

家用电器

证券研究报告
2019年05月15日

贸易战影响大跌以后买什么？

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

近期受到贸易战因素持续发酵，板块及个股公司股价均有明显回调。在大跌之后可以买什么？我们从受贸易战影响程度从低到高的排序按照 4 条主线去分析：

作者
蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com
罗岸阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518120002
luoanyang@tfzq.com
马王杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

主线一：全内销或者以内销为主的产业，例如厨电等

如果我们按照品类划分出口比例，以及对美出口比例的话，可以发现，事实上出口比例低于 40% 的行业包括洗衣机、油烟机、空调。单纯从板块收入占比上来看，厨电行业需求几乎是以内销为主，占比达到 90%；其次为零部件、白电。因此在贸易战导致的整体性风险偏好下降后，并未实际受到贸易战影响的子板块值得关注。

行业走势图



资料来源：贝格数据

主线二：存在一定出口比例，但主要以美国以外的区域（如欧洲、东南亚）出口为主的行业及公司

我们预计，在出口比例超过 40% 的家电子行业中，对美出口比例低于 40% 的行业，包括冰箱、彩电、洗碗机，上述品类美国出口占总产量比例约 10%~16%。从上市公司的角度来看，我们预计格力、美的、海尔整体对美出口占总收入比例均低于 10%，因此贸易战对于白电龙头的影响也十分有限。同时，苏泊尔出口以欧洲市场为主。而从汇率的角度看，如果在未来人民币兑美元贬值的过程中，也伴随着对其他货币贬值，则对美出口比例较小的出口型企业，不仅可能在贸易战受比预期损失要小，相反更可能获得货币贬值带来的汇兑等超预期收益。

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:贸易战短期影响估值，内部关注国改投资机会——2019W19 周观点》 2019-05-12
- 2 《家用电器-行业研究周报:财报季收官，提示关注白电龙头——2019W18 周观点》 2019-05-06
- 3 《家用电器-行业研究周报:板块持仓比例提升，关注回调后的白电龙头——2019W17 周观点》 2019-04-28

主线三：对美出口比例不低，但在海外具备生产基地的公司受贸易战影响相对可控

除了对美出口占收入比例较低以外，还有一类龙头企业可以通过并购、设立子公司生产基地、离岸贸易等方式去规避风险。在美国、墨西哥等地设有工厂或办事处等子公司，可通过迂回出口的方式规避高关税风险。

主线四：无法规避出口关税且其他国家产能替代性强的行业和企业受损；同时，由于中国对美进口商品加征关税，部分需要依赖美国进口的行业和企业也将受到影响

目前全球角度来看，中国家电制造能力在全球首屈一指，即使美国对中国展开贸易战，暂时也没有其他国家能够接替中国家电产能全球第一的地位，家电制造产能转移到东南亚地区尚需发展时日，中国家电制造企业受到竞争对手威胁的风险较低。同时，中国也发起了反制加税措施，对于需要依赖于进口零部件的家企业，进口关税上升可能带来原材料成本的上升。

投资建议：我们梳理贸易战后的投资主线，主要基于受影响的 4 个层次，推荐关注纯内销或内销比例高的行业和公司，厨电领域建议关注**老板电器、华帝股份、浙江美大**。同时，积极推荐对美出口比例整体可控的白电龙头**格力电器、美的集团、青岛海尔**，以及对美出口比例较低的苏泊尔。在海外具备制造基地的**三花智控、海信电器**相对受到影响较小。

此外，**新宝股份**虽然出口比例较高，但实际在 2000 亿美元贸易战清单中品类较少，同时全球替代产能稀缺，具备一定订单议价能力。若贸易战加税范围不再进一步扩大，也可积极关注。从政策面看，我们预计外部压力上升将进一步倒逼内部国企改革加速，推荐标的**海信家电、格力电器**，同时建议积极关注**长虹系**国改进展（长虹美菱破净，具备一定安全边际）。从汇率层面看，上述公司中，具备一定出口比例，但受贸易战影响较小的企业如**苏泊尔、新宝股份**等，未来有机会明显受益于人民币汇率贬值带来的财务费用改善。

风险提示：宏观经济波动风险；贸易战升级风险；原材料价格波动风险等。

近期受到贸易战因素持续发酵，板块及个股公司股价均有明显回调。在大跌之后可以买什么？我们从受贸易战影响程度从低到高的排序按照 4 条主线去分析：

主线一：全内销或者以内销为主的产业，例如厨电等

如果我们按照品类划分出口比例，以及对美出口比例的话，可以发现，事实上出口比例低于 40% 的行业包括洗衣机、油烟机、空调。

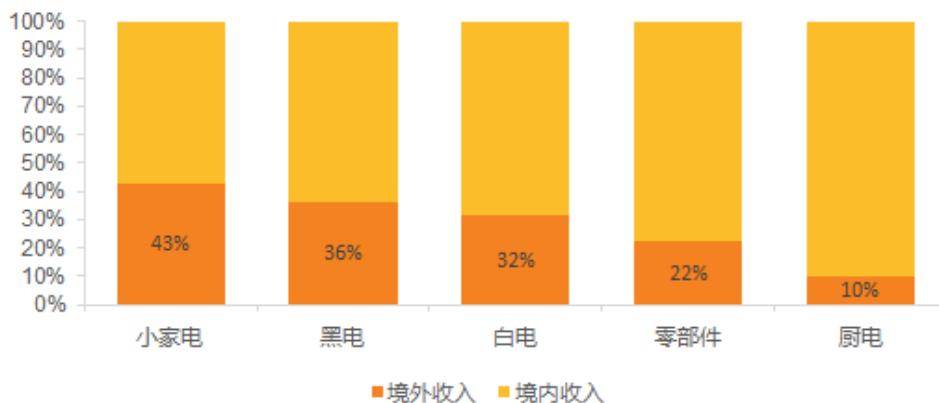
表 1：家电子行业出口比例情况

序号	商品名称	总产量（万台）	出口量（万台）	出口比例	对美出口占比 预估	对美出口占总 产量比例
1	空气净化器	1848	1763	95%	40%	38%
2	吸尘器	14940	12862	86%	35%	30%
3	微波炉	6824	5841	86%	29%	25%
4	电视	15164	9688	64%	25%	16%
5	洗碗机	517	386.4	75%	20%	15%
6	冰箱	7472	5249	70%	18%	13%
7	空调	14593	5790	40%	16%	6%
8	油烟机	2705	981.4	36%	10%	4%
9	洗衣机	6471	2380	37%	5%	2%

资料来源：海关总署，产业在线，天风证券研究所

单纯从板块收入占比上来看，厨电行业需求几乎是以内销为主，占比达到 90%；其次为零部件、白电。因此在贸易战导致的整体性风险偏好下降后，并未实际受到贸易战影响的子板块值得关注。

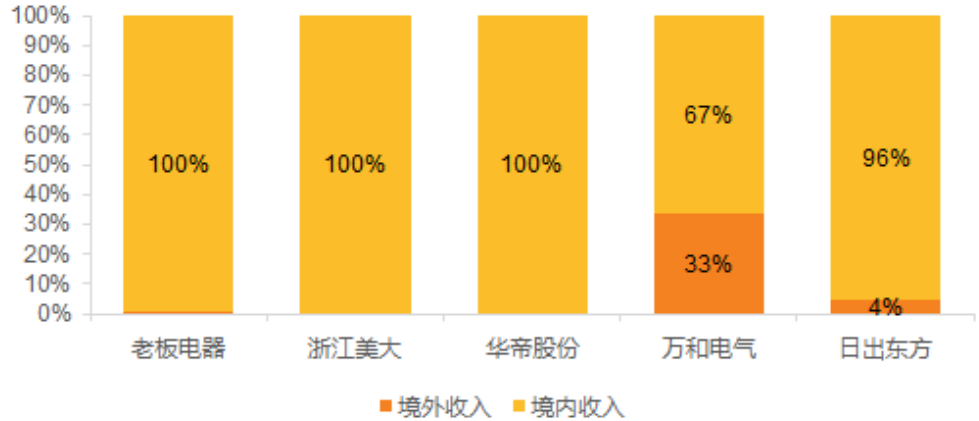
图 1：家电各子板块出口收入情况——厨电仅 10%



资料来源：公司财报，WIND，天风证券研究所

从具体公司来看，老板电器、华帝股份、浙江美大等重点公司收入几乎全部来自于内销市场，在并未受到贸易战实质性影响的同时，可能受益于潜在的国家内需刺激政策带来的边际改善。

图 2：老板、华帝、美的等厨电公司内销收入比例高



资料来源：公司财报，WIND，天风证券研究所

主线二：存在一定出口比例，但主要以美国以外的区域（如欧洲、东南亚）出口为主的行业及公司

我们预计，在出口比例超过 40% 的家电子行业中，对美出口比例低于 40% 的行业，包括冰箱、彩电、洗碗机，上述品类美国出口占总产量比例约 10%~16%。

表 2：上市公司受贸易战情况影响梳理

序号	商品名称	总产量（万台）	出口量（万台）	出口比例	对美出口占比 预估	对美出口占总 产量比例
1	空气净化器	1848	1763	95%	40%	38%
2	吸尘器	14940	12862	86%	35%	30%
3	微波炉	6824	5841	86%	29%	25%
4	电视	15164	9688	64%	25%	16%
5	洗碗机	517	386.4	75%	20%	15%
6	冰箱	7472	5249	70%	18%	13%
7	空调	14593	5790	40%	16%	6%
8	油烟机	2705	981.4	36%	10%	4%
9	洗衣机	6471	2380	37%	5%	2%

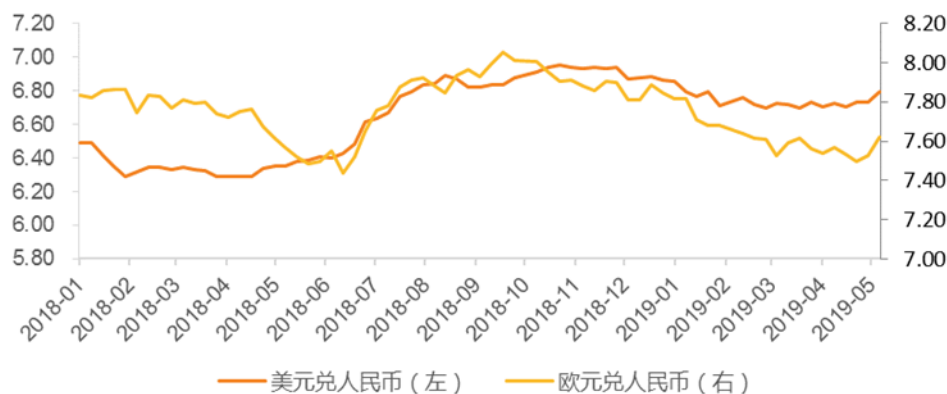
资料来源：公司财报，天风证券研究所

从上市公司的角度来看，我们预计格力、美的、海尔整体对美出口占总收入比例均低于 10%，因此贸易战对于白电龙头的影响也十分有限。

同时，苏泊尔出口以欧洲市场为主，我们预计对美整体出口比例也较小。

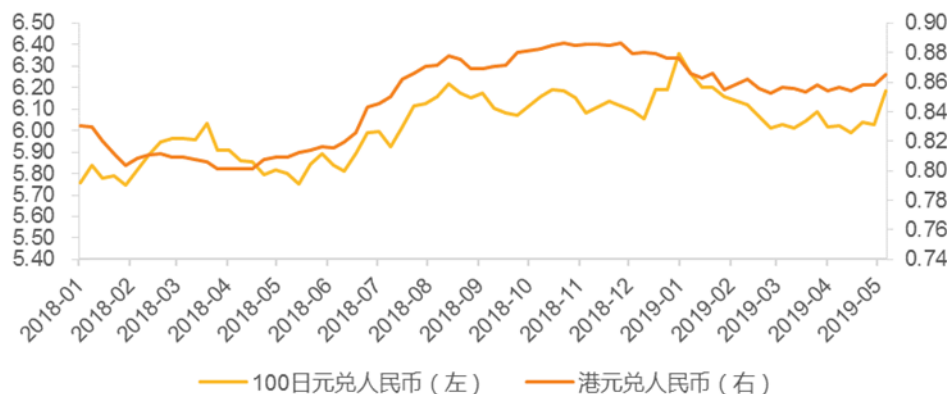
而从汇率的角度看，如果在未来人民币兑美元贬值的过程中，也伴随着对欧元、日元等其他货币贬值，则对美出口比例较小的出口型企业，不仅可能在贸易战受比预期损失要小，相反更可能获得货币贬值带来的汇兑等超预期收益。

图 3：美元及欧元对人民币汇率走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：日元及港元对人民币汇率走势



资料来源：wind，天风证券研究所

主线三：对美出口比例不低，但在海外具备生产基地的公司受贸易战影响相对可控

除了对美出口占收入比例较低以外，还有一类龙头企业可以通过并购、设立子公司生产基地、离岸贸易等方式去规避风险。在美国、墨西哥等地设有工厂或办事处等子公司，可通过迂回出口的方式规避高关税风险。例如，青岛海尔占据 GE 优势，在美国白电市场份额第一，且深耕研发、渠道、生产，甚至有望受益；我们认为三花智控在墨西哥有工厂，在美国也有子公司，目前对美国出口基本均从墨西哥直接出口，基本不会受到影响；海信、TCL 也均在墨西哥设有工厂，且我们认为海信的墨西哥基地的产能基本可覆盖美国地区的需求。

表 3：行业龙头可通过迂回出口规避风险

公司	设厂情况
格力电器	在美国有子公司，在巴西有生产基地
美的集团	在美国、新加坡、墨西哥等设有多个子公司
青岛海尔	在美洲拥有27个制造工厂；美国市场拥有GE
小天鹅	在新加坡设有子公司；可使用美的渠道
三花智控	在墨西哥、美国设有工厂
TCL多媒体	在墨西哥设有办事处子公司
海信电器	在墨西哥、美国设有工厂
爱仕达	出口以东南亚市场为主
新宝股份	在美国有子公司
苏泊尔	在新加坡有子公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

主线四：无法规避出口关税且其他国家产能替代性强的行业和企业受损；同时，由于中国对美进口商品加征关税，部分需要依赖美国进口的行业和企业也将受到影响

目前全球角度来看，中国家电制造能力在全球首屈一指，根据韩国电子信息通信产业振兴会 2017 年发布数据，全球主要家电产品生产量预计 7.5 亿台，其中中国制造占比高达 56%。其中，空净器中国制造占比全球预计 96.7%，空调占比 42%。这不只是装配成本更低的缘故，更多是产业集群的优势，目前来看，产能直接转移还有一定难度。

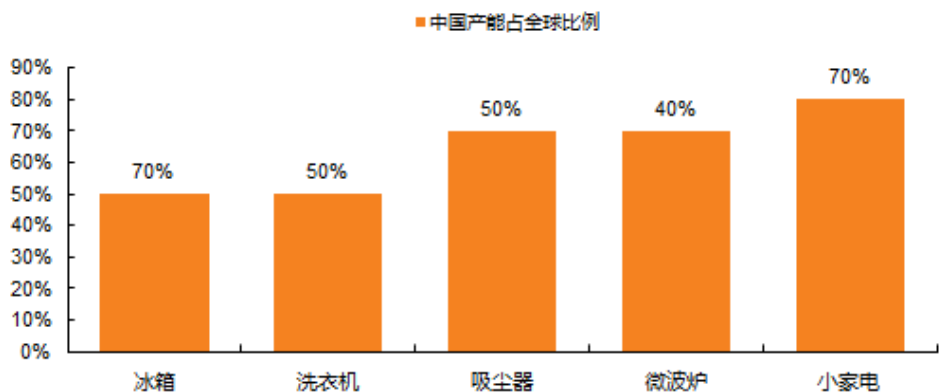
图 5：中国家电制造能力在全球首屈一指



资料来源：韩国电子信息通信产业振兴会，IHS，天风证券研究所

从行业上看，空气净化器、吸尘器、微波炉等行业虽然对美出口占比较高，但由于产能可替代性较差，最终通过转嫁成本降低影响的可能性较大。因此我们认为，即使美国对中国展开贸易战，暂时也没有其他国家能够接替中国家电产能全球第一的地位，家电制造产能转移到东南亚地区尚需发展时日，中国家电制造企业受到竞争对手威胁的风险较低。

图 6：中国家电产能占全球比例较高



资料来源：wind，天风证券研究所

同时，中国也发起了针对美国的反制加税措施，其中涉及到的家电品类包括空调、冰箱、彩电等大家电以及各类小家电及零部件品类。

表 4：中国对美进口产品征收额外关税涉及家电产品

加征关税	涉及进口品类
25%	炉灶、冷凝器、散热器、压缩机、油烟机、热泵、工业机器人、电子膨胀阀、电机、吸尘器、电动剃须刀、吹风机、微波炉、电烤箱、电磁炉、咖啡机、多士炉、电视机、灯具等。
20%	压缩机及风机零部件、空调、冰箱、净水器等。
10%	部分型号压缩机、冷藏箱、制冷零部件、热交换装置、料理机、部分电视机零件等。
5%	部分型号冷冻箱、太阳能热水器、部分电视零部件等。

资料来源：中国进出口管理中心，天风证券研究所

- 1) 对于国内具备足够替代产能的行业和公司来说，加征进口关税，将有利于提高本土相关行业及企业的竞争力，对冲一部分出口关税上升的影响。
- 2) 对于需要依赖于进口零部件的家电企业来说，进口关税上升可能带来原材料成本的上升，如进口压缩机、电视机零部件等价格上升将对整机企业产生一定程度影响。

