

若中美关系缓和，哪些标的有望受益

推荐|维持

事件：

10月4日，美国贸易代表戴琪表示，美方将启动针对性的关税豁免程序，允许美国企业申请豁免某些中国输美商品的加征关税。10月6日，杨洁篪与沙利文举行会晤，双方同意采取行动共同努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。10月9日，刘鹤与戴琪举行视频通话，中方就取消加征关税和制裁进行了交涉。

国元观点：

● 美国加征关税对中美贸易的宏观影响

2018年7月到2019年9月，美国屡次单边提高中国对美出口商品的关税税率。对中国而言，在美国加征关税的情况下，中国企业出口产品价格的上升会导致美国企业的进口需求下降，从而造成中国企业对美出口量下降。中国对美出口额从2018Q4开始受到负面影响，2019年全年对美出口额影响逐季加剧，2020Q2出口额受替代效应影响开始回升企稳。对美国而言，关税成本多数转嫁给美国零售商、生产企业、消费者，其承担整体税负的90%；加征关税亦造成了GDP和就业机会损失和通胀加剧。综合而言，美国加征关税对中美双方贸易均造成了较大负面影响，有百害而无一利。

● 美国加征关税对中国出口企业的微观影响

美国加征关税主要造成中国出口企业盈利水平的下降，包括销量的降低、生产成本的上升和毛利率的下滑，同时还伴随着公司产品国际竞争力的下降以及丢失客户订单的风险等。

中国企业主要通过通过在马来西亚、越南、墨西哥、匈牙利等对美零关税地区发展制造基地；与主要客户协商，一致对销售价格进行调整，共同承担关税；推出新产品替代原有型号提高定价等方式降低加征关税的负面影响。而对于处于产业链中下游的企业，因其话语权较弱，主要选择通过加强研发投入、提高产品差异化竞争能力、强化成本费用控制、加强供应链管理等措施降低加税影响。

● 中美贸易关系缓和下，积极布局跨境电商优质标的

我们认为，无论是美国贸易代表戴琪的发言，还是杨洁篪与沙利文的会晤、刘鹤与戴琪的视频通话，都释放了中美贸易关系改善的积极信号，若美国取消对中国产品加征关税和制裁，则出口美国产品附加关税较高及美国收入占比较高的公司最为受益。

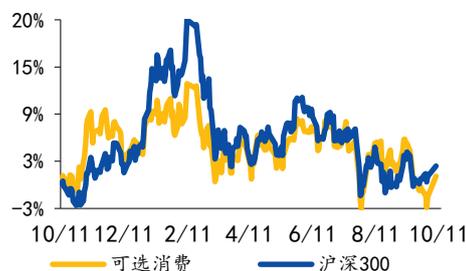
投资建议：

我们建议积极关注消费电子类的安克创新、盈趣科技、星徽股份，办公家居类的乐歌股份、恒林股份、永艺股份、捷昌驱动、凯迪股份、麒盛科技、梦百合，户外运动类的共创草坪、浙江自然，电助力自行车类的八方股份、春风动力、信隆健康等公司在中美关系缓和背景下带来的业绩改善。

风险提示：

新冠疫情风险；中美贸易关系进展不及预期；中国企业产品出口不及预期。

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-大消费行业双周报：关注疫情恢复下的贸易出口业绩高弹性公司》2021.09.26

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|----------------------------|---|
| 1.美国加征关税对中美贸易的宏观影响..... | 3 |
| 1.1 美国对中国贸易出口企业加征关税历程..... | 3 |
| 1.2 美国加征关税对中美贸易的影响..... | 3 |
| 2.美国加征关税对中国出口企业的微观影响..... | 5 |
| 3.若美国取消加征关税，哪些企业受益较大..... | 7 |
| 4.风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：贸易大国关税经济效应分析..... | 4 |
| 图 2：2017Q3-2021Q1 中国对美出口额情况（单位：亿美元）..... | 4 |
| 图 3：美国消费者物价指数同比增长率..... | 5 |
| 图 4：所统计行业企业涉及对应加征关税税率的产品个数..... | 6 |
| 图 5：2017-2020 年所统计行业企业海外营业收入同比增速..... | 6 |

| | |
|--|---|
| 表 1：美国对中国每一轮加征关税政策的宣布时间、覆盖范围、加征幅度以及 实施时间..... | 3 |
|--|---|

| | |
|------------------------------------|---|
| 表 2：美国加征关税对中国出口企业可能带来的影响及应对方式..... | 7 |
|------------------------------------|---|

