

2019-05-19

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

家用电器行业

深度解析中国家电行业出口结构

报告要点

■ 周度专题核心结论

家电行业是中国重要出口行业之一，家电出口额及贸易顺差分别占全国整体的5%及23%，对美贸易中家电出口额及贸易顺差则分别占比7%及10%。分品类来看，家电行业出口中大部分为黑电及照明产品，占比达65%左右，白电及厨电金额占比合计约14%。从各子行业内部来看，空调、冰箱、洗衣机、油烟机对美出口占各品类总出口量比例分别为16%、19%、10%、2%，占总销量比例均仅为个位数，叠加出口业务较低的毛利水平，其盈利占比将更为有限；去年下半年关税波动背景下主要出口型家电公司出口业务增速及盈利均保持良性。

■ 上周板块行情回顾

本周大盘继续调整，在此背景下家电板块表现也相对平淡，各家电龙头股价均有所回调。目前来看，考虑到此前板块配置的两大逻辑，基于地产成交的产业链投资机会以及基于格力电器股权转让事项的估值修复，并未发生根本变化，短期调整带来配置良机。总体来看，上周家电指数下滑0.95%，在申万一级行业中排名第4位，分别跑赢沪深300及上证综指0.99及1.24pct；涨幅前三个股为天银机电（33.16%）、同洲电子（25.97%）及澳柯玛（10.32%），跌幅前三个股为康盛股份（-11.64%）、*ST中科（-11.31%）及立霸股份（-9.70%）。

■ 行业重点数据跟踪

产业在线披露4月空调产销数据：当月空调内销及出口分别同比增长7.70%及下滑3.28%；1-4月累计内销及出口分别同比增长4.39%及下滑1.92%；4月空调内销量延续个位数增长，且增速环比小幅提升；不过龙头内销出货表现则分化明显，其中美的表现较为优异，这主要得益于其终端销售较好带动，而格力、海尔及海信家电当月内销同比均个位数下滑；4月空调行业出口增速环比小幅下滑；中怡康披露4月白电数据：空冰洗当月零售量分别同比下滑13.75%、22.27%及20.04%，当月均价分别同比下滑2.25%、增长0.73%及增长2.62%。

■ 本周行业核心观点

随着前期已销售新房逐步竣工，家电行业全年景气环比逐步改善可期，叠加“增量”及“降本”类政策落地，家电蓝筹业绩稳健增长预期持续强化且增速存在上修空间，稳健配置价值凸显。我们维持行业“看好”评级，持续推荐业绩稳健增长的白电龙头格力电器、美的集团及青岛海尔；并基于需求边际向好及地产成交改善，重点推荐两大厨电龙头华帝股份及老板电器；基于家用中央空调行业良好成长性、后续并表海信日立等事件驱动价值重估，继续推荐海信家电；另外从抵御周期角度出发，推荐综合竞争力较强的小家电龙头九阳股份及苏泊尔。

