

行业研究/深度研究

2021年01月22日

行业评级:

机械设备

增持(维持)

**肖群稀** SAC No. S0570512070051  
研究员 0755-82492802  
xiaoqunxi@htsc.com

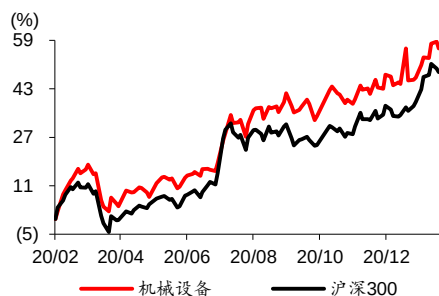
**时威** SAC No. S0570520080005  
研究员 shiwei013577@htsc.com

**关东奇来** SAC No. S0570519040003  
研究员 SFC No. BQ1170  
021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

相关研究

- 1《机械设备：电动趋势看中国，产能落地靠设备》2021.01
- 2《机械设备：行业周报（第二周）》2021.01
- 3《机械设备：行业周报（第一周）》2021.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 人民币升值对机械出口企业影响几何

## 定量分析汇率波动对机械出口企业的利润影响

**近年来机械出口营收占比约 20%，汇率波动影响营收/毛利率和汇兑损益**

2015-2019 年机械板块海外营收占比基本维持在 20%，缝制机械、油气装备、智能仪表及通用机械的海外营收占比相对更高，在 25%-45%之间。考虑到机械行业企业大多数经营非标品，签订订单、交付及付款的时点上汇率不同导致利润波动。我们认为，汇率对报表端影响主要体现在三种科目：1) 营业收入；2) 毛利率；3) 汇兑损益。本文选取机械设备行业 19 年出口收入占比超 30%的企业共 86 家用于定量分析汇率变化的影响。我们认为，汇率波动对出口链上机械设备主要公司或整体影响有限。

**营收：订单交付周期+外币计价为波动原因，汇率波动对需求影响有限**

出口企业如以外币结算，订单交付过程中如人民币升值，则对应的人民币收入会下降。但从需求角度分析，我们认为，人民币升值对机械设备行业出口需求影响有限，需求更多与外部市场经济活动景气度更加相关。据机械行业 86 家出口企业的样本分析，2017 年人民币汇率指数 (CFETS) 全年最大涨幅为 6.09%，但样本公司 2017 年算数平均增速为 174%，为 2016-2019 年间最高值。据 IMF，2017 年全球 GDP 实际增速为 3.81%，同为 2016-2019 年间的最高值，而美国制造业 PMI 新订单指数也表现出相同趋势。样本公司收入增速与全球 GDP 实际增速变化相吻合。

**毛利率：影响或存在时滞，20Q4 有望维稳，21 年或略承压，但整体可控**

据样本公司的数据分析，人民币升值对机械设备企业毛利率水平的影响或存在 6 个月时滞，且样本公司的毛利率同比变动幅度 (PCT) 与以人民币计价的外币变动幅度 (%) 具有强相关性。据此我们推断，由于人民币汇率自 20H2 起升值较为明显，20Q4 毛利率水平仍有望维持稳定，21H1 或承压，据测算，样本公司 2020Q1 及 Q2 毛利率水平或同比下降 0.7 pct 及 3.4 pct。据敏感性分析，如中性情况下 21H1 人民币同比升值 2%-4%，21H2 毛利率同比变化幅度为 -1.66~-3.26 pct，波动或整体可控。

**汇兑损益：21 年人民币汇率基数已不低，套期保值或进一步对冲波动**

据样本公司的数据分析，半年度汇兑损益与人民币汇率半年度环比变动高度相关，但汇兑损益差异小于人民币汇率变化，主要系海外收入占比较高的公司通常使用套期保值工具对冲汇率波动。华泰宏观团队在 2020 年 11 月 16 日《2021 宏观展望》中指出：2021 年底美元兑人民币汇率预测值为 6.47，较 2020 年底水平有约 2% 的升值空间。21 年人民币升值幅度或有限，21 年汇兑损益或因此受影响较小。据敏感性分析，如外币对应人民币汇率贬值区间在 2%-4% 区间内，样本公司整体的汇兑损失/营收或在 0.27%-0.53% 之间。

**汇率波动对出口链上机械设备主要公司或整体影响有限**

据测算，2021Q2 毛利率同比变动较大的样本公司主要系其毛利率水平不高，波动影响更明显。但出口链相关主要设备公司 (巨星科技、春风动力、捷昌驱动、八方股份、浙江鼎力、杰克股份) 2021H1 的毛利率同比变动幅度上限均值为 -0.92 pct，2021Q2 最大值为 -2.52 pct。考虑到龙头具有更强的产业链议价能力，有望优化品类/客户/成本管控使毛利率的波动更小，同时有望通过套保工具以减少汇兑损益。我们认为，汇率波动对该类龙头公司影响有限。

风险提示：测算结果与实际结果或有偏差，汇率波动超预期，套期保值交易方向错误。

## 正文目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 中国出口地域分布趋于分散，机械设备出口营收占比约 20%.....         | 4  |
| 人民币升值对出口机械企业的影响为营收/毛利率和汇兑损益.....          | 5  |
| 营业收入：订单交付周期+外币计价波动原因.....                 | 5  |
| 毛利率：销售定价策略+营收变化共同作用.....                  | 6  |
| 汇兑损益：单边升值直接影响当期汇兑损益.....                  | 6  |
| 复盘：2017 年人民币单边升值对机械设备行业的影响.....           | 7  |
| 营业收入：人民币升值对机械设备出口需求影响或有限.....             | 8  |
| 毛利率分析：人民币升值影响或存在时滞，毛利率水平或承压.....          | 8  |
| 汇兑损益分析：人民币升值影响当期汇兑损益，但套期保值或对冲波动.....      | 10 |
| 敏感性分析：2020 下半年人民币升值对机械行业企业的影响.....        | 12 |
| 毛利率水平：2020Q4 有望维持平稳，2021 年或略承压，但整体可控..... | 12 |
| 汇兑损益：20 年有望确认部分影响，21 年人民币汇率基数已不低.....     | 14 |
| 解析：常见的套期保值做法的报表端处理.....                   | 15 |
| 方法一：认定为金融工具而非套期工具.....                    | 15 |
| 方法二：公允价值套期.....                           | 16 |
| 方法三：现金流量套期.....                           | 16 |
| 风险提示.....                                 | 17 |