此外，由于美国对于中国出口商品加税清单仍有约 3000 亿美元商品处于不确定状态，且清单内的商品加征关税后，成本若传导至终端价格，也可能对于美国居民实际消费需求产生一定程度影响。因此，我们认为投资主线二、三、四中所涉及的企业仍然可能受到上述不确定性因素带来的风险。

投资建议

我们梳理贸易战后的投资主线，主要基于受影响的 4 个层次，推荐关注纯内销或内销比例高的行业和公司，厨电领域建议关注**老板电器**、**华帝股份**、**浙江美大**。同时，积极推荐对美出口比例整体可控的白电龙头**格力电器**、**美的集团**、**青岛海尔**，以及对美出口比例较低的**苏泊尔**。此外，在海外具备制造基地的**三花智控**、**海信电器**相对受到影响较小。

此外，**新宝股份**虽然出口比例较高，但实际在 2000 亿美元贸易战清单中品类较少，同时全球替代产能稀缺，具备一定订单议价能力。若贸易战加税范围不再进一步扩大，也可积极关注。

从政策面看，我们预计外部压力上升将进一步倒逼内部国企改革加速，推荐标的**海信家电**、**格力电器**，同时建议积极关注长虹系国改进展（长虹美菱破净，具备一定安全边际）。

从汇率层面看，上述公司中，具备一定出口比例，但受贸易战影响较小的企业如**苏泊尔**、**新宝股份**等，未来有机会明显受益于人民币汇率贬值带来的财务费用改善。

附录

一、贸易战的时间回顾

图 7：贸易战的时间回顾



资料来源：美国国土安全部海关及边境保卫局，天风证券研究所

二、受影响的品类

表 5：第一批+第二批共计 500 亿美元加征 25%进口税涉及家电产品

行业	产品编号	中文描述	原文描述
白电	8418.69.01	冷藏或冷冻设备串联	Refrigerating or freezing equipment nesoi
	8421.91.60	离心机, 离心干衣机	Parts of centrifuges, including centrifugal dryers, nesoi
	8419.39.01	干衣机	Dryers, other than of a kind for domestic purposes, nesoi
厨卫	8422.19.00	除了家用以外的洗碗机	Dishwashing machines other than of the household type
	8419.11.00	燃气热水器	Instantaneous gas water heaters, nonelectric
	8419.19.00	储水式电热水器	Storage water heaters, nonelectric
小家电	8421.21.00	过滤或净水器	Machinery and apparatus for filtering or purifying water
	8421.22.00	过滤或净化器 (除了水以外)	Machinery and apparatus for filtering or purifying beverages other than water
	8421.29.00	液体过滤或净化器	Filtering or purifying machinery and apparatus for liquids, nesoi
	8421.39.80	气体过滤或净化器	Filtering or purifying machinery and apparatus for gases, other than intake air filters for internal combustion engines or catalytic conv.
	8422.20.00	瓶、容器清洗或烘干机	Machinery for cleaning or drying bottles or other containers
	8438.50.00	肉类或禽类加工机器	Machinery for the preparation of meat or poultry, nesoi
	8433.20.00	割草机等	Mowers nesoi, including cutter bars for tractor mounting
零部件	8414.80.20	气体压缩机	Gas compressors, nesoi
	8414.90.41	空气或气体压缩机部件	Parts of air or gas compressors, nesoi
	8414.30.40	制冷设备 (包括空调) 中不超过1/4马力的压缩机	Compressors of a kind used in refrigerating equipment (including air conditioning) not exceeding 1/4 horsepower
	8414.30.80	制冷设备 (包括空调) 中超过1/4马力的压缩机	Compressors of a kind used in refrigerating equipment (incl. air conditioning) exceeding 1/4 horsepower
	8421.99.00	液体、气体过滤或净化器部件	Parts for filtering or purifying machinery or apparatus for liquids or gases
	8501.20.20	37.5W-74.6W输出功率的通用AC/DC电机	Universal AC/DC motors of an output exceeding 37.5 W but not exceeding 74.6 W
	8501.20.50	735W-746W输出功率的通用AC/DC电机	Universal AC/DC motors of an output exceeding 735 W but under 746 W
	8501.20.60	超过746W输出功率的通用AC/DC电机	Universal AC/DC motors of an output of 746 W or more
	8501.31.20	37.5W-74.6W输出功率的通用直流电机, 串联	DC motors nesoi, of an output exceeding 37.5 W but not exceeding 74.6 W
	8501.31.50	735W-746W输出功率的通用直流电机, 串联	DC motors, nesoi, of an output exceeding 735 W but under 746 W
	8501.31.60	746W-750W输出功率的通用直流电机, 串联	DC motors nesoi, of an output of 746 W but not exceeding 750 W
	8419.50.10	翅片式铝板换热器	Brazed aluminum plate-fin heat exchangers
	8419.50.50	热交换器, 串联	Heat exchange units, nesoi
	8419.90.30	热交换器零部件	Parts of heat exchange units