1. 美国加征关税对中美贸易的宏观影响

1.1 美国对中国贸易出口企业加征关税历程

2018年7月到2019年9月，美国屡次单边提高中国对美出口商品的关税税率。政策可分为四轮：第一份清单，2018年7月6日，美国对总价值约为340亿美元的中国出口商品加征25%关税；第二份清单，2018年8月23日，美国对中国出口的160亿美元商品加征25%关税；第三份清单，2018年9月24日，美国对中国出口的2000亿商品加征10%关税，并于2019年5月10日将这一税率上调至25%；第四份清单，美国对中国出口的3000亿美元分别于2019年9月1日和12月15日加征15%的关税，其中9月1日开始加征的3000亿List4A清单商品加征关税税率由原15%降至7.5%，取消对原定12月15日对3000亿美元List4B清单加税计划，取消对约2500亿美元（包括340亿List1清单、160亿List2清单、2000亿List3清单）的中国进口商品从25%加至30%加税计划。

表 1：美国对中国每一轮加征关税政策的宣布时间、覆盖范围、加征幅度以及实施时间

| 清单 | 宣布时间 | 加征范围 | 调整幅度 | 正式实施时间 |
|-------|------------|--|---------|---|
| List1 | 2018/6/15 | USTR 宣布将对自中国进口约 340 亿美元 (818 类商品) 商品加征关税 | 加征 25% | 2018/7/6 |
| List2 | 2018/8/7 | USTR 宣布将对自中国进口约 160 亿美元 (279 类商品) 商品加征关税 | 加征 25% | 2018/8/23 |
| List3 | 2018/9/17 | USTR 宣布将对自中国进口约 2000 亿美元 (6031 类商品) 商品加征关税 | 加征 10% | 2018/9/24 |
| | 2019/5/9 | 对上述 2000 亿美元商品加征的关税税率由 10% 追加至 25%。 | 加征 25% | 2019/5/10 |
| List4 | 2019/8/15 | USTR 宣布将对自中国进口约 3000 亿美元商品加征关税 | 加征 10% | 分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施 |
| | 2019/8/24 | USTR 宣布将对约 5500 亿美元中国进口商品额外提高 5% 关税的税率： (1) 对已加征 25% 关税的 2500 亿美元商品自 10 月 1 日起追至 30%。(2) 对拟加征 10% 关税的 3000 亿美元商品追至 15%：其中，第一批 1250 亿美元商品于 2019 年 9 月 1 日开始加征；第二批 1750 亿美元商品自 2019 年 12 月 15 日开始加征 | 加征 5% | 2019 年 9 月 1 日, 3000 亿美元中的第一批 1250 亿美元商品已开始加征 15% 的关税 |
| | 2019/12/13 | USTR 宣布取消对约 2500 亿美元 (包括 340 亿 List1 清单、160 亿 List2 清单、2000 亿 List3 清单) 的中国进口商品从 25% 加至 30% 的计划 | 保持 25% | 2019/10/15 |
| List4 | 2019/12/13 | USTR 宣布对约 1200 亿美元 (即 9 月 1 日已开始加征的 3000 亿 List 4A 清单内) 的中国进口商品加征的关税由原 15% 降至 7.5% | 降至 7.5% | 2020/1/1 |
| | 2019/12/13 | USTR 宣布取消对原定 12 月 15 日对 3000 亿美元 List 4B 清单的中国进口商品加税计划 | 取消加税计划 | 2019/12/13 |