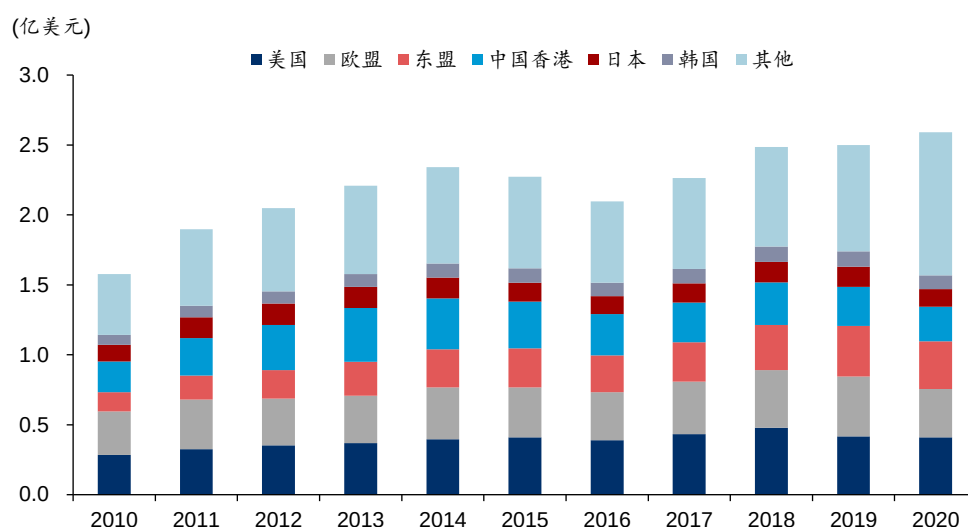
## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 中国大陆出口额的各地区占比 .....                                  | 4  |
| 图表 2: 2015-2019 年机械设备行业（申万+中信分类并集）分板块海外营收占比 .....          | 4  |
| 图表 3: 人民币汇率变化在生产经营各个阶段对报表科目的影响示意图 .....                    | 5  |
| 图表 4: 汇率变化对营业收入科目的影响 .....                                 | 5  |
| 图表 5: 人民币升值对毛利率的影响情况 .....                                 | 6  |
| 图表 6: 汇率变化对汇兑损益科目的影响 .....                                 | 6  |
| 图表 7: 2014.10-2021.1 美元兑人民币的汇率走势图 .....                    | 7  |
| 图表 8: 样本公司列表 .....                                         | 7  |
| 图表 9: 2016-2019 年机械设备样本公司整体海外营收同比增速情况 .....                | 8  |
| 图表 10: 2016-2019 年美国制造业 PMI 新订单指数 .....                    | 8  |
| 图表 11: 2012-2019 年世界 GDP 实际增速 .....                        | 8  |
| 图表 12: 2016Q2-2019Q2 样本公司毛利率水平及人民币指数（CFETS）倒数关系 ....       | 9  |
| 图表 13: 样本公司的毛利率同比变动幅度（PCT）与以人民币计价的外币变动幅度（%）<br>的回归结果 ..... | 10 |
| 图表 14: 2015 年 1 月-2020 年 12 月 PPI 指数 .....                 | 10 |
| 图表 15: 2015 年 1 月-2020 年 12 月钢材价格指数 .....                  | 10 |
| 图表 16: 单位海外营收下的汇兑损益与人民币汇率环比变化高度相关 .....                    | 11 |
| 图表 17: 汇兑损益/海外营收与汇率变动的回归分析 .....                           | 11 |
| 图表 18: 根据回归关系预测 2021H1 机械行业出口公司平均毛利率或承压 .....              | 12 |
| 图表 19: 2021H1 机械行业出口公司平均毛利率详细预测数据 .....                    | 12 |
| 图表 20: 2021Q3 及 Q4 样本公司平均毛利率水平敏感性分析（%） .....               | 13 |
| 图表 21: 部分样本公司测算毛利率同比变化一览 .....                             | 13 |
| 图表 22: 机械设备出口链相关主要公司毛利率水平变化测算 .....                        | 14 |
| 图表 23: 2020 年下半年样本公司汇兑损失/营收预测 .....                        | 14 |
| 图表 24: 2021 年汇兑损益/营收相对以人民币计价外币汇率变动敏感性分析 .....              | 14 |
| 图表 25: 公允价值套期与现金流量套期会计处理方法 .....                           | 15 |

## 中国出口地域分布趋于分散，机械设备出口营收占比约 20%

中国出口分布趋于分散，欧美占比减少，东南亚占比提升。据海关总署数据，2010-2020 年中国大陆对欧美的出口占比从 37.69% 下降至 29.19%，对东盟的出口额占比由 8.77% 提升至 13.17%。其他地区出口额占比稳步提高，中国出口分布更趋于分散。

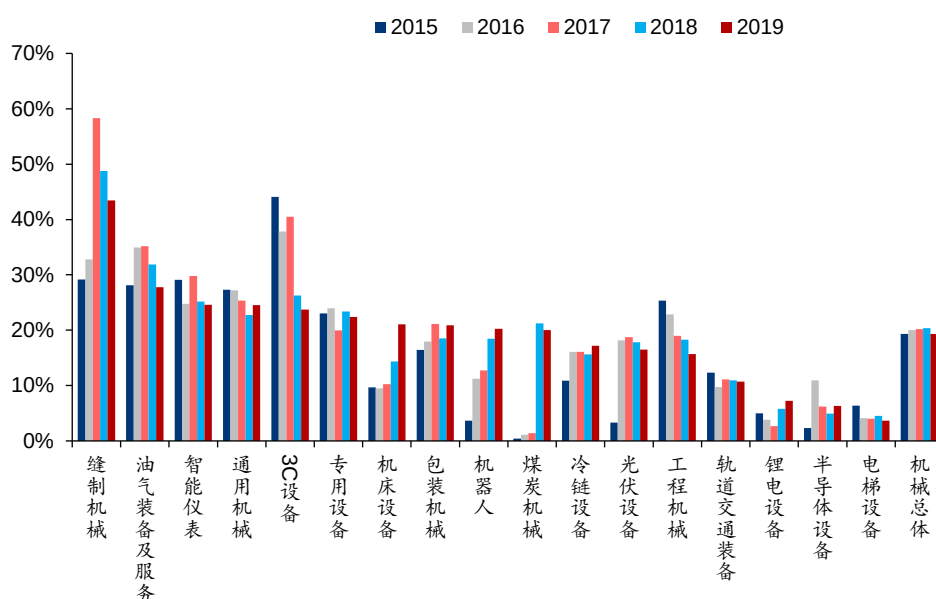
图表1：中国大陆出口额的各地区占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2015-2019 年机械设备出口营收占比相对比较稳定，占比约 20%。据 Wind，2015-2019 年机械板块海外营收占比基本维持在 20%，缝制机械、油气装备、智能仪表及通用机械的海外营收占比在机械板块中相对更高。锂电设备、半导体设备、电梯设备和轨交设备的海外营收占比相对更低。

图表2：2015-2019 年机械设备行业（申万+中信分类并集）分板块海外营收占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

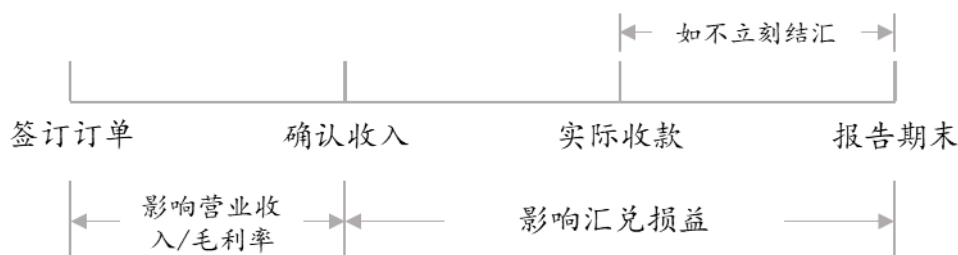
## 人民币升值对出口机械企业的影响为营收/毛利率和汇兑损益

这一章，我们会重点分析人民币升值对出口机械企业常见的报表端影响及其理论成因。考虑到机械行业企业大多数经营非标品，从签订订单到交付过程中存在时间差，且由于外贸出口存在物流运输时间，因此在从确定销售价格到实际获得货款确认现金流两个时点的汇率或存在差异。这一汇率变化将会体现在机械设备企业的财务报表上。

我们认为，人民币升值对以外币结算的出口企业的报表端影响主要体现在三种科目：1) 营业收入，2) 毛利率，3) 汇兑损益。

- 1、人民币的持续升值或导致以外币结算的机械设备公司的出口营业收入低于人民币汇率维持稳定的状态，主要系外币的销售价格于签订订单时即确定，而实际报表端确认收入时使用的折算汇率为交付日当天的汇率，签订订单至交付日中间的人民币升值幅度或影响以人民币计算的营业收入。
- 2、考虑到大多数机械行业企业的销售定价为成本加成，因此多于订单签订时以目标毛利率水平测算以外币计价的价格水平，如在交付时人民币已升值，则会导致以本币计价的出口收入的毛利率水平低于以外币计价的水平。
- 3、汇兑损益的主要组成有两方面：1) 由于客户大多具有一段时期的账期，因此货物交付且确认收入后，收入先进应收账款科目，在实际付款后才将应收账款转为银行存款；2) 期末与获得货款现金流入当日的汇率差异。

