

行业研究/动态点评

2019年05月13日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)
白色家电 II 增持 (维持)

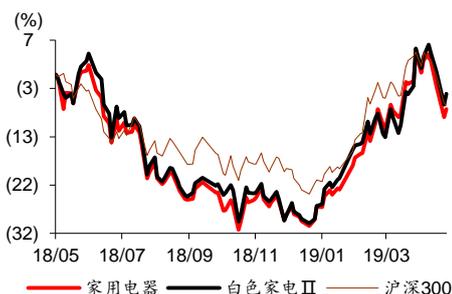
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《家用电器: 越过高山, 重上征程》2019.05
- 2 《青岛海尔(600690,买入): 深化全球化布局, 毛利率或承压》2019.05
- 3 《格力电器(000651,买入): 行业格局稳定, 收入小幅提升》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

贸易摩擦加税对白电龙头影响较低

美国加征关税的定量测算

测算白电龙头公司收入及净利润影响较低, 全球化布局有望对冲影响

我们测算美国关税变化对美的集团、格力电器、青岛海尔等白电龙头 2019 年收入和净利润影响或不足 1%。最悲观假设下, 从 2019 年 5 月开始, 中国空调、冰箱、洗衣机对美国出口关税由 10% 提升到 25% 部分完全由厂商承担, 简单假设出口美国收入相应减少 15%。考虑龙头企业已经着手全球化布局, 海外制造基地能够分担部分国内订单、调整出口地, 受到的加税影响或明显小于假设的极端情况。

从中国进口白色家电仅占美国向中国总进口的 1.1%

家电出口并不构成中美贸易主要矛盾, 2000 亿美元清单中仅包含部分家电产品。我国虽然为美国最大进口国, 但美国从中国进口白电金额仅占美国对中国进口的 1.1% (以 2018 年金额计算, 美国向中国总进口为 5395 亿美元, 进口中国白电金额为 57.2 亿美元)。同时, 美国贸易代表办公室在发文中提及, 决定发布一个单独的产品排除流程, 有关企业可以申请将 2000 亿美元关税加征清单中的特定产品排除在外, 家电等加工贸易出口为主, 且美国对外依存度较高的产品, 未来存在排除的可能性。

美国进口白电, 空调、冰箱为主, 洗衣机金额较少

白电进口以空调、冰箱为主, 加税成本或部分由美国民众承担。根据 Trade data Online 数据, 2018 年, 我国空调出口美国金额为 31.6 亿美元, 占美国空调进口比例为 34.8%, 冰箱出口美国金额 23.8 亿美元, 占美国冰箱进口比例为 24.5%。而洗衣机由于美国于 2017 年对中国代工的韩国品牌洗衣机进行反倾销惩罚性征税后, 出口向越南、泰国等地转移, 2018 年金额仅为 1.9 亿美元。家电产品采取以加工贸易为主的出口模式, 加税或将导致美国家电产品价格上行, 税收成本大概率由中国厂商与美国品牌商共同承担, 或将导致美国本土零售价格的上移, 事实上损害美国民众利益。

家电全球产业链融合度高, 贸易政策短期影响或有限

美国家电市场以韩国品牌 (反倾销征税主要对象) 为主要竞争对手, 国内家电厂商与美国企业的产业融合度高, 授权生产出口难以成为中美贸易关系的主要矛盾, 未来存在排除豁免的可能性。同时, 国内家电龙头, 一方面多区域发展分散海外单一市场影响, 另一方面通过建立海外基地, 实现海外本土化运营, 减少直接出口影响。同时基于我们的假设测算分析, 国内家电龙头企业在贸易关系变化中影响较低, 难以影响整体增长趋势。

风险提示: 宏观经济下行; 美国关税影响超出预期; 原材料价格及人民币汇率不利波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000651.SZ	格力电器	54.10	买入	4.36	5.06	5.97	7.07	12.41	10.69	9.06	7.65
000333.SZ	美的集团	50.75	买入	3.06	3.52	4.11	4.65	16.58	14.42	12.35	10.91
600690.SH	青岛海尔	15.74	买入	1.17	1.38	1.62	1.87	13.45	11.41	9.72	8.42