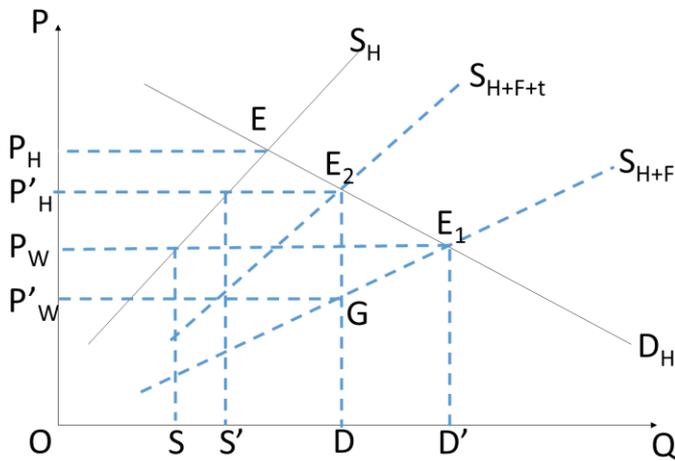
资料来源：USTR, 国元证券研究所

1.2 美国加征关税对中美贸易的影响

理论上，加征关税对中美两国的贸易影响因素包括两国对商品定价权、消费价格弹性及价格传导率等方面。基于税负转嫁理论，课税商品价格提高由其供给和需求弹性两方面因素决定。在其他条件相同的情况下，商品需求弹性越小，加征关税对进口企业价格传递率越高；商品供给弹性越小，加征关税对出口企业价格传递率越高。

因此，加征关税会提升出口国产品定价。具体而言，在加征关税的情况下，中国企业出口产品价格的上升会导致美国企业的进口需求下降，从而造成中国企业对美出口量下降。

图 1：贸易大国关税经济效应分析



说明： D_H 为大国对某商品的需求曲线， S_H 为供给曲线，这条曲线与国外供给曲线 S_F 加总为世界某商品的供给曲线 S_{H+F} 。世界供给曲线与需求曲线的交点 E_1 决定了国际市场的该商品价格为 P_W ，这时，国内供给量为 OS ，还需从国外进口 SD 数量。贸易大国的关税效应包括以下四个方面：
 生产效应：假如该国决定征收关税，税率为 t ，这将降低本国的进口需求量，从而使得征税后的总供给曲线上移为 S_{H+F+t} ，该点与 D_H 的交点 E_2 就成为新的市场价格，由于大国对市场的冲击力，因而价格变为 P'_H ，由于价格提高，国内生产会增加到 OS' 。
 消费效应：对于国内消费者，由于价格提高，消费受到抑制，消费量从没有关税的 OD 下降到 OD' 。
 价格效应：由于大国需求量的变动会影响到世界市场的该商品供求情况，所以大国进口量的减少会导致小麦的价格下跌，从 P'_H 下降到 P'_W ，外国生产者只能以 P'_W 的价格向该国出口该商品；
 财政收入效应：政府征收的关税收入为单位税额与进口量的乘积。

资料来源：《宏观经济学》，国元证券研究所

实际来看，中国对美出口额早期受负面影响较大，2020 年以来疫情替代效应显现。随着美国对加征关税政策的逐步推进，中国对美出口额从 2018Q4 开始受到影响，2019 年全年对美出口额影响逐季加剧。2020Q2 出口额开始回升企稳，主要原因系美国疫情反复，防控效果不佳，其生产端恢复较慢而需求端较强，叠加中国国内疫情防控措施稳步推进，部分行业由于替代效应出口额大幅增加。从中国对美出口额看，2020Q3、2020Q4、2021Q1 对美出口额逐季增速显著加快，分别增长 18%、33%、75%。

