

欧洲制造大迁移

证券研究报告

2022年09月09日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

郭微微 联系人
guoweimei@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：世界进入两个石油体系》2022-4-7

在4月7日的文章《世界进入两个石油体系》中，我们预判“俄乌战争分裂了全球石油定价体系，欧洲制造业特别是高耗能行业将经历成本冲击带来的份额转移，可能给中国带来能源密集型行业份额提升的新一轮红利”。这个结果正在发生。从二季度中德贸易差额的变化结构来看，有机化学品、电气设备、机械设备、汽车及其零部件等中国产品正在受益于“两个石油体系”下的欧洲制造业份额转移。

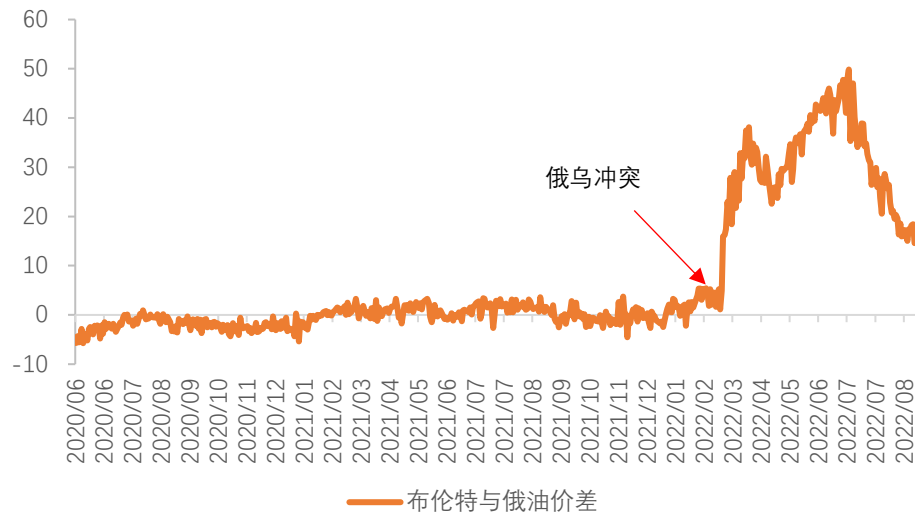
过去三年的新冠疫情、供应链紊乱、能源危机，先后给全球经济带来了三次供给冲击。相比之下，中国不仅具备完备的产业链体系、庞大的内需市场、逐渐积累的技术能力，还同时具有了“两个石油体系”下的能源成本优势和稳定性优势。

过去三年出口增速的持续超预期不是偶然，当前世界环境下供给不足才是主要矛盾，中国制造业的全球相对优势应当得以重估。尤其是化工化学品（有机化学品如内酰胺、三聚氰胺、柠檬酸、蛋氨酸、醋酸酯、TDI、MDI、维生素等）、汽车（整车、变速箱、制动器、悬挂系统、车身零附件）、机械（阀门轴承、发动机、机床）、电气设备（蓄电池、变压器）这四大类行业，缩小技术差异的同时也在积累供给优势，份额提升的趋势有望继续。