资料来源：USTR，天风证券研究所

表 6：2000 亿美元最终征税清单中涉及家电产品

相关板块	编号	产品	产品
白电	8415.10.30等	窗口或壁挂式空调	Window or wall type air conditioning machines
	8415.20.00	车载空调	Air conditioning machines of a kind used for persons, in motor vehicles
	8415.81.01等	空调机	Air conditioning machines
	8418.10.00	配有外部门的冷藏冷冻箱	Combined refrigerator-freezers, fitted with separate external doors, electric or other
	8418.21.00等	冰箱	Refrigerators
	8418.99.40	用于冰箱、冰柜和其他冷藏或冷冻设备的门组件	Certain door assemblies for refrigerators, freezers and other refrigerating or freezing equipment
	8418.99.80	冰箱、冰柜和其他冷藏或冷冻设备零件	Parts for refrigerators, freezers and other refrigerating or freezing equipment, electric or other, nesoi; parts for heat pumps
	8451.10.00	干洗机	Dry-cleaning machines
小家电	8508.11.00等	吸尘器	Vacuum cleaners
	8508.70.00	吸尘器部件	Parts of vacuum cleaners
	8516.90.90	家用电热器具零件	Parts of electric instantaneous or storage water heaters and immersion heaters and other domestic electrothermic appliance, nesoi
	8516.90.25	电熨斗的外壳和钢制底座	Housings and steel bases for electric flat irons of subheading 8516.40
	8510.90.10等	剃须刀零件	Parts of shavers with self-contained electric motor
	8509.90.25等	家用地板抛光机零件	Parts of electromechanical domestic floor polishers
	8509.90.45等	家用电器零件	Parts of electromechanical domestic appliances nesoi
厨电	8516.60.40	家用电热炉灶，灶具和烤箱（不包括微波炉）	Electrothermic cooking stoves, ranges and ovens (excluding microwave ovens) of a kind used for domestic purposes
	8422.90.04	洗碗机门组件	Door assemblies for the dishwashing machines of subheading 8422.11
	8516.90.45等	家用微波炉零件	Parts of domestic microwave ovens
	8516.90.55等	家用电热炉灶零件	Parts of domestic electrothermic cooking stoves
	8516.90.85	家用电热烤箱外壳	Housings for domestic electrothermic toasters
	8509.80.20	家用厨房垃圾处理器	Electromechanical kitchen waste disposers (disposals), with self-contained electric motor, for domestic uses
黑电	8528.69.05等	彩色视频投影仪	color video projectors
	8528.72.04等	彩电接收设备	color tv reception apparatus
	8529.90.54	用于TV接收设备，彩色视频监视器和视频投影仪的平板屏幕组件	Flat panel screen assemblies for TV reception apparatus, color video monitors and video projectors
	8531.20.00	包含液晶设备（LCD）或发光二极管（LED）的显示板	Indicator panels incorporating liquid crystal devices (LCD's) or light emitting diodes (LED's)
	8540.11.10等	阴极射线电视显像管	Cathode-ray television picture tubes
	8540.11.24等	阴极射线电视和视频监视器管	Cathode-ray TV & video monitor tubes
	8528.49.15等	彩色视频监视器	color video monitors
零部件	8414.80.16	空气压缩机	Air compressors, nesoi
	8414.80.90	气体泵、压缩机和风扇	Air or gas pumps, compressors and fans, nesoi
	8501.40.20	37.5W-74.6W输出功率的单相AC电机	AC motors nesoi, single-phase, exceeding 37.5 W but not exceeding 74.6 W
	8501.40.40	74.6W-735W输出功率的单相AC电机	AC motors, nesoi, single-phase, exceeding 74.6 W but not exceeding 735 W
	8501.40.50	735W-746W输出功率的单相AC电机	AC motors, nesoi, single-phase, exceeding 735 W but under 746 W

资料来源：USTR，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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com