资料来源: 华泰证券研究所

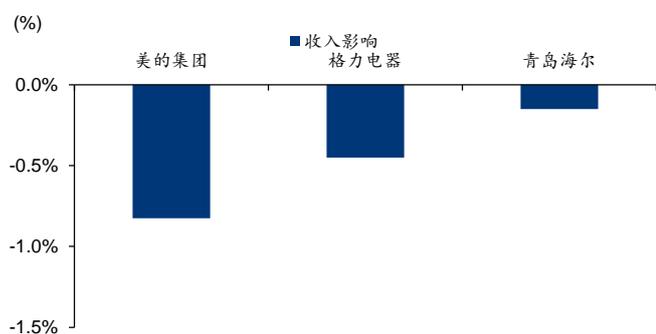
加税影响测算，对龙头企业收入净利润影响较低

美国海关对2000亿美元中国进口商品由10%关税提高到25%影响如何？我们在最悲观假设下，对白电龙头上市公司进行测算：

假设最为悲观的情况下，从2019年5月开始，中国空调、冰箱、洗衣机对美国出口新增关税部分完全由厂商承担，既关税由10%上升到25%，简单假设出口美国收入相应减少15%（加工贸易出口模式下，关税大概率由中国制造商与美国品牌商共同承担，完全由中国制造商承担的可能性较低）。

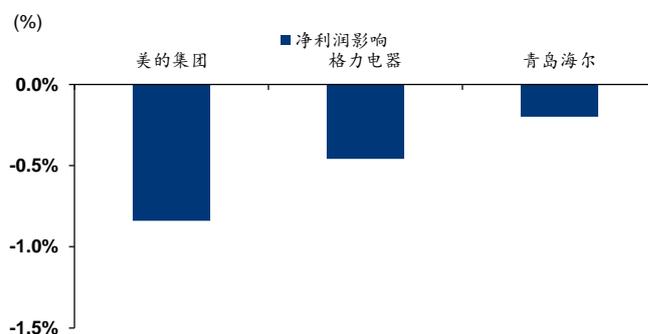
测算结果显示，对美的集团、格力电器、青岛海尔等白电龙头2019年收入和净利润影响不足1%。（具体测算见后文）

图表1：假设悲观情况下美国加税对家电龙头收入影响



资料来源：Wind、华泰证券研究所测算

图表2：假设悲观情况下美国加税对家电龙头净利润影响

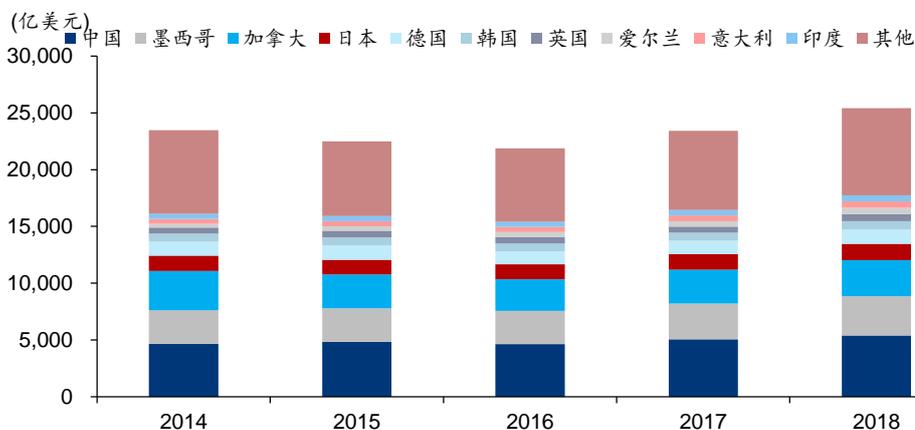


资料来源：Wind、华泰证券研究所测算

美国从中国进口白电 57 亿美元左右

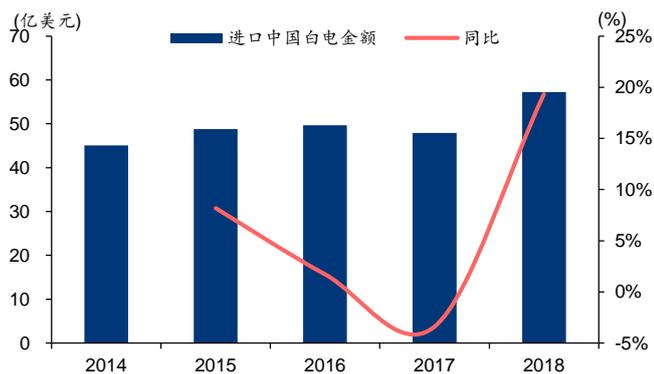
家电出口并不构成中美贸易主要矛盾，2000 亿美元清单中仅包含部分家电产品。我国虽然为美国最大进口国，但美国从中国进口白电金额仅占美国对中国进口的 1.1%（以 2018 年金额计算，美国向中国总进口为 5395 亿美元，进口中国白电金额为 57.2 亿美元），同时以加工贸易为主的出口模式（加工贸易中，国内部分仅占产业微笑曲线下端部分增加值，主要价值依然以海外品牌商为主，关税提升或将导致美国本土零售价格的上移，事实上损害美国民众利益），在美国家电贸易链条中的粘性较大。