风险提示： 外需回落超预期；疫情扩散超预期；国际形势发展超预期

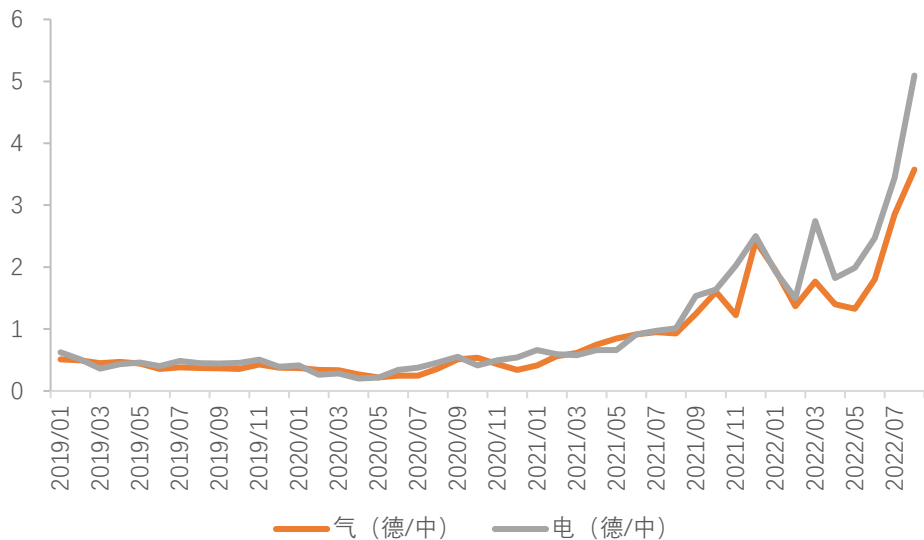
在 4 月 7 日的文章《世界进入两个石油体系》中，我们预判“俄乌战争分裂了全球石油定价体系，欧洲制造业特别是高耗能行业将经历成本冲击带来的份额转移，可能给中国带来能源密集型行业份额提升的新一轮红利”。这个结果正在发生。

图 1: 俄油与非俄油价差 (美元/桶)



石油市场的平行定价体系已对各国的能源成本产生了显著影响。2 季度中国原油平均进口价格 107.1 美元/桶，低于欧洲现货价 5.6%；天然气平均价格 0.7 万元/吨，低于德国气价 33.2%。8 月德国平均现货批发电价涨至 0.5 欧元每度，较去年同期增长了 4.6 倍，与中国的度电成本价差走阔至 0.4 美元，分别对应钢铁、电解铝、乙烯和合成氨 1982 美元、5110 美元、2027 美元、3191 美元的单吨成本价差。

图 2: 中国与德国能源成本对比



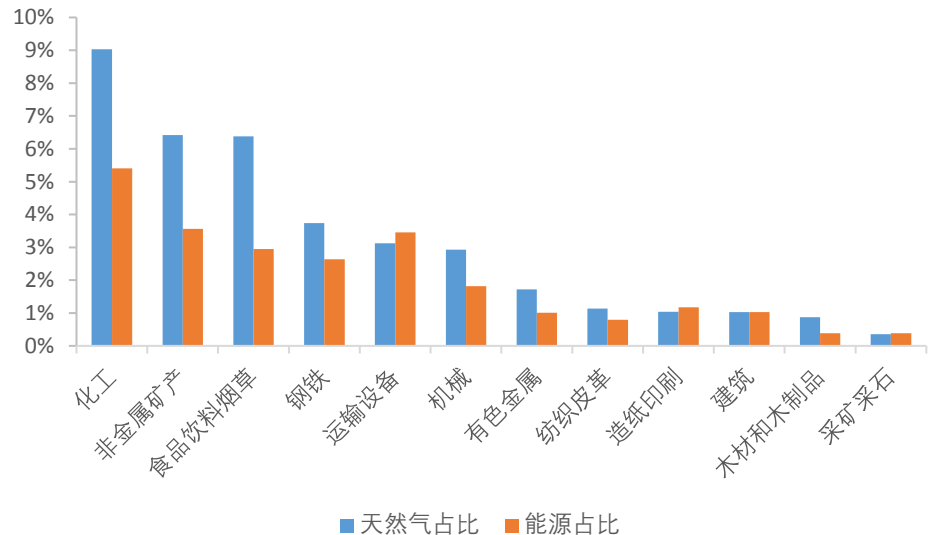
7 月 20 日欧盟委员会推出“欧洲天然气需求缩减计划”，要求各成员国在今年 8 月到明年 3 月至少减少 15% 的天然气用量，如果出现严重的能源短缺，政府将减少对工业的供气，优先分配给家庭、医院等重要部门。工业用气量占到了欧盟用气总需求的 38%，确保欧盟民众能安全过冬，意味着需要降低四成左右工业用气以满足“降低 15% 总用气需求”的目标。