风险提示： 1、终端需求表现不及预期；2、原材料价格波动；3、汇率大幅波动。

分析师 管泉森

☎ (8621) 61118737

✉ guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 孙珊

☎ (8621) 61118737

✉ sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

分析师 徐春

☎ (8621) 61118737

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

联系人 崔甜甜

☎ (8621) 61118737

✉ cuitt@cjsc.com.cn

相关研究

《产业在线4月空调数据简评：内销延续正增长，龙头表现有所分化》2019-05-17

《哪些公司的研发投入力度比较大？》2019-05-12

《海外跟踪专题（二）：欧美产业景气分化，龙头经营相对平稳》2019-05-05

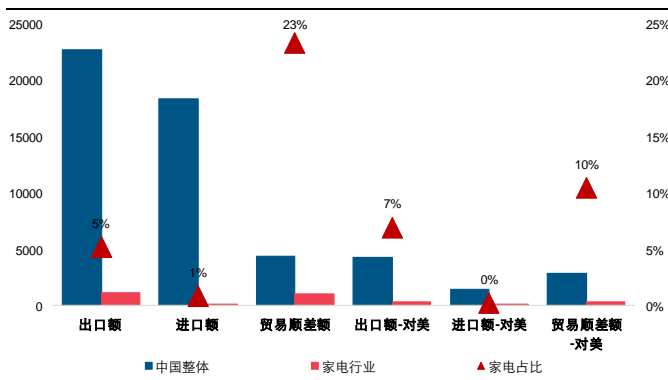
深度解析中国家电行业出口结构

如果说劳动力成本优势是此前全球家电产能逐步向中国集中的重要因素，那么产业集群、完备的产业链配套以及庞大的内需市场则是如今中国家电产业得以在全球持续占据领导地位的关键。对于消费品而言，市场永远是最终的禀赋，制造能力或许可以培育，但本地市场不可迁移，相信在未来相当长的时间内，中国都将是全球首屈一指的消费市场，这不光可以保障我国家电行业龙头规模优势及发展潜力，甚至近年来可以发现在中国区业务拓展较好的 SEB 集团、大金工业等国际家电龙头业绩表现也明显领先同侪。内销市场潜力巨大，但出口业务也是家电行业不可忽视的组成部分，近期市场对行业出口方面尤其是对美出口极为关注，值此时机，我们对家电行业出口结构进行更宏观、更系统、更全面的梳理，并主要围绕**家电出口在中国整体出口中的地位、家电行业出口结构、家电各子行业内部出口结构、上市公司层面出口业务梳理**等四个维度进行展开。

需要提前说明的是，在此前对家电行业出口的研究中，分子行业的明细数据一直以来较为缺失，为了将家电行业出口进行更细致的拆解，本文将海关 6 位 HS 编码进行系统梳理，归纳分类其中属于家电行业消费的品类。由于家电行业的品类分类并无统一官方口径，且部分品类中家用产品与工业用品合为一项，因此本文统计结果或与其他第三方结论有小幅出入，譬如我们统计得出对美出口占中国家电整体出口比例为 25.58%，与中国电子信息产业统计年鉴中所披露的 23.93% 存在小幅差异，但也在可接受范围内。

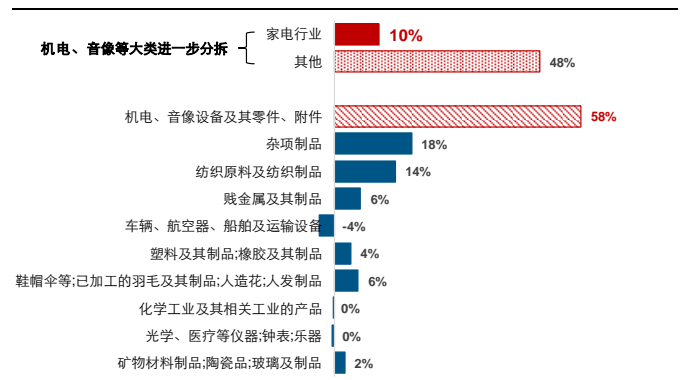
家电出口额及贸易顺差分别占全行业整体比例为 5%、23%：从宏观层面看，中国出口规模近年来持续提升且对外贸易长期保持一定顺差，其中对美出口额占比较为平稳，近年来维持在 17-19% 左右，但对美贸易顺差在整体贸易顺差占比相对较高。**进一步分拆至各子行业来看**，家电行业出口额占全行业出口额的 5% 左右，是我国重要出口行业之一，家电对外贸易顺差额占全行业比例则高达 23%；具体到对美贸易来看，家电行业出口至美国的规模占全国整体对美出口额的 7% 左右，相应贸易顺差占比则为 10%。