图表3：人民币汇率变化在生产经营各个阶段对报表科目的影响示意图



资料来源：华泰证券研究所

## 营业收入：订单交付周期+外币计价为波动原因

订单签订时点与收入确认时点汇率的差异导致营业收入的差异。机械设备处于制造业的中游，以 2B 的非标准品经营为主，2B 及非标准品的特点即为无备货，具备订单交付周期。根据《国际会计准则》要求，外币交易初次确认时按交易日的汇率将外币金额换算成本币予以记录。若某机械设备公司与国外厂商签订出口协议，并约定支付外币  $I_1$  的货款。签订订单时点的即期汇率为 1FC (Foreign Currency, 外币, 下同) =  $e_1$  人民币元，在交付周期内人民币持续升值，至确认收入时即期汇率为 1FC =  $e_2$  人民币元。交付完成时进行初次确认，入账价值为  $I_1 \times e_2$  元，计入应收账款科目汇率，较汇率处于稳定状态下的营业收入更低，表现为利润表的营收减少了  $I_1 \times (e_2 - e_1)$  元，减少的幅度与人民币期间升值幅度一致。

图表4：汇率变化对营业收入科目的影响

| 时点     | 即期汇率  | 营业收入（以本币计价）              |
|--------|-------|--------------------------|
| 签订订单   | $e_1$ | $I_1 \times e_1$         |
| 确认收入   | $e_2$ | $I_1 \times e_2$         |
| 营业收入波动 |       | $I_1 \times (e_2 - e_1)$ |

资料来源：华泰证券研究所

### 毛利率：销售定价策略+营收变化共同作用

机械设备行业普遍采用成本加成定价策略。机械行业大多数企业产品的销售定价方法为成本加成，出口时设定目标毛利率来测算以外币计价的价格水平。从签订订单至确认收入期间，由于人民币升值致利润表营业收入的减少，使得以本币计价的毛利率水平低于以外币计价的毛利率水平。

图表5：人民币升值对毛利率的影响情况

$$\text{毛利率} \downarrow = \frac{\text{营业收入} \downarrow - \text{营业成本}}{\text{营业收入} \downarrow} = \frac{(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{产量}}{\text{营业收入} / \text{产量}} = \frac{\text{销售价格} - \text{单位成本}}{\text{销售价格}}$$

$$\text{销售定价} = \frac{\text{单位成本}}{1 - \text{目标毛利率}}$$

资料来源：华泰证券研究所

### 汇兑损益：单边升值直接影响当期汇兑损益

汇兑损益主要受当期汇率变动影响。根据《国际会计准则》要求，在确认收入后，由于本币汇率波动产生的汇兑差额，在形成的当期确认为汇兑损益，计入当期的财务费用，并在报告期财务费用各明细项目中单独列示。汇兑损益划分为两类：1) 来自于账期内人民币的升值。继续以上文为例，由于客户大多具有账期，确认收入和实际收款之间存在时间差。假设实际收款时即期汇率为  $1\text{FC}=e_3$  人民币元。那么实际收款后转入银行存款科目记录为  $I_1 \times e_3$  元，期间形成汇兑差额  $I_1 \times (e_3 - e_2)$  元。2) 来自于结汇期内人民币的升值。若未结汇，且报告期末即期汇率为  $1\text{FC}=e_4$  人民币元，期间产生的汇兑差额  $I_1 \times (e_4 - e_3)$  同样计入损益；如结汇时点汇率为  $1\text{FC}=e_5$  人民币元，期间产生的汇兑差额  $I_1 \times (e_5 - e_4)$  计入损益。

图表6：汇率变化对汇兑损益科目的影响

| 时点   | 即期汇率  | 收入（以本币计价）                                            | 汇兑损益                     |
|------|-------|------------------------------------------------------|--------------------------|
| 确认收入 | $e_2$ | $I_1 \times e_2$                                     | 0                        |
| 实际收款 | $e_3$ | $I_1 \times e_3$                                     | $I_1 \times (e_3 - e_2)$ |
| 报告期末 | $e_4$ | $I_1 \times e_4$                                     | $I_1 \times (e_4 - e_3)$ |
| 结汇   | $e_5$ | $I_1 \times e_5$                                     | $I_1 \times (e_5 - e_3)$ |
| 总计   |       | $I_1 \times (e_5 - e_2)$ or $I_1 \times (e_4 - e_2)$ |                          |

资料来源：华泰证券研究所



## 复盘：2017 年人民币单边升值对机械设备行业的影响

上一轮人民币大幅单边升值发生于 2017 年，我们期望通过上一轮人民币单边升值的过程来分析机械设备行业在其中可能受到的影响。从人民币兑美元（CFETS）的近 5 年走势来看，上一轮人民币大幅单边升值发生于 2017 年。汇率自 2017 年 1 月 3 日的 6.96 CNY/USD 至 2018 年 2 月 6 日的 6.26 CNY/USD，2017 年整年人民币均处于单边升值状态，全年兑美元共升值 7.07%。本轮人民币升值自 2020 年 5 月 28 日启动至 2020 年 12 月 31 日，人民币兑美元共升值 8.66%，相比上一轮幅度更大，时间更短。

图表7： 2014.10-2021.1 美元兑人民币的汇率走势图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**样本选取：机械设备行业 2019 年出口收入占比超 30% 的企业。**我们选取申万机械+中信机械分类下公司的并集，并筛选出其中 2019 年出口收入占总收入超过 30% 以上的企业作为样本，用以分析人民币单边升值对机械设备行业的影响。共选取具备完善数据的公司共计 86 家。

图表8： 样本公司列表

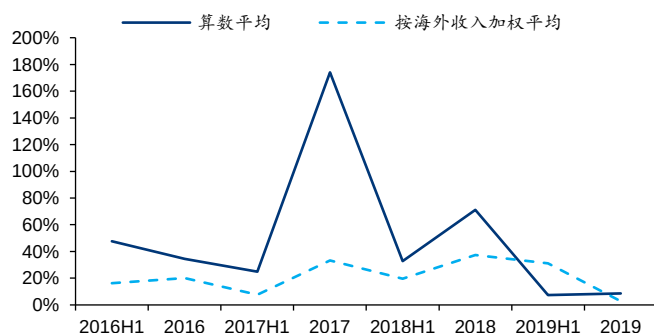
| 股票代码      | 证券简称 | 股票代码      | 证券简称   | 股票代码      | 证券简称   | 股票代码      | 证券简称  | 股票代码      | 证券简称 |
|-----------|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|-------|-----------|------|
| 002795 CH | 永和智控 | 600150 CH | 中国船舶   | 002931 CH | 锋龙股份   | 002595 CH | 豪迈科技  | 300341 CH | 麦克奥迪 |
| 603617 CH | 君禾股份 | 002150 CH | 通润装备   | 603699 CH | 纽威股份   | 300278 CH | 华昌达   | 600843 CH | 上工申贝 |
| 002444 CH | 巨星科技 | 300126 CH | 锐奇股份   | 300362 CH | 天翔环境   | 600320 CH | 振华重工  | 603667 CH | 五洲新春 |
| 300483 CH | 首华燃气 | 603556 CH | 海兴电力   | 002337 CH | 赛象科技   | 300718 CH | 长盛轴承  | 300464 CH | 星徽股份 |
| 002871 CH | 伟隆股份 | 300293 CH | 蓝英装备   | 300179 CH | 四方达    | 002105 CH | 信隆健康  | 300521 CH | 爱司凯  |
| 002779 CH | 中坚科技 | 603339 CH | 四方科技   | 002483 CH | 润邦股份   | 603283 CH | 赛腾股份  | 300509 CH | 新美星  |
| 603076 CH | 乐惠国际 | 000901 CH | 航天科技   | 300382 CH | 斯莱克    | 603486 CH | 科沃斯   | 002353 CH | 杰瑞股份 |
| 300151 CH | 昌红科技 | 603131 CH | 上海沪工   | 300720 CH | 海川智能   | 001696 CH | 宗申动力  | 600302 CH | 标准股份 |
| 603583 CH | 捷昌驱动 | 002870 CH | 香山股份   | 600545 CH | 卓郎智能   | 603337 CH | 杰克股份  | 002884 CH | 凌霄泵业 |
| 603090 CH | 宏盛股份 | 603308 CH | 应流股份   | 601890 CH | 亚星锚链   | 002554 CH | 惠博普   | 300391 CH | 康跃科技 |
| 603277 CH | 银都股份 | 000816 CH | 智慧农业   | 603338 CH | 浙江鼎力   | 300193 CH | 佳士科技  | 002532 CH | 天山铝业 |
| 002520 CH | 日发精机 | 603800 CH | 道森股份   | 300629 CH | 新劲刚    | 603611 CH | 诺力股份  | 601717 CH | 郑煤机  |
| 603626 CH | 科森科技 | 002613 CH | 北玻股份   | 300008 CH | 天海防务   | 300084 CH | 海默科技  | 603289 CH | 泰瑞机器 |
| 002593 CH | 日上集团 | 300445 CH | 康斯特    | 603656 CH | 泰禾智能   | 300103 CH | 达刚控股  | 600592 CH | 龙溪股份 |
| 603985 CH | 恒润股份 | 688006 CH | 杭可科技   | 601399 CH | ST 国重装 | 002021 CH | ST 中捷 | 002278 CH | 神开股份 |
| 002282 CH | 博深股份 | 600499 CH | 科达制造   | 300724 CH | 捷佳伟创   | 002026 CH | 山东威达  | 002833 CH | 弘亚数控 |
| 300260 CH | 新莱应材 | 600860 CH | *ST 京城 | 300154 CH | 瑞凌股份   | 603187 CH | 海容冷链  | 603088 CH | 宁波精达 |
| 002611 CH | 东方精工 |           |        |           |        |           |       |           |      |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 营业收入：人民币升值对机械设备出口需求影响或有限

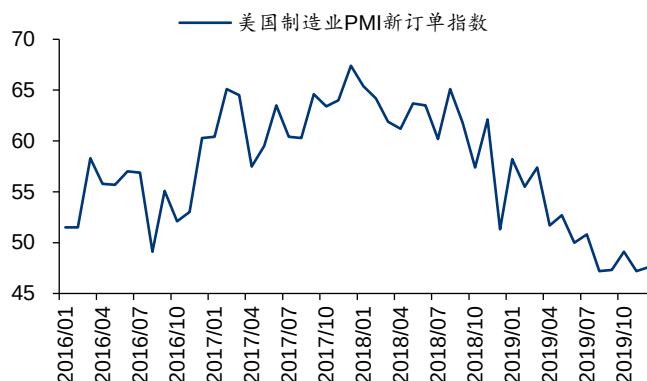
我们认为，人民币升值对机械设备行业出口需求影响有限，需求更多与外部市场经济活动景气度更加相关。据 86 家样本分析，2017 年全年以人民币为基准计算的样本公司平均海外营收同比增速水平较高，全年算数平均同比增速为 174%，按海外收入加权平均同比增速为 33.28%，营收规模较小的企业表现出更高的海外收入增速弹性。据 IMF，2017 年全球 GDP 实际增速为 3.81%，为 2012-2019 年间的最高值，而美国制造业 PMI 新订单指数也表现出相同趋势。因此我们判断，人民币升值对机械设备行业海外营收的影响有限。

图表9： 2016-2019 年机械设备样本公司整体海外营收同比增速情况



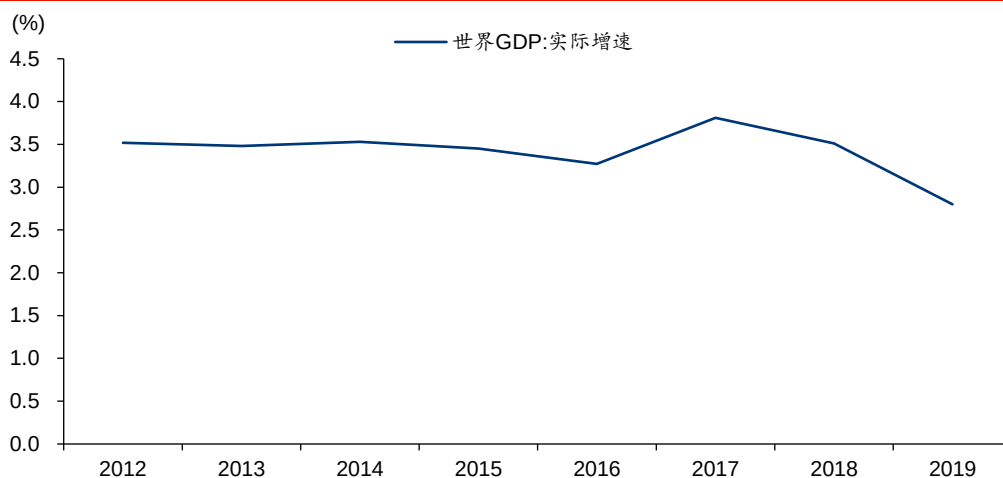
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 2016-2019 年美国制造业 PMI 新订单指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2012-2019 年世界 GDP 实际增速



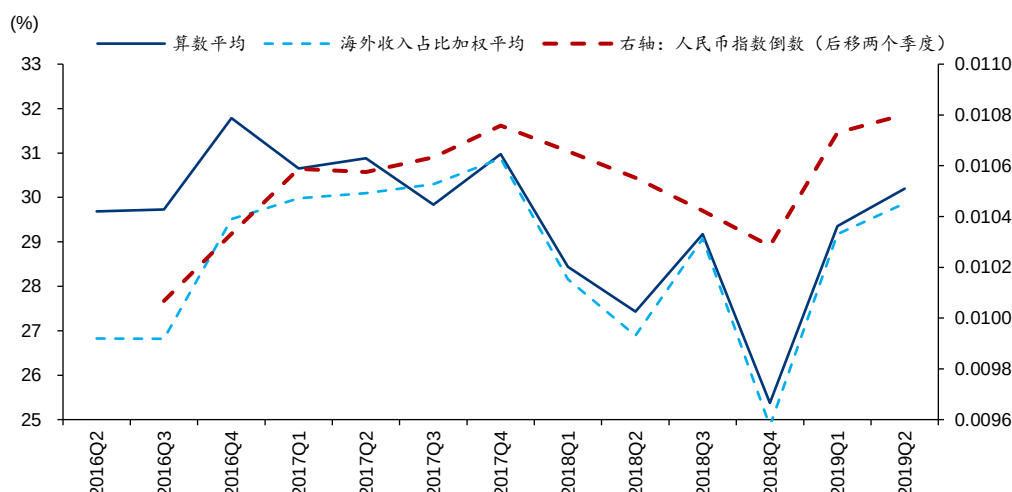
资料来源：IMF，华泰证券研究所

### 毛利率分析：人民币升值影响或存在时滞，毛利率水平或承压

人民币升值对机械设备企业毛利率水平的影响或存在 6 个月时滞。根据我们对样本公司 2016Q2-2019Q2 这 13 个季度毛利率水平与人民币外汇指数变化的分析，可以看出，人民币升值对机械设备企业毛利率水平的影响或存在 6 个月的时滞。我们认为，主要原因或在于机械设备订单的平均交付周期或为 6 个月左右，某一时点订立的订单价格的收入确认时间在平均 6 个月左右，因此实际影响的是 6 个月后的营业收入水平，对应影响毛利率水平。



图表12: 2016Q2-2019Q2 样本公司毛利率水平及人民币指数 (CFETS) 倒数关系



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从样本数据看及理论推导均可得出, 毛利率变化幅度和人民币汇率变化幅度高度相关。理论推导分析, 可得出毛利率同比变动幅度 (PCT) 与以人民币计价的外币变动幅度 (%) 正相关, 公式推导如下:

假设:  $\text{营收}_t = \text{营收}_{t-1} \times (1 + \text{外币汇率同比}\%)$ ;  $\text{成本}_t = \text{成本}_{t-1}$ ; 其中  $t$  为计算外币汇率同比变动的当期,  $t-1$  为计算外币汇率同比变动的基期。

$$\begin{aligned} \text{毛利率}_t - \text{毛利率}_{t-1} &= \left(1 - \frac{\text{成本}_t}{\text{营收}_t}\right) - \left(1 - \frac{\text{成本}_{t-1}}{\text{营收}_{t-1}}\right) = \frac{\text{成本}_{t-1}}{\text{营收}_{t-1}} - \frac{\text{成本}_t}{\text{营收}_{t-1} \times (1 + \text{外币汇率}\%)} \\ &= \frac{\text{成本}_{t-1} \times (1 + \text{外币汇率}\%) - \text{成本}_t}{\text{营收}_{t-1} \times (1 + \text{外币汇率}\%)} \\ &= \frac{\text{成本}_{t-1} \times \text{外币汇率}\%}{\text{营收}_{t-1} \times (1 + \text{外币汇率}\%)} \end{aligned}$$

$$\text{即: } \Delta \text{毛利率}_t = \frac{\text{成本}_t}{\text{营收}_t} \times \text{外币汇率}\% = (1 - \text{毛利率}_t) \times \text{外币汇率}\%$$

$$\therefore \text{外币汇率}\% = \frac{\Delta \text{毛利率}_t}{1 - \text{毛利率}_t}$$

从样本数据分析, 样本公司的毛利率同比变动幅度 (PCT) 与以人民币计价的外币变动幅度 (%) 的相关系数为 0.86, 具有强相关性。且通过回归可得, 毛利率同比变动幅度 (PCT) 与以人民币计价的外币变动幅度 (%) 的系数为 0.85, Adjusted R-Square 为 55.8%, 统计学意义表示样本公司的毛利率同比变动幅度 (PCT) 中有 55.8% 归因于汇率的变动。

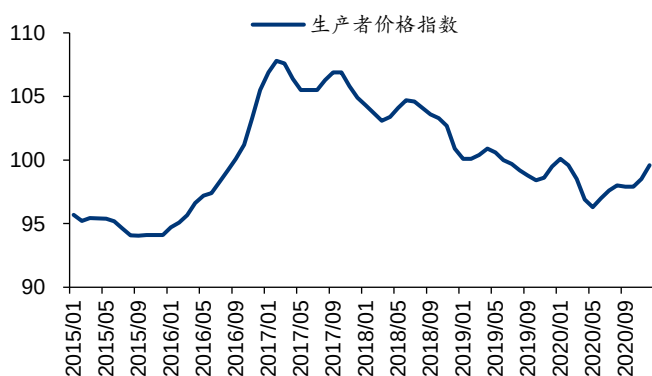
图表13： 样本公司毛利率同比变动幅度（PCT）与以人民币计价的外币变动幅度（%）的回归结果

| 回归统计              |              |          |          |          |                |          |
|-------------------|--------------|----------|----------|----------|----------------|----------|
| Multiple R        | 0.81801      |          |          |          |                |          |
| R Square          | 0.66914      |          |          |          |                |          |
| Adjusted R Square | 0.558029     |          |          |          |                |          |
| 标准误差              | 0.018952     |          |          |          |                |          |
| 观测值               | 10           |          |          |          |                |          |
| 方差分析              |              |          |          |          |                |          |
|                   | df           | SS       | MS       | F        | Significance F |          |
| 回归分析              | 1            | 0.006538 | 0.006538 | 18.20185 | 0.002737651    |          |
| 残差                | 9            | 0.003233 | 0.000359 |          |                |          |
| 总计                | 10           | 0.009771 |          |          |                |          |
|                   |              |          |          |          |                |          |
|                   | Coefficients | 标准误差     | t Stat   | P-value  | 下限 95.0%       | 上限 95.0% |
| Intercept         | 0            |          |          |          |                |          |
| 外币变化%             | 0.848414     | 0.198861 | 4.266362 | 0.002091 | 0.398558606    | 1.298269 |

资料来源：华泰证券研究所

毛利率<sub>t</sub>可大致认为是2017Q1-2019Q2样本公司平均毛利率的10个观测值的平均值29%。结合公式推导分析，其参数0.85与公式推导出的 $(1 - \text{毛利率}_t) = 1 - 29\% = 0.71$ 有差异。我们认为原因主要系，在同时段存在原材料涨价影响，导致成本也有一定程度上升，致第二个假设或不成立，因此具有一定程度出入。

图表14： 2015 年 1 月-2020 年 12 月 PPI 指数



资料来源：华泰证券研究所

图表15： 2015 年 1 月-2020 年 12 月钢材价格指数

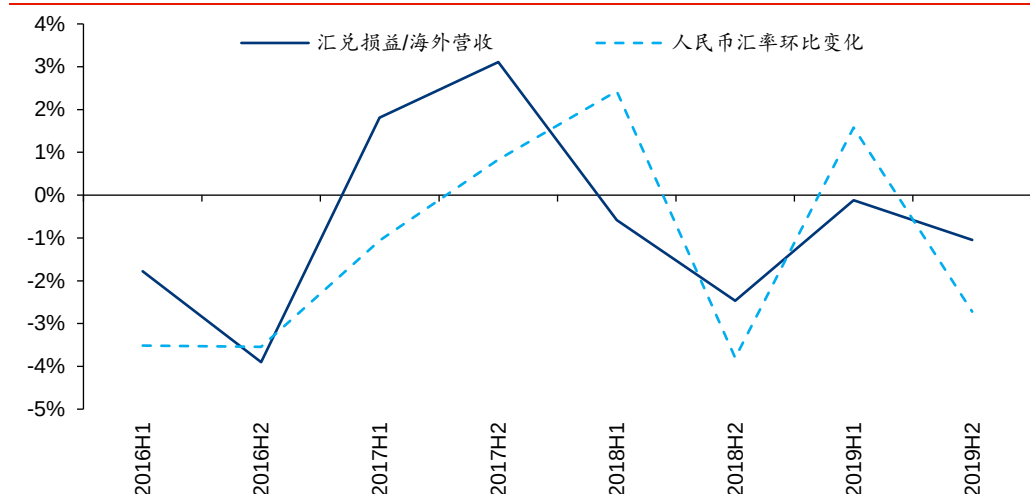


资料来源：华泰证券研究所

### 汇兑损益分析：人民币升值影响当期汇兑损益，但套期保值或对冲波动

当期汇兑损益与人民币汇率环比变动高度相关。根据我们对样本公司数据分析，机械设备公司半年度的汇兑损益/海外营收比率的均值与人民币汇率半年度环比变化高度正相关。使用单位海外营收对应的汇兑损益主要为剔除海外收入变化对汇兑损益的影响，使用人民币汇率环比变化主要为和汇兑损益会计科目的期间值意义保持一致。总结发现，半年度汇兑损益和半年度人民币汇率环比变化呈正相关关系，相关系数为0.64。

图表16： 单位海外营收下的汇兑损益与人民币汇率环比变化高度相关



资料来源：Wind，华泰证券研究所

汇兑损益波动幅度小于人民币汇率变化，我们认为，主要系海外收入占比较高的公司通常使用套期保值工具对冲汇率波动。我们对汇兑损益与汇率变动做进一步回归分析，可得“汇兑损益/海外收入”与“以人民币计价的外币环比波动”负相关，且常数系数为-0.54，大于-1，表明汇兑损益/海外营收的波动幅度小于汇率环比变化的波动幅度。考虑到我们使用的汇率为半年度的平均汇率而非期末时点汇率，因此剔除由于结汇时点差异对波动幅度削弱的原因。我们认为，该结论的主要原因为海外收入占比较高的公司有效使用套期保值工具对冲汇率波动，从回归常数系数上来看，样本公司 45.4% 的汇率波动被套保工具对冲。