根据生产单位产品的气耗比和能耗比的排序，首当其冲的是气耗和能耗双高的化工。化工业的天然气消费量占 2019 年欧盟天然气总消费量的 9%，占工业消费量的 24%；能源消费量占欧盟能源总消费量的 5%，占工业消费量的 21%。7 月底化工巨头巴斯夫在业绩发布

会上表示，天然气供应限制可能带来欧洲主要生产基地的停产风险，考虑通过提高欧洲以外生产基地的产能利用率来部分补偿欧洲的产能损失。全球最大的合成氨生产商 CF 化肥公司已经关闭了英国因斯的合成氨和化肥厂。

其次是非金属矿产、钢铁、运输设备、机械、有色金属等。欧洲最大钢厂安塞乐米塔尔因高能源价格实施选择小时制停产电弧炉，并关停了法国和德国的中型钢厂。世界最大锌冶炼企业之一 Nyrstar 9 月初关闭了旗下的荷兰锌冶炼厂。美铝 8 月底将旗下位于挪威的电解铝厂减产了三分之一；全球铝业巨头挪威海德鲁将于 9 月底关闭斯洛伐克的一家铝冶炼厂；据上海钢联统计，从 2021 年 10 月至 2022 年 8 月欧洲电解铝产能已降低 104 万吨/年。

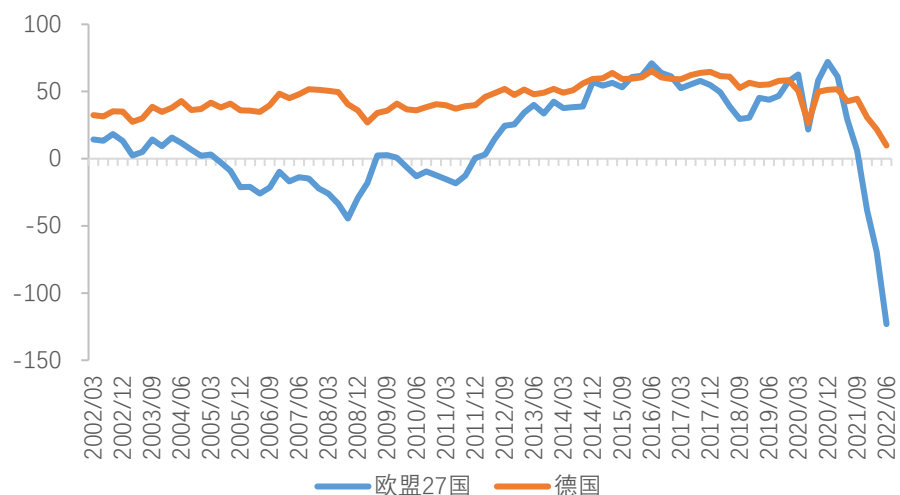
图 3：欧盟各工业行业天然气与能源消费量占比



资料来源：欧盟统计局，天风证券研究所

欧洲需要大量进口高耗能商品以满足自己的生产和消费需求，结果是贸易顺差正在快速转为逆差。二季度欧盟贸易差额已经下滑至-1231 亿欧元，德国贸易差额下降至 98 亿欧元，较去年同期少了 329 亿欧元，这是 20 年来从未有过的最低水平。

