

出口预期有望改善，弹坑逻辑精选优质资产

——家电行业每周观点 20181202

行业周报

增持（维持）

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

白电提价逻辑还会持续吗？——家电行业每周观点 20181125

..... 2018-11-25

双 11 家电销售增速放缓，四季度平淡“弹坑逻辑”选股——家电行业每周观点 20181118

..... 2018-11-18

冰洗龙头 ASP 持续提升，厨电格局尚未明朗——家电行业 10 月淘宝数据跟踪与解读（更正）

..... 2018-11-13

◆核心观点

本周末特朗普政府承诺在 2019 年 1 月 1 日，将对 2000 亿美元的产品保持 10% 的关税税率，不会提高到 25%，再度引发市场对中美贸易争端的关注。从家电各子板块来看，受贸易争端影响程度排序为小家电>零部件>白电。中国作为全球家电产能中心的地位短期无法撼动，虽然短期中美贸易政策的不确定性使得明年的订单谈判较为复杂，明年上半年出口订单不确定性依然存在，但特朗普政府的承诺对出口的悲观预期有所缓和。

市场核心关注点仍是国内基本面，现在到明年 4 月前是基本面的平台期和空窗期，下一个重要观察节点可能在 2019 年春季零售开启的 3~4 月，届时对明年的基本面需求增速和企业竞争策略会更明确。在此之前，预计家电投资会呈现二元化，我们更倾向于弹坑逻辑：基于未来半年业绩确定性+过硬的财务指标（股息率、每股净资产、每股现金流、ROE 等）选股。

一、家电出口受贸易争端影响总体不大，影响程度小家电>零部件>白电

征税品类中，对美出口金额前三大品类分别为吸尘器、空调和冰箱。根据海关总署和产业在线统计数据显示，2017 年前三大品类吸尘器、空调和冰箱的对美出口额分别为 16.2 亿、13.4 亿和 7.9 亿美元。同时，微波炉的对美出口量高达 1743 万台，规模亦不小。从家电对美出口额占比的角度，前三大品类分别是厨余垃圾处理器、吸尘器和冷柜，对美出口额分别占该品类总出口额的 82%/41%/21%。

根据涉及征税清单收入占整体收入比重排序，上市公司受影响程度从高到低分别为：

1) 出口为主的公司，出口收入占比高，且美国是其主要的出口国，对美出口收入占比高于 25%，其中莱克电气主要出口品类吸尘器在关税清单中，受影响较大，新宝股份仅部分品类受影响；

2) 全球化进程较快的公司，出口美国收入占比在 10-20%，三花智控部分空调零部件受征税影响，由于彩电品类不在征税清单中，海信电器受影响较小；

3) 大白电公司，比如格力美的海尔，空调和冰箱出口受关税影响，但由于内销占比高，出口范围分散，对美出口额在收入中占比普遍低于 5%；

4) 内销为主的公司，比如九阳和老板，由于收入主要来自内销，美元收入占比几乎为 0，不受影响。

表 1：重点家电公司出口美国收入占比

子行业	重点公司	出口占比 (2017 年报)	主要涉及品类	出口美国占总出口比重	占整体收入比重
白电	格力电器	12%	空调	约 10%~15%	1~2%
	美的集团	约 34% (不含 kuka 东芝)	白电和厨电	约 20%~25%	6~8% (剔除在美合资公司后为 5%以下)
	小天鹅 A	20%	洗衣机	约 0%~5%	0~1%
	青岛海尔	约 13% (不含 GEA)	白电	约 15%~20%	1%~3%
黑电	TCL 集团	49% (其中电视出口收入占比约 13%)	电视、白电	公司公告关税清单对出口业务无影响	
	海信电器	42%	电视	约 30~35%	12%~14%
照明	欧普照明	9%	光源、灯具	约 10%~20%	1%~2%
零部件	三花智控	49%	制冷配件、微通道	出口美国占总收入比例 15%	
小家电	苏泊尔	28%	/	出口以大股东 SEB 订单为主	
	九阳股份	2%	厨房小电	/	0%
	新宝股份	86%	小家电	约 30%	25%~30%
	莱克电气	67%	吸尘器、割草机	约 40%	25%~28%
	飞科电器	0%	/	/	0%
厨电	老板电器	0%	/	/	0%
	华帝股份	2%	/	/	0%
	浙江美大	0%	/	/	0%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