图表17： 汇兑损益/海外营收与汇率变动的回归分析

| 回归统计              |              |        |         |         |                |          |
|-------------------|--------------|--------|---------|---------|----------------|----------|
| Multiple R        | 0.6738       |        |         |         |                |          |
| R Square          | 0.4540       |        |         |         |                |          |
| Adjusted R Square | 0.3112       |        |         |         |                |          |
| 标准误差              | 0.0174       |        |         |         |                |          |
| 观测值               | 8            |        |         |         |                |          |
|                   |              |        |         |         |                |          |
| 方差分析              |              |        |         |         |                |          |
|                   | df           | SS     | MS      | F       | Significance F |          |
| 回归分析              | 1            | 0.0018 | 0.0018  | 5.8207  | 0.0524         |          |
| 残差                | 7            | 0.0021 | 0.0003  |         |                |          |
| 总计                | 8            | 0.0039 |         |         |                |          |
|                   |              |        |         |         |                |          |
|                   | Coefficients | 标准误差   | t Stat  | P-value | 下限 95.0%       | 上限 95.0% |
| 截距                | 0            |        |         |         |                |          |
| 以人民币计价的外币汇率变动     | -0.5420      | 0.2246 | -2.4126 | 0.0466  | -1.0731        | -0.0108  |

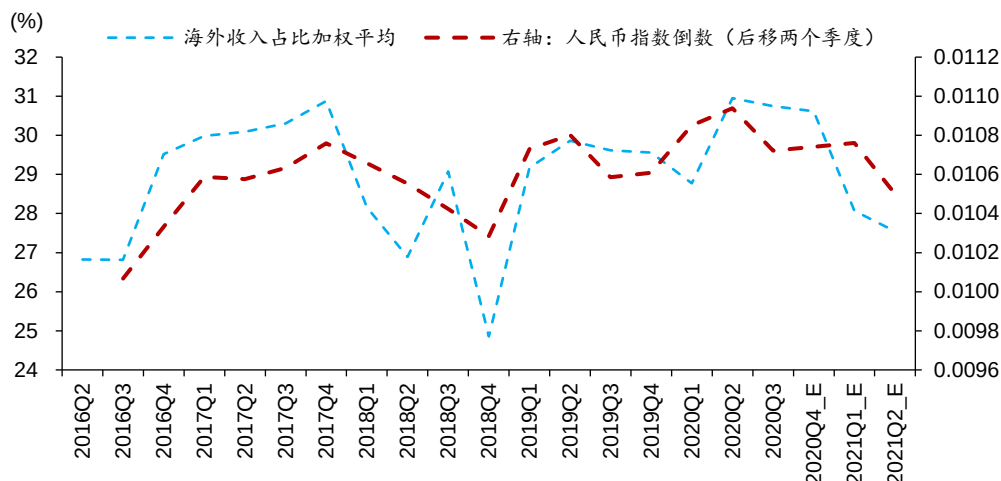
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 敏感性分析：2020 下半年人民币升值对机械行业企业的影响

### 毛利率水平：2020Q4 有望维持平稳，2021 年或略承压，但整体可控

由于 2020H2 人民币汇率升值幅度较为明显，2021H1 机械设备出口企业毛利率水平或承压。据 Wind，2020H2 人民币平均汇率(CFETS)同比提升 2.45%，其中 2020Q4 同比提升 4.18%。同时考虑到上一章中的结论，机械设备出口企业毛利率水平变化反应相比汇率波动或滞后 6 个月，因此，我们判断，2020Q4 机械设备出口企业毛利率水平或保持稳定，但 2021H1 毛利率同比或略有承压。据回归出的公式 ( $\Delta$ 毛利率 pct =  $0.84 * \text{外币汇率变化}\%$ ) 测算，假设 2020H2 及 2021 年机械设备公司出口营收占比与 2020H1 保持一致，2020Q4 毛利率水平或同比提升 1.1 pct，2020Q1 及 Q2 毛利率水平或同比下降 0.7 pct 及 3.4 pct。

图表18：根据回归关系预测 2021H1 机械行业出口公司平均毛利率或承压



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：2021H1 机械行业出口公司平均毛利率详细预测数据

|          | Delta 毛利<br>率 (%) | 以人民币计价的外币<br>汇率变化% (后置两期) | 人民币汇率变化%<br>(后置两期) | 加权平均<br>毛利率(%) |
|----------|-------------------|---------------------------|--------------------|----------------|
| 2017Q4   | 1.360             | 4.13%                     | -3.97%             | 30.88          |
| 2018Q1   | -1.824            | 0.66%                     | -0.66%             | 28.16          |
| 2018Q2   | -3.208            | -0.21%                    | 0.21%              | 26.89          |
| 2018Q3   | -1.228            | -1.97%                    | 2.01%              | 29.07          |
| 2018Q4   | -6.021            | -4.41%                    | 4.62%              | 24.86          |
| 2019Q1   | 1.014             | 0.68%                     | -0.67%             | 29.17          |
| 2019Q2   | 2.978             | 2.35%                     | -2.30%             | 29.87          |
| 2019Q3   | 0.542             | 1.56%                     | -1.53%             | 29.62          |
| 2019Q4   | 4.705             | 3.16%                     | -3.06%             | 29.56          |
| 2020Q1   | -0.398            | 1.13%                     | -1.12%             | 28.77          |
| 2020Q2   | 1.084             | 1.27%                     | -1.25%             | 30.95          |
| 2020Q3   | 1.127             | 1.29%                     | -1.27%             | 30.74          |
| 2020Q4_E | <b>1.057</b>      | 1.25%                     | -1.23%             | <b>30.62</b>   |
| 2021Q1_E | <b>-0.703</b>     | -0.83%                    | 0.84%              | <b>28.07</b>   |
| 2021Q2_E | <b>-3.403</b>     | -4.01%                    | 4.18%              | <b>27.55</b>   |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

毛利率同比变化幅度或小于汇率变化幅度，龙头企业凭借较高产业链溢价能力有望对毛利率波动形成更强的控制。我们对 2021H1 的人民币汇率同比变化做敏感性分析，从而测算 2021H2 机械设备出口企业毛利率水平波动情况。我们认为，机械设备出口公司毛利率水平波动或整体可控，由回归公式可得，毛利率同比变化幅度小于汇率变化幅度，而我们认为中性情况下人民币同比升值幅度或在 2%-4% 之间，对应毛利率同比变化幅度在 -1.66~-3.26 pct 之间。考虑到 2021 年海外需求复苏或导致整体出口需求强劲有望提升出口方整体的议价能力，同时考虑到龙头公司在产业链中的议价能力更强，有望通过对产品品类/客户群体/成本管控的优化使毛利率的波动更小。

图表20： 2021Q3 及 Q4 样本公司平均毛利率水平敏感性分析（%）

| 2021Q1/Q2 人民币平均<br>汇率同比变化幅度 | 2021Q3 样本公司平均毛利<br>率同比变化（Pct） | 2021Q3 样本公司<br>毛利率水平 | 2021Q4 样本公司<br>毛利率水平 |
|-----------------------------|-------------------------------|----------------------|----------------------|
| 0%                          | -                             | 30.74                | 30.62                |
| 2%                          | -1.66                         | 29.08                | 28.95                |
| 4%                          | -3.26                         | 27.48                | 27.35                |
| 6%                          | -4.80                         | 25.94                | 25.82                |
| 8%                          | -6.28                         | 24.46                | 24.33                |
| 10%                         | -7.71                         | 23.03                | 22.90                |
| 12%                         | -9.09                         | 21.65                | 21.53                |
| 15%                         | -11.07                        | 19.68                | 19.55                |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

据测算，样本公司中 2021Q2 理论毛利率波动较大的公司主要系 1) 出口业务占比较高；2) 毛利率水平不高。我们根据上文推导的公式 $\Delta\text{毛利率}=\text{外币汇率}\%*(1-\text{毛利率}_t)$ 简单测算机械板块公司 2021H1 的毛利率水平及变化幅度。主要假设：1) 2021 年该公司海外业务营收占比与 2019 年持平；2) 公司不对其售卖产品与客户做任何议价；3) 公司不通过产品结构优化来提升整体盈利能力；4) 由于采用的是平均人民币汇率指数变动，因此假设公司订单及营收均匀分布于期间内，没有某一时刻的金额特别重大的大额订单。基于以上 4 个假设，我们认为，测算值应为较大的理论值，即测算值或为实际变动区间的上限，实际状况下，各公司应会通过与客户议价、优化产品结构、择时签订订单等举措以减少毛利率水平的波动。