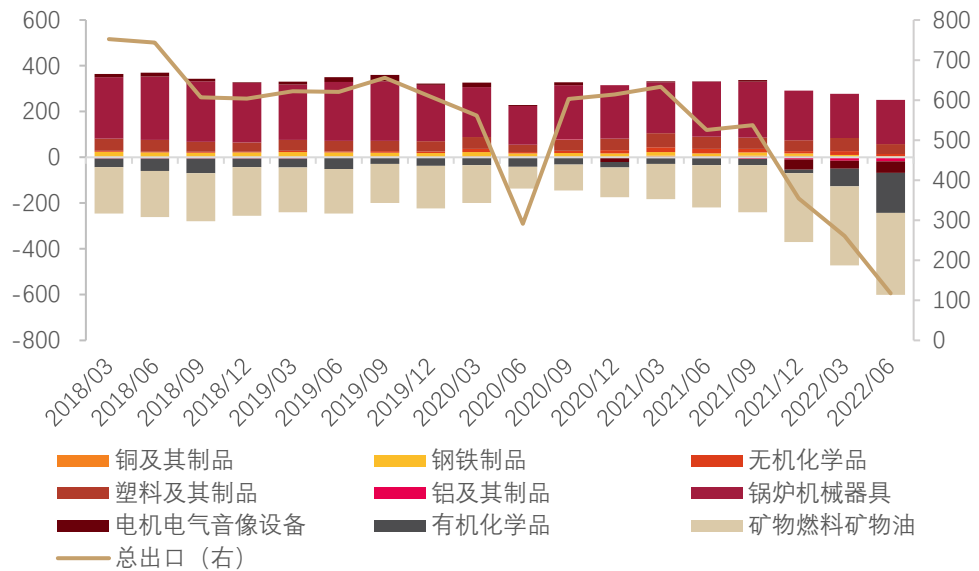
图 4：欧盟与德国的贸易差额（十亿欧元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体看德国二季度的贸易差额变动结构，除能源品外（-174.1 亿美元），变动幅度最大的产品是（1）有机化学品（-143.8 亿美元），其次是（2）电气设备、机械设备（-50 亿美元左右）和（3）金属（铝铜钢）制品、塑料制品、无机化学品等（-10 亿美元左右）。

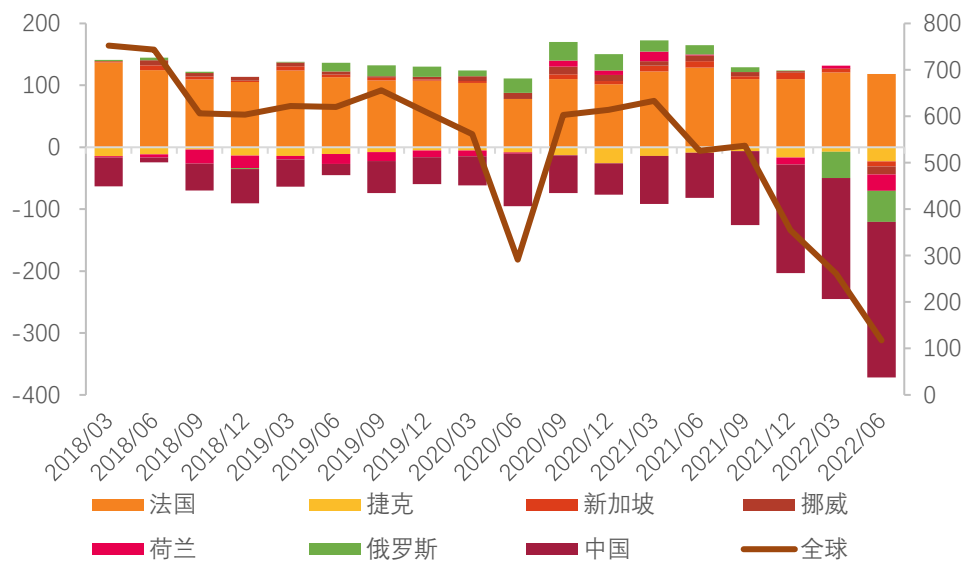
图 5：德国贸易差额分行业（图例按绝对变动大小排序，亿美元）



资料来源：ITC，天风证券研究所

德国二季度最主要的贸易逆差国是中国。二季度德国对中国的贸易逆差同比增长 245%，较去年同期增加 178.6 亿美元，占到了二季度德国整体贸易差额变动的 44%。

图 6: 德国贸易差额分国别（图例按绝对变动大小排序，亿美元）



资料来源：ITC，天风证券研究所

我们从二季度中德贸易差额的变化结构可以看出具体哪些中国产品正在受益于“两个石油体系”下的欧洲制造业份额转移。

德国向中国生产转移幅度最大的产品主要有四大类：

第一类是有机化学，其中内酰胺 Q2 贸易差额较去年同期下降 111.3 亿美元，几乎主导了全部变动，其他体量相对大、变动幅度也较大的产品还有三聚氰胺、柠檬酸、蛋氨酸、醋酸酯等。有机化学品是化工的下游，受合成化工停产的影响，精细化工的产品供应受限。根据天天化工网，欧洲产能全球占比较大的有机化学品（超 25%）主要有维生素、蛋氨酸等添加剂和 TDI、MDI、己内酰胺、PC 等聚合物。