图 1：家电行业是我国重要出口行业之一（单位：亿美元）



资料来源：海关总署，UN Comtrade，长江证券研究所

图 2：22 大海关出口分类中，出口占比前 10 的行业对美贸易顺差占比



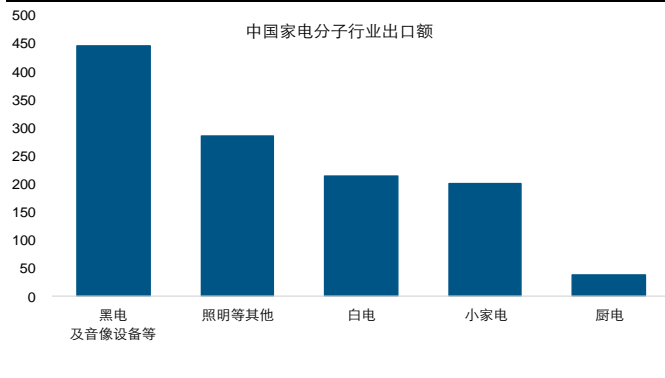
资料来源：海关总署，UN Comtrade，长江证券研究所

白电、小家电、厨电占家电行业整体出口比例不及 1/4：家电出口分子行业来看，根据 UN Comtrade 数据¹，黑电及音像设备是第一大家电出口子行业，其出口额占家电行业整体出口比例近 40%，其次为照明等产品，白电及小家电出口额占比均不足 20%，厨

¹ UN Comtrade 数据库易于提取多位 HS 编码的大量数据，但目前数据仅更新至 2017 年，电子信息产业统计年鉴目前数据更新至 2016 年；尽管两者数据未更新至最新，但考虑到 2016、2017 年整体出口延续平稳表现，不影响结论判断。

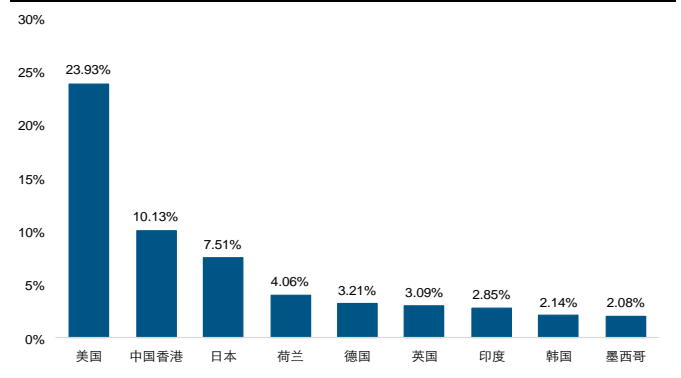
电占比不足 5%。**分区域来看**，根据电子信息产业统计年鉴，美国、中国香港及日本为中国家电出口的前三大区域，占比分别为 23.93%、10.13%及 7.51%，前 5 大区域占比合计 48.84%，前 10 大区域占比合计 59.00%；除对美出口占比相对较高以外，其他出口区域分布较为分散。

图 3：黑电是中国家电行业出口中占比最大的子行业（单位：亿美元）



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

图 4：行业整体出口中美国地区出口比例最高达到 23.93%



资料来源：中国电子信息产业统计年鉴，长江证券研究所

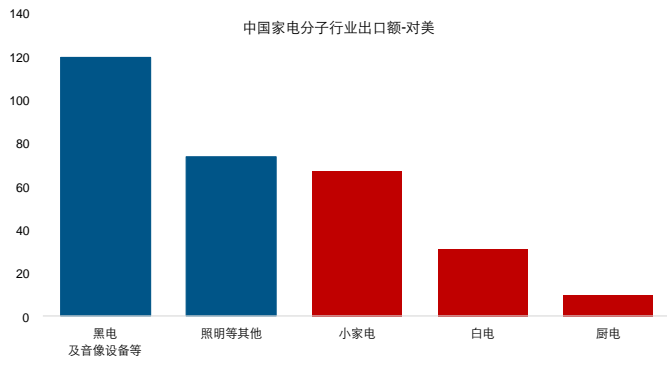
进一步将对美国出口的家电产品按品类进行拆分：各子行业中仍是黑电行业出口至美国的金额占比最高，其次为照明行业，两者合计出口金额占家电行业整体出口至美国金额的 65%左右。小家电行业也是对美出口规模较大的子行业，出口金额占比达到 22%左右，其中厨房小家电占比即达 14%左右。出口至美国的白电及厨电金额占比相对较低，整体约为 14%，其中空调及其零部件占比约为 8%。此外**近期美国对我国出口的产品关税有所调整，且涉及多版本清单**，在此我们对各清单所涉及的家电品类数量及相关金额进行了详细梳理如下：

