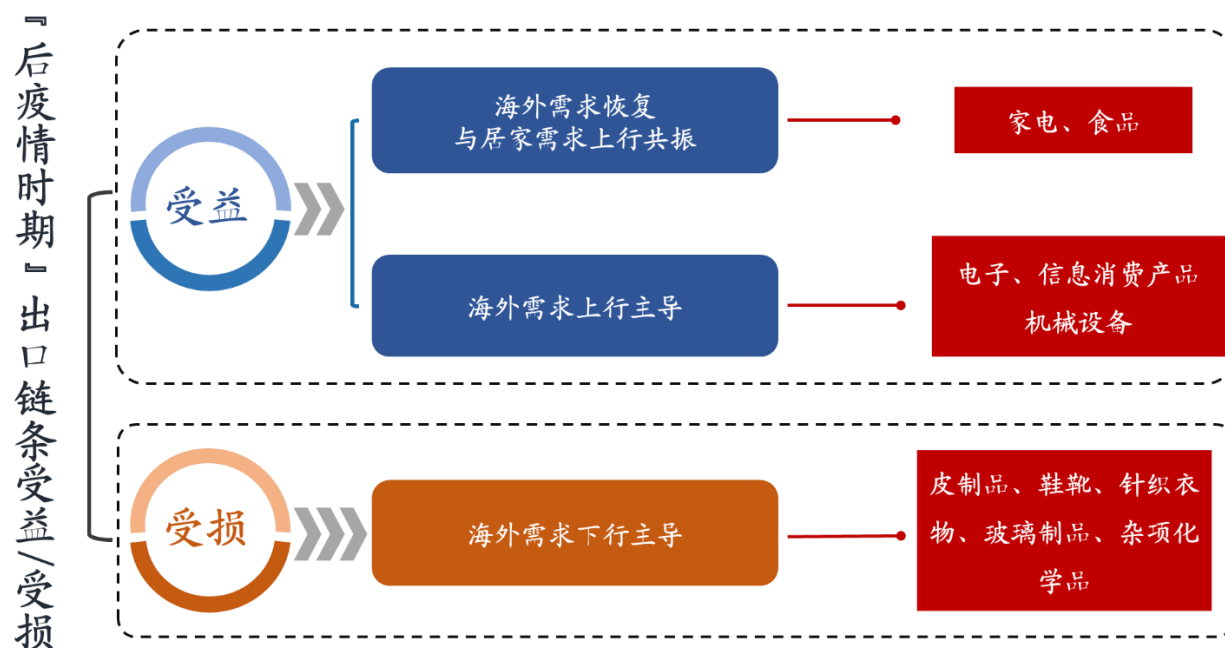
路径1：受益——海外需求恢复与居家需求上行共振（家电、食品）。09年海外需求上行过程当中，消费品中的食品、家电、汽车出口增速均有所上行。当前全球疫情仍未结束，仍有许多国家复产复工进度较低，叠加“社交距离”要求和线上办公模式的拓开，居民居家时间显著增大，出行需求显著降低。因此在全球消费需求复苏端，与居家相关的家电和与食品相关的需求复苏或将较09年更为强烈。由于家电行业海外收入占比仅次于电子，高达34%，因此在路径2中家电行业的基本面改善弹性将最大。

路径2：受益——海外需求上行主导（电子、信息消费产品、机械设备）。借鉴历史，09年海外需求恢复的过程中，电子、信息消费产品反弹极为突出，机械设备也有接近10%的反弹幅度（反弹幅度=09年全年累计出口增速-09年前5月累计出口增速）。放眼现在，一方面当前全球疫情仍未结束，科技的发展使得线上办公成为另外一种选择，新一代场景革命下全球的信息基建、消费电子等需求增加或比09年更为强烈；另一方面全球的复产复工有望进一步释放机械设备的全球需求。由于A股电子的出口依存度位列A股第一，海外收入占比高达43%，行业在出口增速改善时基本面弹性也将最大；机械设备则位列第三，出口依存度为16%，弹性逊于电子行业。

路径3：受损——海外需求下行主导（皮制品、鞋靴、针织衣物、玻璃制品、杂项化学品）。皮制品、鞋靴、针织衣物、玻璃制品、杂项化学品的出口增速在09年的可比期间内均有所恶化，同时在今年4月进入新冠病毒“后疫情时期”后，出口增速仍在环比恶化，未来持续受损概率较大。

对于海外需求复苏时受益的行业，需关注海外需求反弹不及预期时的受损风险。本轮海外需求的冲击主要由新冠疫情造成，由于当前全球新冠疫情仍未完全控制，全球需求复苏的进度和力度存在一定的不确定性，当出口修复节奏较快时高弹性品种占优，而出口修复偏弱时韧性品种受损较小。从弹性来看，若海外需求复苏节奏超预期，海外收入占比更高从而修复弹性更强的电子、家电行业将更优；若海外需求复苏节奏偏弱，弹性较低的韧性品种如机械设备、食品则受损相对较小。

图 28: “后疫情时期”出口链条受益、受损路径



数据来源：广发证券发展研究中心

五、风险提示

中国、海外疫情反复，海外除疫情外风险事件进一步发酵，中美关系进一步恶化，逆全球化加速。

广发投资策略研究小组

- 戴 康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑 恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹 柳 龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞 一 奇：高级分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈 伟 斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪 赓：高级分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦 冀 星：（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。