第二类是电气设备，贸易差额变动较大的产品有蓄电池、半导体器件、集成电路、变压器等。电气设备是德国的优势产业，生产受到能耗成本和供应链稳定性的影响，重点产品主要有电阻器、电容器、缩合器、感应器、无源及混合微电路、电子机械元件（连接器、开关），以及半导体和印刷电路板。

第三类是机械设备，贸易差额变动较大的产品包括阀门轴承、发动机、机床、农用机械、

推土机等。机械是钢铁和有色的下游，生产受限风险较高，德国份额比重大的产品未来更可能出现订单的明显转移，主要包括（1）通用设备和零部件，如驱动技术机械、压缩气压及真空技术机械、精密仪器、加工机械、液压泵、液压设备、测量机械、工业炉和冶金设备、阀门管件、机床；（2）专用设备，如材料处理机械、农业机械、食品及包装机械、塑料及橡胶机械、印刷机械及造纸技术设备、纺织机械、木材加工机械、建筑机械、清洁机械等。

第四类是汽车及其零部件，变速箱和车身零附件是贸易差额变动最大的产品，其他变动较大的产品既包括制动器、悬挂系统、减震器、驱动桥等汽车零部件，也包括部分品类的整车。据汽车工业协会统计，今年前7个月中国汽车出口150.7万辆，同比增长52.3%；纯电动乘用车出口21.9万辆，同比增长146.1%。

除以上四大类行业外，德国向中国生产转移幅度较大的产品也包括钢铁和钢铁制品、铝及其制品、塑料及其制品、服装鞋靴等附加值偏低的高耗能品类。

表 1：德国对华贸易（仅展示中国重要出口行业，按贸易差额绝对变动排序，单位：亿美元）

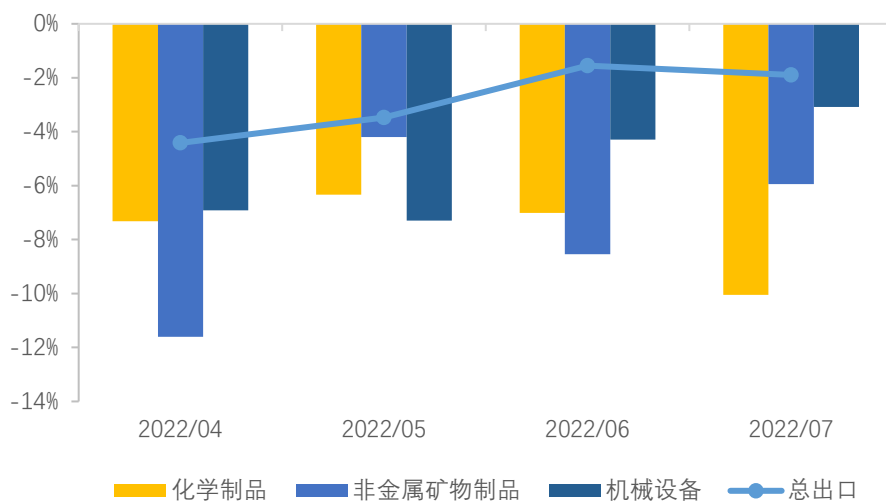
HS 名称	HS 编码	重要性	从华进口 21Q2	从华进口 22Q2	对华出口 21Q2	对华出口 22Q2	贸易差额 21Q2	贸易差额 22Q2	绝对变动	相对变动
全部商品	-	100.0%	390.6	534.3	316.9	282.8	-73.7	-251.5	-177.7	-241.1%
有机化学品	'29	2.5%	8.9	122.3	2.7	2.7	-6.2	-119.7	-113.5	-1828.2%
电机、电气、音像设备及其零附件	'85	26.7%	112.7	136.7	52.7	49.1	-60.0	-87.6	-27.6	-45.9%
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	'84	16.3%	94.8	97.6	64.2	55.2	-30.6	-42.5	-11.8	-38.6%
车辆及其零附件,但铁道车辆除外	'87	3.6%	12.1	13.3	83.4	81.4	71.2	68.0	-3.2	-4.5%
钢铁制品	'73	2.8%	9.0	11.1	4.7	3.9	-4.3	-7.2	-2.9	-68.4%
光学、照相、医疗等设备及其零附件	'90	2.9%	13.5	12.8	28.6	25.1	15.1	12.3	-2.8	-18.8%
针织或钩编的服装及衣着附件	'61	2.6%	7.4	9.9	0.1	0.0	-7.3	-9.8	-2.5	-34.5%
鞋靴、护腿和类似品及其零件	'64	1.5%	6.5	8.7	0.1	0.1	-6.4	-8.6	-2.3	-35.8%
船舶及浮动结构体	'89	0.7%	1.5	1.6	2.2	0.0	0.6	-1.6	-2.2	-344.7%
塑料及其制品	'39	3.9%	10.6	11.7	8.8	7.9	-1.8	-3.8	-2.0	-114.7%
非针织或非钩编的服装及衣着附件	'62	2.1%	8.2	9.8	0.3	0.1	-8.0	-9.7	-1.7	-21.4%
家具;寝具等;灯具;活动房	'94	4.1%	15.5	16.9	1.1	0.8	-14.4	-16.1	-1.7	-11.6%
铝及其制品	'76	1.0%	2.0	3.2	1.1	0.8	-0.9	-2.5	-1.6	-173.8%
钢铁	'72	2.0%	1.0	1.9	2.3	1.7	1.3	-0.2	-1.5	-112.6%
皮革制品,旅行箱包;动物肠线制品	'42	0.9%	3.4	4.6	0.3	0.2	-3.1	-4.5	-1.4	-44.5%
玩具、游戏或运动用品及其零附件	'95	3.0%	10.7	11.9	0.1	0.1	-10.5	-11.7	-1.2	-11.5%
木及木制品;木炭	'44	0.6%	1.6	2.2	2.5	1.9	0.9	-0.2	-1.2	-126.9%
无机化学品;贵金属等的化合物	'28	0.7%	1.0	2.6	3.7	4.4	2.7	1.8	-1.0	-35.3%
贱金属杂项制品	'83	0.8%	2.8	3.3	2.0	1.5	-0.8	-1.8	-0.9	-113.1%
贱金属工具、器具;利口器;餐匙餐叉及其零件	'82	0.7%	3.6	4.1	1.4	1.2	-2.2	-2.9	-0.7	-32.2%
玻璃及其制品	'70	0.7%	1.8	2.2	1.2	0.9	-0.6	-1.2	-0.6	-95.1%
纸及纸板;纸浆、纸或纸板制品	'48	0.7%	1.2	1.7	0.7	0.6	-0.5	-1.1	-0.6	-115.1%
陶瓷产品	'69	0.9%	1.1	1.6	0.3	0.3	-0.8	-1.2	-0.5	-59.2%

杂项制品	'96	0.7%	2.0	2.4	0.3	0.2	-1.7	-2.2	-0.5	-26.9%
天然或养殖珍珠、贵金属及制品;仿首饰;硬币	'71	0.9%	1.3	1.3	0.7	0.2	-0.7	-1.1	-0.4	-63.8%
橡胶及其制品	'40	0.9%	3.5	3.3	3.0	2.3	-0.5	-0.9	-0.4	-76.3%
铁道车辆;轨道装置;信号设备	'86	0.8%	0.5	0.7	0.5	0.3	0.0	-0.4	-0.4	-2406.0%
矿物燃料矿物油及其蒸馏产品;沥青物质;矿物蜡	'27	1.2%	0.1	0.2	0.7	0.5	0.6	0.3	-0.3	-42.0%
特殊交易品及未分类商品	'99	1.1%	1.1	0.7	3.4	2.8	2.3	2.1	-0.2	-9.1%
化学纤维长丝	'54	0.8%	0.6	0.8	0.2	0.1	-0.5	-0.6	-0.1	-30.2%
针织物及钩编织物	'60	0.7%	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-79.2%
其他纺织制成品;成套物品;旧衣着及旧纺织品;碎织物	'63	1.2%	5.6	5.0	0.1	0.1	-5.5	-5.0	0.5	9.7%
杂项化学产品	'38	0.8%	11.4	3.5	3.6	3.7	-7.8	0.1	8.0	101.4%
药品	'30	1.1%	14.7	1.5	12.4	12.4	-2.3	10.9	13.2	578.8%

资料来源：ITC，天风证券研究所

不仅是欧盟，日韩的能源密集型行业也在受到“两个石油体系”的影响。日本已经连续12个月贸易逆差，7月化学制品、非金属矿物制品、机械设备的出口数量分别下滑了10%、5.9%和3.1%，近4个月均弱于整体出口表现。韩国今年4-8月连续录得贸易逆差，为2008年后历史首次，2季度化学制品、机械设备、电气设备的产出增速比1季度分别回落了5.1pct、3.4pct和2.7pct，下滑幅度高于制造业整体水平。

图7：日本出口数量增速

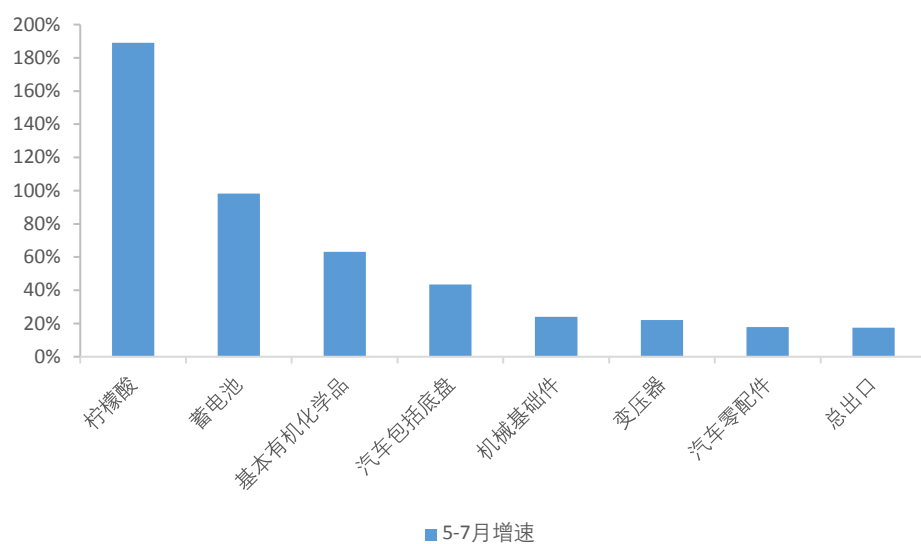


资料来源：Wind，天风证券研究所

过去三年的新冠疫情、供应链紊乱、能源危机，先后给全球经济带来了三次供给冲击。相比之下，中国不仅具备完备的产业链体系、庞大的内需市场、逐渐积累的技术能力，还同时具有了“两个石油体系”下的能源成本优势和稳定性优势。

过去三年出口增速的持续超预期不是偶然，当前世界环境下供给不足才是主要矛盾，中国制造业的全球相对优势应当得以重估。尤其是化工化学品（有机化学品如内酰胺、三聚氰胺、柠檬酸、蛋氨酸、醋酸酯、TDI、MDI、维生素等）、汽车（整车、变速箱、制动器、悬挂系统、车身零附件）、机械（阀门轴承、发动机、机床）、电气设备（蓄电池、变压器）这四大类行业，缩小技术差异的同时也在积累供给优势，份额提升的趋势有望继续。

图8：部分重点商品5-7月出口金额增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com