表 1：近期加税清单中所涉及的家电产品的品类条数及对应出口额（单位：亿美元）

	340 亿清单		160 亿清单		2000 亿清单		未征税品类	
	相关条目	征税额	相关条目	征税额	相关条目	征税额	相关条目	征税额
白电大电	0	0.00	0	0.00	11	21.05	6	10.08
空调及其零部件	0	0.00	0	0.00	5	15.05	1	8.02
冰箱及其零部件	0	0.00	0	0.00	4	5.91	0	0.00
洗衣机及其配件、干衣机等	0	0.00	0	0.00	2	0.09	5	2.06
厨电	0	0.00	0	0.00	3	6.06	5	3.91
洗碗机	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	1.17
热水器	0	0.00	0	0.00	2	4.73	1	0.63
炊具、燃具	0	0.00	0	0.00	1	1.33	3	2.12
环境家电	0	0.00	0	0.00	4	17.05	0	0.00
厨房小电	0	0.00	0	0.00	2	21.59	3	19.54
个护	0	0.00	0	0.00	2	1.30	6	7.61
黑电及音像设备等	2	15.71	1	1.96	8	88.03	0	13.99
照明等其他	0	0.00	0	0.00	9	74.02	0	0.00
合计	2	15.71	1	1.96	39	229.11	20	55.14

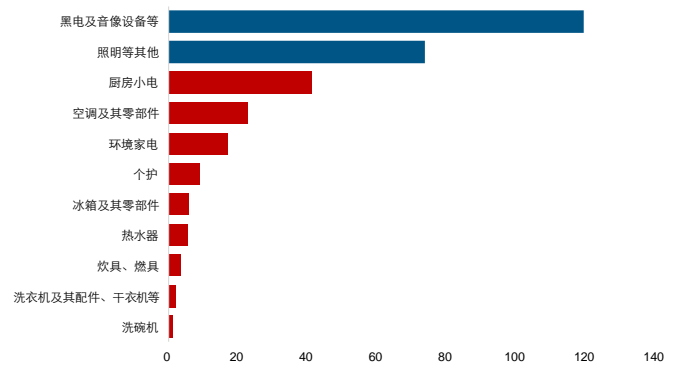
资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