图表3：美国前十大进口国，中国居第一位



资料来源：Trade Data Online、华泰证券研究所

图表4：2018年美国进口中国白电金额为57.2亿美元



资料来源：Trade Data Online、华泰证券研究所

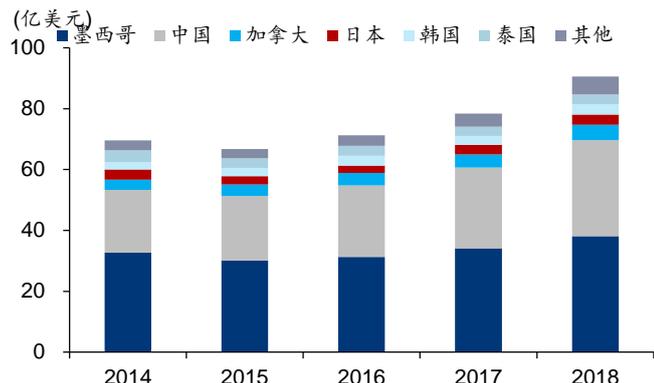
图表5：美国从中国进口白电仅占从中国进口金额的1.1%左右



资料来源：Trade Data Online、华泰证券研究所

美国空调、冰箱市场分散，本土企业占绝大多数份额，同时我国空调制造商与美国品牌商之间更多是产业链关系。其中，我国空调出口美国金额占美国空调进口比例为34.8%，冰箱出口美国金额占美国冰箱进口比例为24.5%。许多美国本土品牌通过授权给中国制造商的方式制造，与国内制造商更多属于上下游关系，直接竞争领域较少。除中国之外，美国空调和冰箱的最大进口来源地为墨西哥。

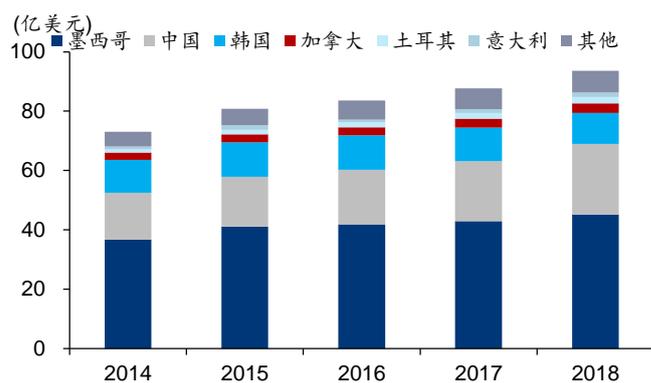
图表6：2018年美国进口中国空调（及其配件等）金额为31.6亿美元



注：美国海关HS编号8415下所有产品金额

资料来源：Trade Data Online、华泰证券研究所

图表7：2018年美国进口中国冰箱（及其配件等）金额为23.8亿美元

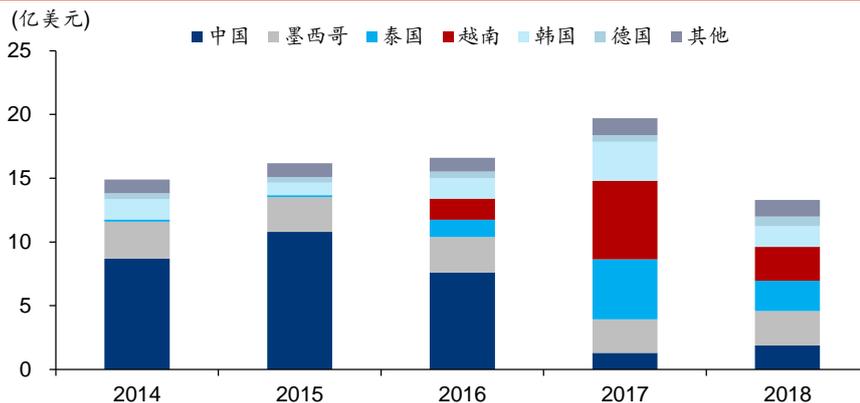


注：美国海关HS编号8418下所有产品金额

资料来源：Trade Data Online、华泰证券研究所

过去几年，由于惠而浦的请求，美国针对韩国三星、LG的洗衣机进行反倾销征税，使得洗衣机在美国本土制造销售居多，进口金额较小，我国洗衣机出口美国金额占美国洗衣机进口比例为14.2%。