图表21： 部分样本公司测算毛利率同比变化一览

| 股票代码      | 股票名称  | 毛利率同比变化幅度(PCT) |        |        |
|-----------|-------|----------------|--------|--------|
|           |       | 2020Q4         | 2021Q1 | 2021Q2 |
| 600150 CH | 中国船舶  | 0.45           | -0.32  | -1.59  |
| 300293 CH | 蓝英装备  | 0.75           | -0.57  | -3.08  |
| 300278 CH | 华昌达   | 0.91           | -0.50  | -2.39  |
| 002779 CH | 中坚科技  | 0.90           | -0.59  | -2.73  |
| 000901 CH | 航天科技  | 0.55           | -0.40  | -2.00  |
| 300362 CH | 天翔环境  | 0.74           | -0.50  | -2.44  |
| 000816 CH | 智慧农业  | 0.81           | -0.40  | -1.87  |
| 603800 CH | 道森股份  | 0.59           | -0.34  | -2.11  |
| 600320 CH | 振华重工  | 0.51           | -0.32  | -1.64  |
| 002554 CH | 惠博普   | 0.35           | -0.24  | -1.33  |
| 002532 CH | 天山铝业  | 0.33           | -0.23  | -1.39  |
| 603617 CH | 君禾股份  | 0.91           | -0.62  | -2.88  |
| 002021 CH | ST 中捷 | 0.50           | -0.35  | -1.71  |
| 600545 CH | 卓郎智能  | 0.38           | -0.26  | -1.51  |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

经测算，机械设备出口链相关主要公司的 2021H1 毛利率变化水平可控。经测算，机械设备出口链相关主要公司 2021H1 的毛利率同比变动幅度均值为-0.8 pct，2021Q2 最大值为-2.52 pct。由于我们测算的理论值或为无外力干涉条件下的最自然状态，因此可以认为该测算结果为变动幅度的上限。考虑到该机械设备出口链相关公司均为行业龙头，或具有更强的产业链上下游议价能力，同时具备较为丰富的外贸出口经验，有望通过把握出口节奏，优化产品结构等方式减少波动幅度。

图表22： 机械设备出口链相关主要公司毛利率水平变化测算

| 股票代码      | 股票名称 | 毛利率水平(%) |        |        | 毛利率测算同比变化上限(PCT) |         |         |
|-----------|------|----------|--------|--------|------------------|---------|---------|
|           |      | 2019Q4   | 2020Q1 | 2021Q2 | 2020Q4E          | 2021Q1E | 2020Q2E |
| 002444 CH | 巨星科技 | 26.10    | 34.36  | 33.69  | 0.87             | -0.52   | -2.52   |
| 603337 CH | 杰克股份 | 34.71    | 26.28  | 27.15  | 0.39             | -0.29   | -1.40   |
| 603129 CH | 春风动力 | 35.89    | 32.56  | 33.35  | 0.50             | -0.35   | -1.66   |
| 002595 CH | 豪迈科技 | 31.76    | 28.88  | 35.41  | 0.38             | -0.26   | -1.16   |
| 603489 CH | 八方股份 | 44.97    | 44.09  | 43.28  | 0.38             | -0.25   | -1.25   |
| 000913 CH | 钱江摩托 | 21.14    | 25.46  | 30.23  | 0.28             | -0.18   | -0.80   |
| 603583 CH | 捷昌驱动 | 27.94    | 34.42  | 55.11  | 0.65             | -0.39   | -1.31   |
| 603338 CH | 浙江鼎力 | 38.32    | 39.98  | 37.43  | 0.27             | -0.17   | -0.87   |
| 002353 CH | 杰瑞股份 | 38.86    | 31.42  | 41.14  | 0.27             | -0.20   | -0.84   |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 汇兑损益：20 年有望确认部分影响，21 年人民币汇率基数已不低

**20H2 机械设备出口公司整体或受人民币升值影响确认部分汇兑损失。**由于汇兑损益体现当期汇率变动，因此 20H2 机械设备出口公司整体或受人民币升值影响确认部分汇兑损失，假设 2020H2 与 2020H1 整体出口营收占比不变，据上一章回归公式，我们测算得，整体样本公司 2020H2 的汇兑损失/营收为 0.12%。考虑到部分公司于 2020H1 已将 2020 年全年预算的外汇敞口做套期保值处理，因此实际汇兑损益或更低。

图表23： 2020 年下半年样本公司汇兑损失/营收预测

|          | 汇兑损失/营收      | 汇率变动%         | 汇兑损益/海外营收    | 海外营收占比        |
|----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 2016H1   | -0.36%       | 3.64%         | -1.78%       | 20.17%        |
| 2016H2   | -0.86%       | 3.67%         | -3.90%       | 22.08%        |
| 2017H1   | 0.45%        | 1.07%         | 1.81%        | 24.62%        |
| 2017H2   | 0.75%        | -0.83%        | 3.11%        | 24.14%        |
| 2018H1   | -0.13%       | -2.37%        | -0.58%       | 22.83%        |
| 2018H2   | -0.61%       | 3.95%         | -2.47%       | 24.77%        |
| 2019H1   | -0.04%       | -1.56%        | -0.12%       | 37.21%        |
| 2019H2   | -0.22%       | 2.80%         | -1.05%       | 21.29%        |
| 2020H1   | -0.33%       | -1.49%        | -1.34%       | <b>24.64%</b> |
| 2020H2_E | <b>0.12%</b> | <b>-0.91%</b> | <b>0.50%</b> | <b>24.64%</b> |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**21 年汇兑损益由于 20 年末人民币汇率基数较高，因此影响或较小。**由于汇兑损益体现当期汇率变动情况，因此 2020H2 有望确认部分人民币升值影响，华泰宏观团队在 2020 年 11 月 16 日《2021 宏观展望》中指出：2021 年底美元兑人民币汇率预测值为 6.47，较 2020 年底水平有约 2% 的升值空间。21 年人民币升值幅度或有限，21 年汇兑损益或因此受影响较小。我们认为，20 年末人民币汇率基数已不低。据敏感性分析，以人民币计价外币汇率贬值区间在 2%-4% 的区间内，机械设备出口公司整体的汇兑损失/营收或在 0.27%-0.53% 之间，同比 20H1 提升 0.60-0.86 pct，同比 20H2 有望提升 0.14-0.41 pct。

图表24： 2021 年汇兑损益/营收相对以人民币计价外币汇率变动敏感性分析

| 汇率变动% | 汇兑损益/海外营收 | 汇兑损益/营收 | 21H1 汇兑损益/营 | 21H2 汇兑损益/营 |
|-------|-----------|---------|-------------|-------------|
|       |           |         | 收同比变动(PCT)  | 收同比变动(PCT)  |
| 0%    | 0.00%     | 0.00%   | 0.33        | -0.12       |
| -2%   | 1.08%     | 0.27%   | 0.60        | 0.14        |
| -4%   | 2.17%     | 0.53%   | 0.86        | 0.41        |
| -6%   | 3.25%     | 0.80%   | 1.13        | 0.68        |
| -8%   | 4.34%     | 1.07%   | 1.40        | 0.95        |
| -10%  | 5.42%     | 1.34%   | 1.67        | 1.21        |
| -12%  | 6.50%     | 1.60%   | 1.93        | 1.48        |
| -15%  | 8.13%     | 2.00%   | 2.33        | 1.88        |

资料来源：Wind，华泰证券研究所



## 解析：常见的套期保值做法的报表端处理

出口占比较高的公司通常会使用套期保值来减少外汇波动对公司利润端的影响，套期保值的工具主要有远期结售汇、结构性远期、外汇互换/掉期、外汇期货、外汇期权等。本章我们将详细解析，使用套期保值工具对出口公司的报表端的影响，哪些情况会直接影响净利润，哪些情况不进入利润表。

套期保值主要的会计处理方法有三种：1) 认定为金融工具以金融价值计量，2) 公允价值套期，3) 现金流量套期。三种方法相比较，如将工具认定为套期保值工具而非金融工具，则期间汇率波动对企业损益波动无影响，但按套期会计准则规定，认定为套期工具的相关文件准备较多，信息披露要求更高。且实际上企业往往并不一定都是根据单笔进出口合同来逐笔办理远期结售汇业务，而是根据总的信用风险敞口的一定比例进行综合管理的，如采用套期工具计量，则会计实务操作更繁琐；如将工具认定为金融工具，则操作相对更简便，但对企业损益波动影响较大。

图表25：公允价值套期与现金流量套期会计处理方法

| 套期保值类型 | 被套期项目                  | 资产负债表科目                                               | 利润表科目                                      |
|--------|------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 公允价值套期 | 主要为现货库存、已签订合同的购买或销售交易  | 被套期项目：列示于其他流动资产（负债）科目<br>未平仓套期工具：按公允价值计入衍生金融负债（资产）科目  | 套期工具与被套期项目的公允价值变动形成自然对冲，利润表损益不受影响          |
| 现金流量套期 | 主要为预期发生的购买或销售交易等引起的现金流 | 现金流量套期储备：列示于所有者权益-其他综合收益科目<br>未平仓套期工具：按公允价值计入衍生金融负债科目 | 现金流量套期损益的有效部分：列示于其他综合收益—现金流量套期储备科目（不纳入损益中） |

资料来源：《企业会计准则第24号——套期会计》，华泰证券研究所

为方便阐述，以一示例作为解析。A公司为境内出口型企业，采用人民币作为记账本位币，某年5月20日，A公司与境外B公司签订了一项出口合同，某年6月15日A公司按该合同出口了货物，货物总价款为100万美元，约定3个月后（即某年9月15日）从B公司收取全额货款。同日A公司预计3个月后人民币会升值，为规避汇率风险，甲公司与C银行签订了远期结汇合同，约定将于某年9月15日按汇率6.76结汇100万美元。假定出口当日的汇率为6.79，某年6月30日中期报表日汇率为6.75，某年9月15日收到B公司货款，假定当天汇率为6.70。

### 方法一：认定为金融工具而非套期工具

根据《会计准则》第三十四条规定，对于远期结售汇业务企业可以在该金融工具初始确认时指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具。因此该方法中的财务费用——汇兑损益会反映所有汇率变动，而投资收益作为套期保值工具入账科目，在利润表用于冲抵财务费用中的由汇率变动带来的汇兑损益。

- ✧ 某年6月15日出口当日的汇率为6.79，因汇率变动引起公允价值变动为0，所以无须进行账务处理；
- ✧ 某年6月30日，到期日远期汇率变为6.75，则公允价值变动损益=100\*(6.76-6.75)=1万元，远期结汇合同浮盈 100\*(6.76-6.75)=1万元；
  - 借：交易性金融资产——远期结汇合同 1
  - 贷：公允价值变动损益 1
- ✧ 某年9月15日收到B公司货款，当天汇率为6.70；
  - 借：银行存款——美元 670 (100\*6.70)
  - 财务费用——汇兑损益 9
  - 贷：应收账款——B公司 679 (100\*6.79)
- 借：交易性金融资产——远期结汇合同 5
- 贷：公允价值变动损益 5

远期结汇合同银行交割：

|                 |                |
|-----------------|----------------|
| 借：银行存款——人民币     | 676 (100*6.76) |
| 贷：银行存款——美元      | 670 (100*6.70) |
| 交易性金融资产——远期结汇合同 | 6              |

将计入公允价值变动损益转入投资收益：

|            |   |
|------------|---|
| 借：公允价值变动损益 | 6 |
| 贷：投资收益     | 6 |

**总结：利润表影响为投资收益+6，财务费用——汇兑损益-9，总共-3**

### 方法二：公允价值套期

运用公允价值套期会计核算方法将套期工具与被套期项目的公允价值变动计入相同会计期间的损益，使两者公允价值变动形成自然对冲，即套期工具损益变动直接计入财务费用冲抵汇兑损益。

◇ 某年 6 月 15 日出口当日的汇率为 6.79；

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| 借：其他流动资产——被套期项目——B 公司 | 676 (100*6.76) |
| 财务费用——汇兑损益            | 3              |
| 贷：应收账款——B 公司          | 679 (100*6.79) |

◇ 某年 6 月 30 日，到期日远期汇率变为 6.75，则被套期项目浮亏=100\* (6.76-6.75) =1 万元，远期结汇合同浮盈 100\* (6.76-6.75) =1 万元；

|                       |   |
|-----------------------|---|
| 借：套期工具——远期结汇合同        | 1 |
| 贷：其他流动资产——被套期项目——B 公司 | 1 |

◇ 某年 9 月 15 日收到 B 公司货款，当天汇率为 6.70；

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| 借：银行存款——美元            | 670 (100*6.70) |
| 贷：其他流动资产——被套期项目——B 公司 | 670            |

|                       |   |
|-----------------------|---|
| 借：套期工具——远期结汇合同        | 5 |
| 贷：其他流动资产——被套期项目——B 公司 | 5 |

远期结汇合同银行交割：

|              |                |
|--------------|----------------|
| 借：银行存款——人民币  | 676 (100*6.76) |
| 贷：银行存款——美元   | 670 (100*6.70) |
| 套期工具——远期结汇合同 | 6              |

**总结：利润表影响为财务费用——汇兑损益-3**

### 方法三：现金流量套期

运用现金流量套期会计核算方法对将来汇兑损益引起的现金流进行套期，将预计未来现金流的变化计入其他综合收益——套期储备中，期末套期储备计入财务费用冲抵汇兑损益。

◇ 某年 6 月 15 日出口当日的汇率为 6.79，在指定套期工具和被套期项目时，因汇率变动引起预计未来现金流变动为 0，所以无须进行账务处理，但仍需编制指定文件；

◇ 某年 6 月 30 日，到期日远期汇率变为 6.75，则预计未来现金流变化=100\*(6.76-6.75) =1 万元，远期结汇合同浮盈 100\* (6.76-6.75) =1 万元；

|                |   |
|----------------|---|
| 借：套期工具——远期结汇合同 | 1 |
| 贷：其他综合收益——套期储备 | 1 |

◇ 某年 9 月 15 日收到 B 公司货款，当天汇率为 6.70；

|            |                |
|------------|----------------|
| 借：银行存款——美元 | 670 (100*6.70) |
| 财务费用——汇兑损益 | 9              |

贷：应收账款——B 公司 679 (100\*6.79)

借：套期工具——远期结汇合同 5

贷：其他综合收益——套期储备 5

远期结汇合同银行交割：

借：银行存款——人民币 676 (100\*6.76)

贷：银行存款——美元 670 (100\*6.70)

套期工具——远期结汇合同 6

借：其他综合收益——套期储备 6

贷：财务费用——汇兑损益 6

**总结：利润表影响为财务费用——汇兑损益-3**

因此，如将工具认定为套期工具，则财务费用——汇兑损益反映套期工具锁定汇率与真实汇率之间差异带来的敞口损益；如将工具认定为金融工具，则财务费用——汇兑损益反映汇率波动带来的敞口损益，而投资收益反映汇率波动导致的金融工具价值波动，两相冲抵即为工具锁定汇率与真实汇率之间差异带来的敞口损益。

### 风险提示

**测算结果与实际结果或有偏差：**我们仅从历史数据及理论推导出发测算未来可能的变化，考虑到未来变化具有不确定性及变量较多不可控等因素，测算结果和实际结果或有偏差。

**汇率波动超预期：**如汇率波动幅度超预期，则行业盈利能力或更大程度承压。

**套期保值交易方向错误：**套期保值交易方向错误，即对汇率变化方向的判断失误，或给企业造成更大的汇兑损失。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，肖群稀、时彧、关东奇来，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、时或、关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限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

**香港：**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：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 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

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司