图 5：对美出口中白电、厨电占比较低，合计不足 15%（单位：亿美元）



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

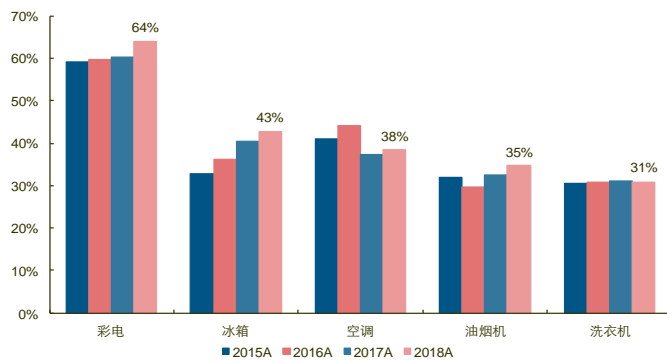
图 6：分明细子品类来看对美出口结构，黑电及照明合计占比 65%左右



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

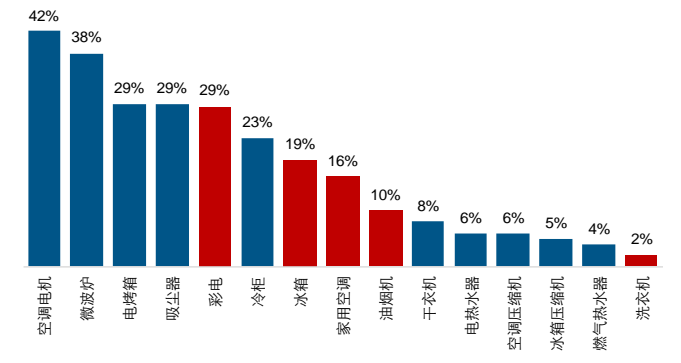
家电各子品类中彩电、冰箱出口占总销售比例相对较高：从各子行业内部来看，根据产业在线数据，出口量占总销量比例最高的整机品类为黑电，其出口销量占比高达 64%，其次分别为冰箱、空调、油烟机、洗衣机，分别占比 43%、38%、35%及 31%；其中冰箱近年来在国内销量表现低迷背景下，出口占比稳步提升，其他各品类出口量占比走势则相对平稳。具体来看对美国出口，从细分子行业看²，对美出口量占各子行业总出口量比例均较为有限，根据产业在线数据，2018 年空调、冰箱、洗衣机、油烟机对美出口占其总出口量比例分别为 16%、19%、2%、10%；彩电占比相对较高，对美销售占其整体出口比例约 29%；此外微波炉、电烤箱、吸尘器等小家电品类对美出口占比相对较高，分别达到 38%、29%及 29%。综合以上两个维度，可知对美出口量占各品类总销量比例较为有限，相对较高的黑电不及 20%，其他则均只有个位数占比。

图 7：各子行业内部来看，出口量占比总销量最高的子行业是彩电



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 8：2018 年主要家电品类出口至美国销量占行业总销量比例



资料来源：产业在线，长江证券研究所

部分外销导向的小家电上市公司出口收入占比较高：具体到家电行业上市公司层面，小家电行业整体外销收入占比相对较高，其中新宝股份、莱克电气 2018 年外销收入占比分别达到 85%、66%；白电行业中外销占比相对较高的主要是近年来持续推进国际化战略的美的集团和青岛海尔，其 2018 年外销收入占比均达 40%以上，而格力电器外销业务收入占比仅为 11%左右；厨电行业主要上市公司外销业务占比极低。此外，考虑到大部分公司海外业务盈利能力相对偏低，因此主流家电上市公司出口业务毛利额占比相对更低。我们梳理了有一定体量外销业务的主要家电公司 2018 年下半年外销收入增速及其毛利率变动情况，整体来看白电及小家电行业去年下半年出口业务仍保持较好增长，

² 其中彩电、油烟机、洗衣机为 2017 年销量占比数据，其他为 2018 年销额占比数据。

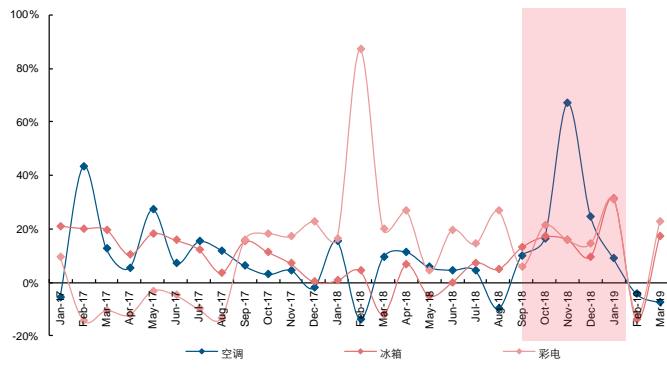
我们预计与年末出口订单有所提前释放有关；此外受益于人民币汇率环境改善及成本端原材料价格逐步下行，各公司出口业务毛利率同比均有改善，可见关税波动对其经营影响相对有限。