图表8：2018年美国进口中国洗衣机（及其配件等）金额为1.9亿美元

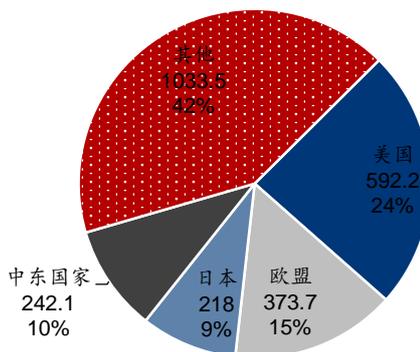


注：美国海关 HS 编号 8450 下所有产品金额

资料来源：Trade Data Online、华泰证券研究所

中国家电出口目的地多元，且以加工贸易为主，未来存在排除可能性。海关总署数据显示，2018年Q1-Q3，我国出口家用电器产品（含空调、冰箱、洗衣机、电视、电扇、微波炉、相机、DVD播放机等）2459.5亿元人民币，同比+3.1%，美国依然为最大的单一市场，但总占比仅为24%左右。同时，我国以加工贸易方式出口家电1273.4亿元人民币，同比-4.6%，占同期我国家电出口总值的51.8%。

图表9：2018年Q1-Q3中国出口家电区域金额（亿元人民币）及占比



资料来源：海关总署、华泰证券研究所

2000亿美元清单中，涉及白电主要为空调及冰箱

美国公布的2000亿美元清单中，空调与冰箱产品基本包含在内，而洗衣机品类中主要为干衣机产品，并未涵盖洗衣机产品。

图表10：白电涉及的主要产品，洗衣机品类下，主要为干衣机产品

品类	具体涉及产品
空调	HS 编号 8415 项下 7 个子编号产品：各类窗式及壁挂式冷热空调、汽车空调等
冰箱	HS 编号 8418 项下 11 个子编号商品：各个容积冰箱
洗衣机	HS 编号 8451 项下 10 个子编号商品：各个类型干衣机

资料来源：美国贸易谈判代表办公室（USTR）、华泰证券研究所

白电龙头影响测算，对收入及净利润影响较小

白电龙头美国市场收入占比较低，即使加征关税对公司的影响也较为有限。同时，考虑到白电龙头已经在海外设立生产基地，能够通过订单转移生产的方式调整出口地，受到的加

税影响或明显小于假设的悲观情况。

图表11: 白电龙头海外市场及美国市场收入

公司	2018年海外业务		2018年外销毛	美国收入占比
	收入(亿元)	利率%	出口占比	
美的集团	1,104.08	23.48%	42.5%	约为5.5%左右
格力电器	222.70	13.34%	11.2%	约为3%左右
青岛海尔	766.77	24.96%	41.8%	剔除美国GEA收入贡献, 出口美国收入约为1.5%左右

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表12: 白电龙头海外制造基地布局

公司名称	海外生产基地等
美的集团	日本、越南、泰国、印度、埃及、白俄罗斯、意大利、巴西、阿根廷等
格力电器	巴西、巴基斯坦
青岛海尔	美国本土、俄罗斯、泰国、巴基斯坦、印度、印度尼西亚、越南等

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

我们假设最为悲观的情况下, 从2019年5月开始, 中国空调、冰箱、洗衣机对美国出口新增25%关税部分完全由厂商承担, 关税由10%上升到25%, 并简单假设出口美国收入相应减少15%。

简单假设出下, 出口美国收入减少对美的集团、格力电器、青岛海尔等白电龙头2019年收入和净利润影响或不足1%。

图表13: 三大白电影响测算

	美的集团	格力电器	青岛海尔
出口美国金额占总收入比例	约5.5%	约3.0%	约1.5% (剔除GEA)
原预期2019年收入(亿元)	2940.2	2200.3	2025.6
新预期2019年收入(亿元)	2916.0	2190.4	2022.6
收入差异	-0.82%	-0.45%	-0.15%
原预期2019年净利润(亿元)	232.5	304.3	87.7
新预期2019年净利润(亿元)	230.6	302.9	87.5
净利润差异	-0.84%	-0.46%	-0.20%
原预期净利润增速	14.93%	16.15%	17.89%
新预期净利润增速	13.97%	15.61%	17.66%

资料来源: Wind、华泰证券研究所测算

风险提示

(1) 宏观经济下行。

如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

(2) 美国关税影响超出预期。

如果美国加征关税影响超出预期，导致家电需求持续低于预期，可能短期对于家电企业外销收入及净利润表现有较大影响。

(3) 原材料价格及人民币汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com