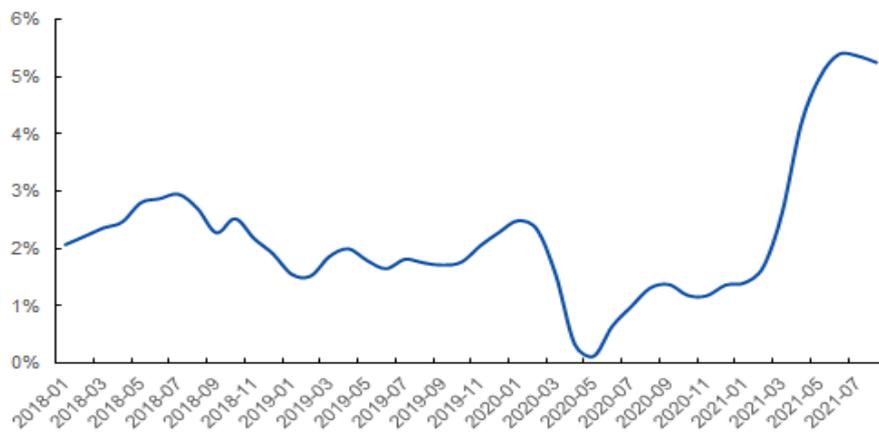
图 2：2017Q3-2021Q1 中国对美出口额情况（单位：亿美元）



资料来源：海关总署统计，国元证券研究所

加征关税给美国带来较大损失，包括以下方面：(1) 关税成本多数转嫁给美国零售商、生产企业、消费者，根据中国社科院监测，2018年8月，当美国对340亿美元商品加征关税，中国承担4%税负，随后对160亿美元商品加征，合计500亿美元商品征税，中国承担7%税负。2019年，美国对2000亿美元中国商品加征10%，中国承担约9-10%税负，可见美国的零售商、生产企业、消费者承担整体税负90%；(2) 加征关税造成GDP和就业机会损失，根据美中贸委会2021年1月份发布的题为《美中经济关系：关键时刻的关键伙伴关系》报告，对中国加征关税使得美国2018-2019年GDP减损0.5%（1080亿美元），损失24.5万个就业机会，家庭实际收入减少880亿美元，美国公司市场资本化减少1.7万亿美元。牛津报告预计，如果中美贸易战继续升级，今后5年美国GDP将合计减少1.6万亿美元，就业岗位减少73.2万个。(3) 加剧通胀，2021年5、6、7三个月美国消费者物价指数连续同比上涨5%以上。

图3：美国消费者物价指数同比增长率

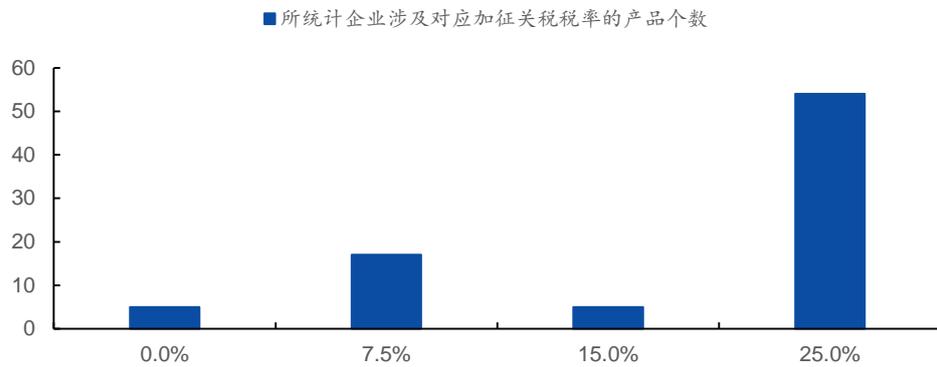


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 美国加征关税对中国出口企业的微观影响

所统计行业中国出口美国产品加征关税税率普遍为7.5%/25%。消费电子类公司出口产品主要涉及充电器、移动电源、数据线、蓝牙音箱、激光电视、加湿器、雕刻机等，美国进口此类产品的关税在0%到5%不等，而对中国产品加征7.5%到25%的关税；办公家居类公司出口产品主要涉及升降桌架、立柱、电机、推杆等线性驱动产品，以及办公椅、沙发、智能电动床、智能或记忆棉床垫和枕头等终端应用产品，美国进口此类产品的关税在0%到7%之间，而对中国产品大多加征25%的关税；户外运动类公司出口产品涉及休闲运动草坪、草丝、充气床垫、睡袋、帐篷、冲锋衣、运动背包、登山鞋等，美国进口此类产品的关税在3%到18%不等，而对中国产品加征7.5%到25%的关税；电助力自行车类公司出口产品主要涉及助力车电池、仪表盘、传感器、自行车零配件、电动滑板车、轮椅、全地形车、两轮摩托车等，美国进口此类产品的关税在2%到6%不等，而对中国产品加征0%到25%的关税。