表 2：部分出口业务体量相对较大的家电公司去年下半年出口业务增速及盈利走势³

	外销收入 同比增速	外销业务收入占比			外销业务毛利率			
		2018H2	2017H2	YOY	2018H2	2017H2	YOY	
小家电	苏泊尔	21.12%	30.79%	31.45%	-0.65%	19.18%	18.18%	1.00%
	新宝股份	8.58%	86.05%	83.83%	2.23%	20.46%	16.83%	3.63%
	奥佳华	15.68%	73.38%	78.53%	-5.16%	37.20%	35.73%	1.47%
	合计	13.96%	54.23%	56.24%	-2.01%	24.41%	22.04%	2.37%
白电	格力电器	152.41%	14.64%	7.85%	6.78%	16.60%	5.49%	11.11%
	美的集团	7.59%	44.58%	41.71%	2.87%	25.87%	20.07%	5.80%
	青岛海尔 ⁴	28.51%	43.35%	39.12%	4.23%	25.34%	-	-
	海信家电	23.84%	30.25%	24.07%	6.18%	9.76%	7.25%	2.51%
	小天鹅 A	17.16%	21.01%	19.20%	1.81%	15.90%	11.18%	4.72%
	长虹美菱	-10.81%	18.68%	20.78%	-2.11%	17.35%	5.36%	11.99%
	奥马电器	39.05%	72.87%	56.26%	16.61%	21.13%	12.02%	9.11%
	合计	25.06%	33.63%	30.52%	3.11%	22.44%	16.96%	5.48%
整体	24.21%	34.56%	31.64%	2.92%	22.64%	17.53%	5.12%	

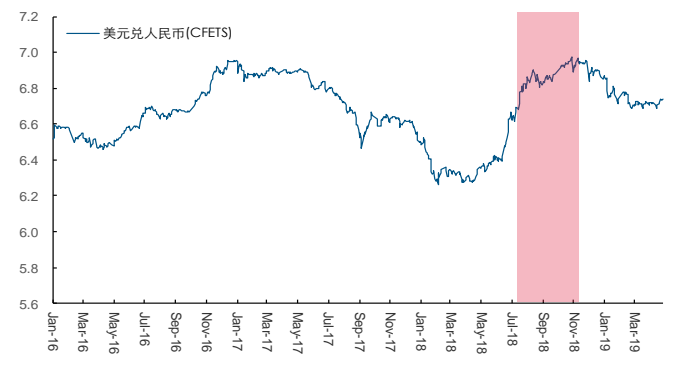
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：去年四季度以来行业出口订单提升释放



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 10：去年下半年整体汇率环境对出口业务表现相对有利



资料来源：Wind，长江证券研究所

综合上述，家电行业是中国重要出口行业之一，家电出口额及贸易顺差分别占全国整体的 5%及 23%，在对美贸易中家电出口额及贸易顺差则分别占比 7%及 10%。对美家电行业出口结构中大部分为黑电及照明产品，占比达到 65%左右，白电及厨电金额占比合计约 14%。从各子行业内部来看，空调、冰箱、洗衣机、油烟机对美出口占各品类总出口量比例分别为 16%、19%、2%、10%，占总销量比例均仅为个位数，叠加出口业务

³ 外销业务具备一定体量的主要家电公司还有万和电气、莱克电气、荣泰健康、海立股份等，但以上公司为披露半年度内销及出口相关统计数据，因此未汇总在表格上。

⁴ 青岛海尔缺少 2017 年下半年外销毛利数据，对应总体计算已剔除。

毛利水平相对较低，其盈利占比将更为有限；且在去年下半年关税波动背景下，主要出口型家电公司出口业务增速及盈利仍保持良性。重申我们近期行业观点：随着前期已销售未交付新房逐步竣工，家电行业全年景气环比逐步改善可期，叠加“增量”及“降本”类政策落地，家电蓝筹业绩稳健增长预期持续强化且增速存在上修空间，稳健配置价值持续凸显。维持行业“看好”评级，持续推荐业绩稳健增长、估值安全边际较高并具备提升预期且在全球具备较强竞争力的行业龙头格力电器、美的集团及青岛海尔；基于行业需求有望逐季改善，看好厨电行业估值修复及后续经营改善预期，重点推荐盈利能力稳步提升、估值比较优势显著的华帝股份，以及行业领导地位稳固、业绩延续稳健增长的老板电器；同时基于家用中央空调良好成长性、后续并表海信日立等事件对估值的提升作用，继续推荐海信家电；此外推荐综合竞争力较强小家电龙头九阳股份及苏泊尔。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。