二、中国家电作为全球家电产能中心的地位短期无法撼动，但明年订单谈判依然复杂

中国家电作为全球家电产能中心的地位短期无法撼动，美国买家在全球难以寻找到替代产业链。

目前，中国的家电产能占到全球 50%以上，其中，电视超过 60%，空调达到 80%。同时，伴随着家电产能在中国的聚集，上游供应链配套体系也形成了聚集，比如，大到压缩机、磁控管等核心零部件，小到电机、电容、四通阀等配件，都形成了全球性竞争优势。

因此，家电产业链更长更复杂，当前的全球规模集中度更高，未来的系统转移的难度也更大，短时间是不能在第三国找到替代产能。

与之对应的是，美国的家电制造产业空心化已经覆水难收。首先，美国家电品牌的产能外移由来已久，研发外包有增无减。其次，伴随着这几年美国知名家电品牌的出售，意味着美国家电品牌在逐渐放弃最后的品牌运营价值，比如：开利出让品牌运营给美的，GEA 整体资产出售给海尔。

短期中美贸易政策的不确定性使得买卖双方针对明年的订单谈判显得更加复杂，明年上半年出口订单不确定性依然存在，但 G20 对出口的悲观预期有所缓和。

三、短期将由双方企业共同承担关税，中期考虑产业链转移，长期本土化运营显得更为迫切

短期中美双方企业将共同承担关税，并最终转嫁给消费者。由于大部分美国家电企业短期难以在中国之外找到替代产业链，预计增加的关税将由中国和美国企业共同承担，对出口企业短期盈利能力的影响或许小于市场预期，且最终将转嫁给美国消费者。

海外制造基地建设再次被提上议程。由于中美贸易争端的升级，海外基地转口贸易的需求在上升。莱克电气已经公告计划以 2000 万美元在越南建设生产基地，若贸易争端继续升级（关税提高），预计将有更多企业将海外制造基地建设提上议程。

本土化运营的需求越来越迫切。无论有没有贸易争端，中国家电企业在享受了全球产能转移的红利后，简单代工的成长性在减弱，天然会去追求收入的稳定性、追求产业链价值的更大化，所以通过本土化运营，获取制造价值之外的品牌运营价值，是中国家电出口业务的必然之路。

◆投资建议

我们认为，明年上半年出口订单不确定性依然存在，但 G20 对出口的悲观预期有所缓和，市场核心关注点仍是国内基本面。现在到明年 4 月前是基本面的平台期和空窗期，下一个重要观察节点可能在 2019 年春季零售开启的 3~4 月，届时对明年的基本面需求增速和企业竞争策略会更明确。在此之前，预计家电投资会呈现二元化：1) 长线+低风险偏好倾向于精选优质资产；2) 短线+高风险偏好会基于政策转暖预期博弈弹性品种。

我们更倾向于弹坑逻辑：基于未来半年业绩确定性+过硬的财务指标（股息率、每股净资产、每股现金流、ROE 等）选股。虽然板块短期基本面承压，但是白电龙头估值水平已接近历史低位，资产和运营依旧优质，仍是弹坑逻辑首选。

我们建议关注：

- 1) 增速虽有放缓，但仍有确定性增长的白电板块，龙头估值均处于或接近历史底部：美的集团/小天鹅（中长期公司治理最优）、格力电器（估值最低）、青岛海尔（三大白中经营周期更优）。
- 2) 弱周期下业绩维持较高增长，公司战略布局前瞻：苏泊尔、欧普照明。
- 3) 受出口悲观预期压制的优质企业估值有望出现修复：新宝股份。

◆周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘。本周沪深 300 指数+0.93%，家电板块整体-1.21%，行业表现逊于大盘。其中白电整机（-1.95%）、照明（-2.13%）、家电零部件（-0.79%）板块有所下跌，黑电整机（+0.59%）、厨电与小家电（+0.58%）板块有所上涨。

1) 本周板块表现

表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	-1.21%	0.93%	-1.95%	0.59%	0.58%	-2.13%	-0.79%
年度至今	-31.91%	-21.29%	-28.86%	-37.44%	-35.89%	-32.74%	-35.71%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	日出东方	13.09%	奥马电器	-15.24%
第二名	澳柯玛	7.56%	顺威股份	-14.32%
第三名	雪莱特	5.32%	木林森	-7.18%
第四名	厦华电子	5.32%	华帝股份	-6.09%
第五名	盾安环境	4.92%	中科新材	-5.66%

资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ 风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下滑。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781