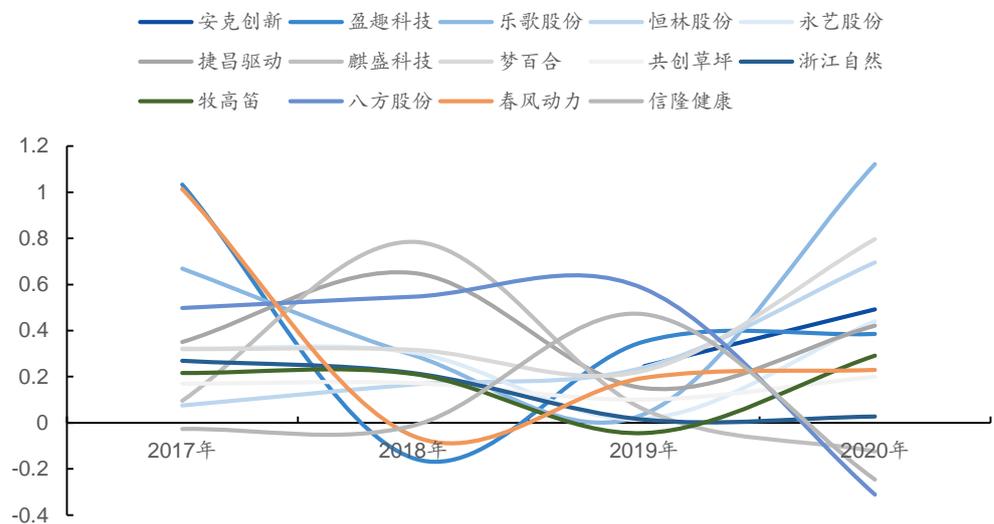
图 4：所统计行业企业涉及对应加征关税税率的产品个数



资料来源：公司公告，usitc，国元证券研究所

美国加征关税导致中国出口企业盈利水平下降，美国出口收入占比越高的企业受负面影响越大。美国加征关税带来的影响包括销量的降低、生产成本的上升和毛利率的下滑，同时还伴随着公司产品国际竞争力的下降以及丢失客户订单的风险等。根据公司公告，2018 和 2019 年大部分中国贸易出口企业海外收入同比增速出现不同程度的下滑，其中美国出口收入占比较高的企业下滑较为明显，如，2018/2019 年，乐歌股份海外收入同比增速分别下降 38/26pcts，其北美洲收入占比达 54%；永艺股份海外收入同比增速分别下降 2/29pcts，其境外收入占比达 80%。

图 5：2017-2020 年所统计行业企业海外营业收入同比增速



资料来源：wind，国元证券研究所

中国企业通过在零关税地区设立制造基地、与客户共同承担关税、推出新产品提高定价等方式进行应对加征关税。面对关税带来的种种负面影响，多数公司选择在马来西亚、越南、墨西哥、匈牙利等对美零关税地区发展制造基地，通过降低成本提升产能，提高美国市场份额和大客户渗透率（如盈趣科技、永艺股份、凯迪股份、

麒盛科技、梦百合、共创草坪、信隆健康等公司);少数公司则在此基础上成功与主要客户协商,一致对销售价格进行调整,共同承担关税,并计划推出新产品替代原有型号,通过提高新产品定价抵消额外征收的关税所带来的影响(如麒盛科技、凯迪股份等公司);而对于处于产业链中下游的企业,因其话语权较弱,主要通过选择加强研发投入、提高产品差异化竞争能力、强化成本费用控制、加强供应链管理等基础措施降低加税影响(如星徽股份、恒林股份、春风动力等公司)。

表 2: 美国加征关税对中国出口企业可能带来的影响及应对方式

| 行业 | 公司 | 可能带来影响 | 应对方式 |
|--------|------|-----------------------------------|---|
| 消费 | 盈趣科技 | 销售收入、盈利水平下降 | 提升马来西亚智造基地及匈牙利智造基地的产能及管理能力和通过共建产业园的模式持续完善境外原材料供应链体系,实现受影响产品的稳定量产 |
| | 星徽股份 | 出口美国产品毛利、销量下降 | 加强研发投入、提高产品差异化竞争能力、强化成本费用控制、加强供应链管理等各项措施降低加税影响 |
| 电子 | 恒林股份 | 降低销售价格、转移产能或丢失客户订单的选择; 国际竞争力下降 | 公司多处于产业链中游,话语权较弱,因此将被迫承担更多的新增关税;应对方式则是通过提供产品设计研发能力和构建品牌知名度和营销渠道网络向附加值高的曲线两端延伸 |
| | 永艺股份 | 对公司业务持续增长不利 | 快速提升公司越南生产基地订单和产能,利用零关税优势提升美国市场份额和大客户渗透率; 同时子公司实施基层管理人员本地化策略,提高原材料本地化采购比例 |
| 办公 | 捷昌驱动 | 出口美国产品成本上升 | 2018年9月24日至2020年8月7日,公司申请退税,但于2020年8月7日起,公司对美国出口产品已复征关税 |
| 家居 | 凯迪股份 | 经营业绩不利 | 在越南设立生产基地、与美国客户进行沟通协商关税承担比例以及开拓其他区域市场 |
| | 麒盛科技 | 经营业绩不利 | 与主要客户协商一致对销售价格进行调整,共同承担关税,并计划推出新产品替代原有型号,通过提高新产品定价抵消额外征收的关税所带来的影响。此外,公司还将通过整合供应链、开发新产品、拓展美国以外市场及将部分产能或生产环节转移到海外非征收关税地区(如越南、墨西哥)来应对。 |
| 户外 | 梦百合 | 无重大影响 | 将记忆棉床垫、沙发、电动床等受影响产品的生产转移至海外生产基地进行 |
| | 共创草坪 | 制约发展的产能瓶颈 | 公司越南一期项目达产,达成越南出口关税差异优势 |
| 运动 | 八方股份 | 海外市场竞争力下降 | —— |
| | 春风动力 | 经营成本增加、毛利率下滑 | 公司不断优化成本构成,通过加强采购环节成本控制、完善生产工艺、加强物流和仓储成本控制 |
| 电助力自行车 | 信隆健康 | 订单量下滑 | 调整经营策略,停产转型为经营自有资产出租业务;在越南投资了新的制造基地——越南信友,充分发挥生产基地的地利和关税优势,满足客户短供应需求 |

资料来源:公司公告,国元证券研究所

3.若美国取消加征关税,哪些企业受益较大

中美关系有所缓和,建议关注出口美国产品附加关税较高及美国收入占比较高的公

司。10月4日，美国贸易代表戴琪表示，美方将启动针对性的关税豁免程序，允许美国企业申请豁免某些中国输美商品的加征关税。10月6日，杨洁篪与沙利文举行会晤，双方同意采取行动共同努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。10月9日，刘鹤与戴琪举行视频通话，中方就取消加征关税和制裁进行了交涉。这些都释放了中美关系改善的积极信号。

我们认为，若美国取消对中国产品加征关税，则出口美国产品附加关税较高及美国/境外收入占比较高的公司最为受益。我们建议积极关注消费电子类的安克创新、盈趣科技、星徽股份，办公家居类的乐歌股份、恒林股份、永艺股份、捷昌驱动、凯迪股份、麒盛科技、梦百合，户外运动类的共创草坪、浙江自然，电助力自行车类的八方股份、春风动力、信隆健康等公司在中美关系缓和背景下带来的业绩改善。

4. 风险提示

新冠疫情风险；中美贸易关系进展不及预期；中国企业产品出口不及预期。

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |