

空调

署名人: 袁浩然 CPA

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

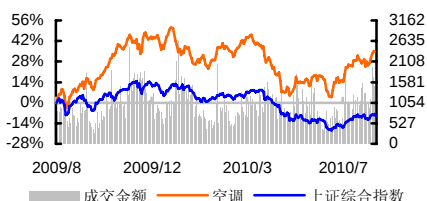
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	6
总市值(亿元)	1373
占A股比例(%)	0.27%
平均市盈率(倍)	65.65

行业表现

(%)	1M	3M	6M
空调	13.00	25.51	4.41
上证综合指数	8.59	3.87	0.00



相关报告

《三花股份-中期业绩增长, 未来值得关注》
2010-8-3

空调行业

看好

外销依然旺盛

投资要点:

- 2010年7月空调销量779万台, 同比增长28.2%, 增速相比前期高增长有所减缓。但单月来看, 销量创同期历史新高。实际上空调销售的潜力一直是超出我们原先的预期。当月内销461万台, 同比增长6.5%。出口销量呈现高速增长, 外销318万台, 同比大幅增长81.7%。
- 当月分品牌来看, 格力、美的总销量分别为215万台和195万台, 市占率27.6%和25.0%, 同比分别增长20.8%和25.8%。其中, 格力出口表现突出, 外销55万台, 同比大幅增长175.0%, 内销160万台, 相比去年同期略提高1.3%。美的出口80万台, 同比增长60%, 内销115万台, 同比增长9.5%。
- 累积数据上看, 2010年1-7月空调销量内外销合计5910万台, 同比增长38.2%。其中内销2962万台, 同比增长31.8%。国内市场, 地产调控政策在实施半年后, 近期房地产市场特别是一二线城市地产成交渐趋活跃, 成交有所放大, 市场有部分人认同: 下一阶段(所谓金九银十)地产会出现价跌量升, 这将有效消除市场对空调销售的悲观预期。出口2947万台, 同比增长45.3%。我们认为: 空调出口量仍有增长空间, 主要表现在: 1) 俄罗斯等高纬度地区出现高温天气, 未来北方空调需求增加将会有效撬动空调全球总销量增长。2) 我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套, 规模优势明显, 拥有较高的组织管理水平等, 都是具有一定国际竞争力的, 短期内不可复制或转移的。
- 2010年6、7月同比增速相比前期高增长有所回落, 但是单月绝对值上仍处历史高位。由于2009年同期基数已较高, 加上地产滞后效应, 预期今年下半年同比增速会有所趋缓。但从2010年全年来看, 下半年是空调销售淡季, 全年总销量依然能维持较高的增长, 空调行业全年至少会有26%以上的增长。
- 品牌格局上, 1-7月, 美的、格力总销量分别为1499万台和1489万台, 市占率分别为25.4%和25.2%, 同比增长分别达33.1%和38.0%。构成上看, 美的出口贡献较多(出口占比48%), 1-7月美的出口721万台, 同比增长40.8%, 而格力增速更为明显, 出口505万台, 同比增长79.9%, 远超行业45.3%的平均增速。内销上, 美的778万台, 同比增长26.7%。格力内销981万台, 同比增长23.2%, 依然保持行业第一。
- 风险提示: 地产调控影响下一阶段空调销售。

公司代码	重点公司	EPS09	EPS10	EPS11	股价 (8.20)	PE09	PE10	PE11	投资评级
000527	美的电器	0.61	0.85	1.08	13.81	22.6	16.2	12.8	强烈推荐
000651	格力电器	1.03	1.21	1.50	15.39	14.9	12.7	10.3	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.35	1.65	22.64	26.3	16.8	13.7	强烈推荐

目 录

一、当月数据（10 年 7 月）	3
1.1 2010 年 7 月当月数据历史同比	3
1.2 2010 年 7 月当月数据分品牌分析	4
二、累计数据（10 年 1-7 月）	5
2.1 累计数据同比：出口增长 45.3%，内销增长 31.8%	5
2.2 分月度数据比较	6
2.3 分品牌比较（1-7 月累计数）	8
三、相关公司	9

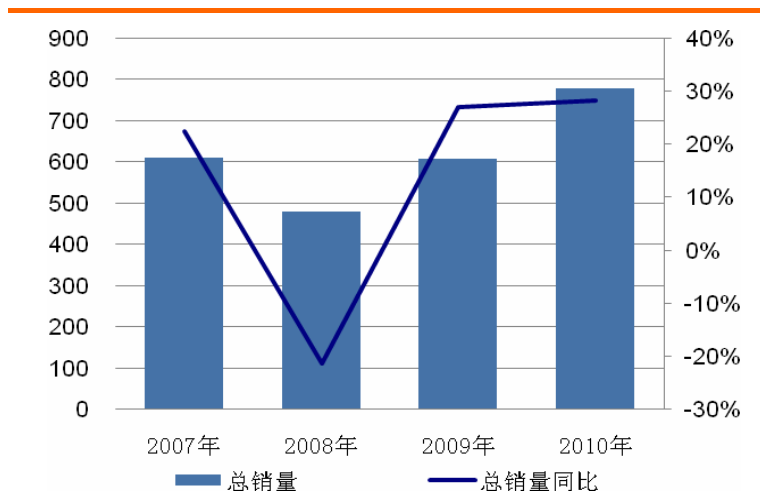
图表目录

表 1：年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）	5
表 2：相关公司一览	9
图 1：当月产销数据历史同比（单位：万台，%）	3
图 2：当月内外销数据历史同比（单位：万台，%）	3
图 3：当月数据分品牌分析	4
图 5：总销量月度数据（单位：万台，%）	6
图 6：内外销月度数据（单位：万台，%）	7
图 7：1-7 月分品牌总销量占比	8
图 8：1-7 月分品牌总销量同比增长	8

一、当月数据（10年7月）

1.1 2010年7月当月数据历史同比

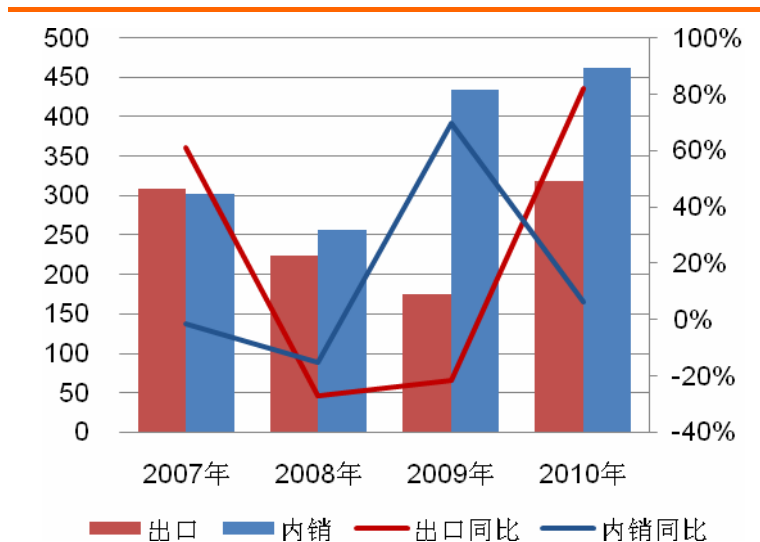
图 1: 当月产销数据历史同比（单位：万台，%）



资料来源：产业在线

2010年7月空调销量779万台，同比增长28.2%，增速相比前期高增长有所减缓，但单月来看，增速以及销量均为同期历史新高。实际上空调销售的潜力一直是超出我们原先的预期。

图 2: 当月内外销数据历史同比（单位：万台，%）

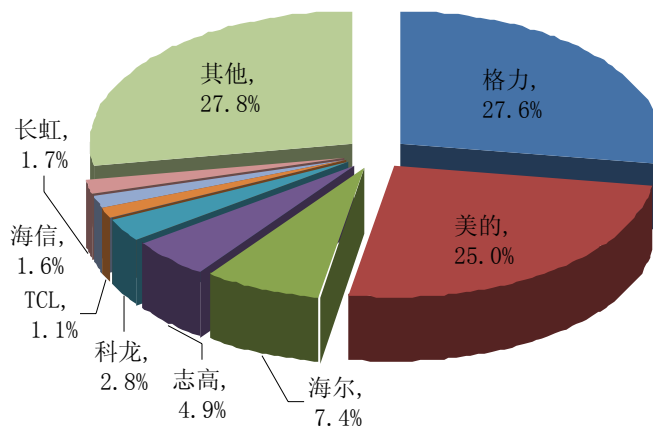


资料来源：产业在线

当月内销461万台，同比增长6.5%。出口销量呈现高速增长，外销318万台，同比大幅增长81.7%。内外销单月均创历史同期新高。

1.2 2010 年 7 月当月数据分品牌分析

图 3: 当月数据分品牌分析



资料来源：产业在线

分品牌来看，当月格力、美的总销量分别为 215 万台和 195 万台，市占率 27.6%和 25.0%，同比分别增长 20.8%和 25.8%。其中，格力出口表现突出，外销 55 万台，同比大幅增长 175.0%，内销 160 万台，相比去年同期略提高 1.3%。美的出口 80 万台，同比增长 60%，内销 115 万台，同比增长 9.5%。

海尔当月总销量 58 万台，同比增速 25.0%，市占率维持在 7%左右，其中出口 10 万台，同比增长 316.7%，内销 48 万台，同比增长 9.1%。

志高当月销量 38，同比增长 5.6%。海信系下科龙与海信空调增势明显，当月销量分别为 22 万台和 13 万台，同比分别增长 50.3%和 41.1%。

二、累计数据（10 年 1-7 月）

2.1 累计数据同比：出口增长 45.3%，内销增长 31.8%

表 1：年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1-7 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2010 年	5910	2947	2962	49.9%	50.1%
同比增长	38.2%	45.3%	31.8%		
2009 年	4275	2028	2247	47.4%	52.6%
全年数据					
2009 年	6,586	2,819	3,766	43%	57%
同比增长	0.9%	-20.9%	27.0%		
2008 年	6,528	3,563	2,965	54%	46%
同比增长	-6.5%	-5.9%	-7.3%		
2007 年	6,981	3,785	3,197	54%	46%
同比增长	25.7%	30.3%	20.8%		
2006 年	5,552	2,905	2,647	52%	48%
同比增长	5.9%	11.3%	0.5%		
2005 年	5,243	2,609	2,634	50%	50%
同比增长	-2.8%	2.0%	-7.1%		
2004 年	5,392	2,558	2,834	47%	53%

资料来源：产业在线

由于空调销售有较强季节性，加上第三方统计可能存在的时间截止偏差，相比单月数据，累积数据更具有说服力。

2010 年 1-7 月空调销量内外销合计 5910 万台，同比增长 38.2%。其中出口 2947 万台，内销 2962 万台，同比增长分别为 45.3%和 31.8%。

国内市场来看，空调销量与地产成交量有一定关联度，一般家电销量滞后于地产销售约 6 个月左右。近期，地产调控政策在实施半年后，房地产市场特别是一二线城市地产成交渐趋活跃，成交有所放大，市场有部分人认同：下一阶段（所谓金九银十）地产会出现价跌量升，这将有效消除市场对空调销售的悲观预期。

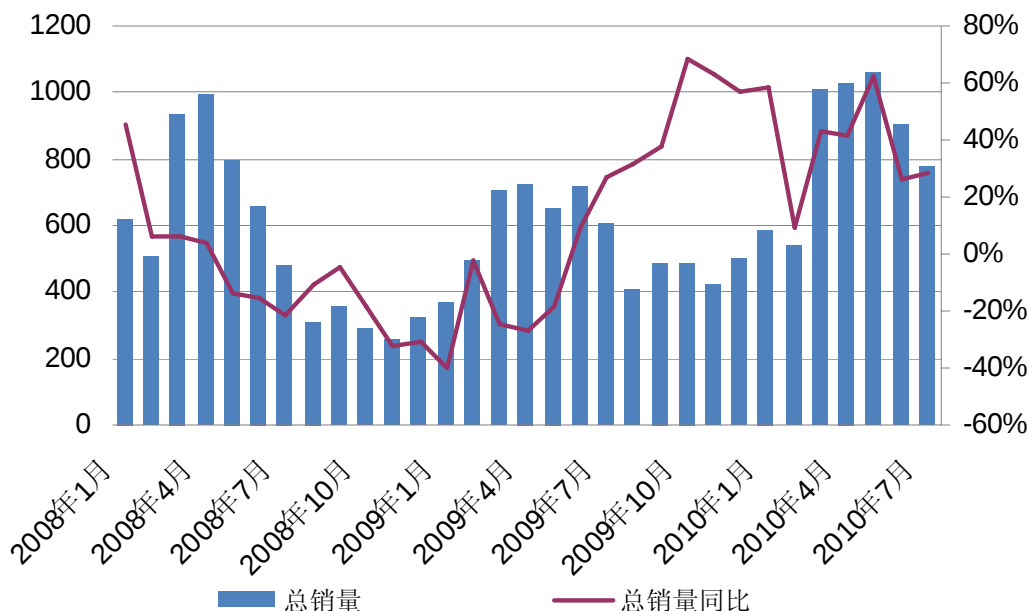
另一方面，6 月 1 日开始执行新的空调能效标准，单台补贴金额相比去年减少一半，政策的调整干扰了企业正常决策，也诱发了 4、5 月份的空调价格战。原来市场普遍怀疑企业的转嫁能力，很难在终端提价。6 月份以来的高温为空调清库存带来了良好的机会，也使得企业有底气直接提价以覆盖政府补贴的减少。6 月底开始，空调涨价明显，既包括直接提价，也包括新品推出拉动价格，综合上涨幅度近一成，再次证明，随着品牌集中度的提高，行业龙头具有较强的成本转嫁能力。

出口依然强劲恢复，金融危机的影响从今年 1 月开始已逐步消退。1-7 月出口保持旺盛增长，出口占比近 50%，相比 09 年全年 43% 的占比大幅提升，同比增长 45.3%。

空调出口量仍有增长空间，主要表现在：1) 俄罗斯等高纬度地区出现高温天气，未来北方空调需求增加将会有效撬动空调全球总销量增长。2) 我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平等，都是具有一定国际竞争力的，短期内不可复制或转移的。

2.2 分月度数据比较

图 4：总销量月度数据（单位：万台，%）

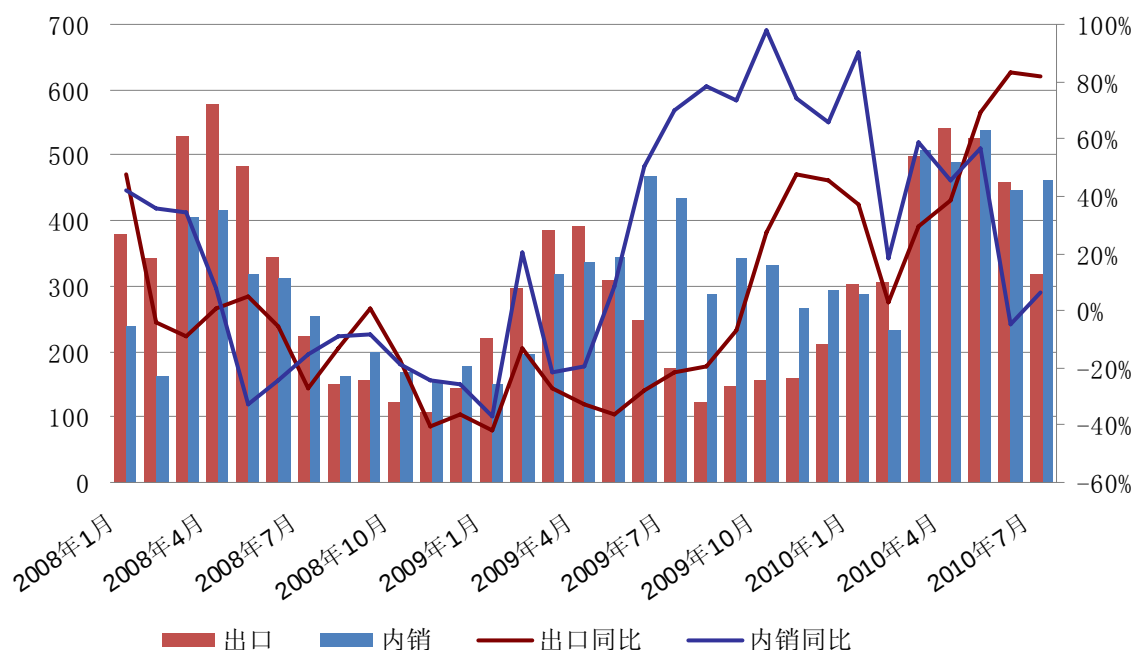


资料来源：产业在线

分月来看，空调销售有较强的季节特征，3-7 月销量占全年销售 50% 以上。08 年金融危机影响下 08 年下半年到 09 年初销量低迷，低基数部分造成 09 年下半年来空调总销量同比高位增长。

2010 年 6、7 月同比增速相比前期高增长有所回落，但是单月绝对值上仍处历史高位。由于房地产的滞后效应，空调需求经过前期高增长之后会有所回落，加上 09 年下半年空调销售非常好，估计今年下半年同比增长会降至个位数。但绝对量上看，空调未来销量会有一定的增长驱动力，至少前期房产调控对空调销售预期形成的压力已趋缓。从 2010 年全年来看，下半年是空调销售淡季，全年总销量依然能维持较高的增长，空调行业全年至少会有 26% 以上的增长。

图 5: 内外销月度数据 (单位: 万台, %)



资料来源: 产业在线

月度内外销来看, 内销同比增长在经过去年的高速增长后, 已经开始出现回落。2009 年 5 月份后随着家电刺激政策出台, 内销呈现爆发性增长, 一度接近 100% 增速, 至 2010 年 5 月内销同比基本保持在 50% 以上。6 月受空调新标政策影响, 前期高增长部分透支本期消费, 内销增速大幅下滑。7 月在高温天气影响下, 国内空调销量稍有回升。下半年随着空调销售旺季的结束, 以及 09 年下半年高基数原因, 预计同比增速会进一步下降。但是我们应该看到, 目前我国空调的保有量相对不高, 地区差别较大。随着空调销售企业价格调整到位, 未来空调市场仍会保持 10% 左右稳定增长。

2009 年 11 月开始, 随着外围经济的转暖, 出口逐渐恢复。外销同比增速保持在 40% 左右的水平。本期外销同比 81.8%, 延续前期 80% 以上出口增速, 单月出口量 460 万台, 属历史同期最高水平。

空调出口销量持续的高增长, 我们认为: **劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口的负面影响有限。**

- 1) 全球经济的增长, 人们实际收入不断增加, 居民收入与空调等家电单位价值量比值不断降低。空调已不再是高端耐用消费品, 更多的成为日常必需消费品, 从而空调等家电的销售受经济周期影响有限。
- 2) 市场上有观点认为未来劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口产生压制, 这种推断只是理论上推断, 带有一定主观臆断性, 实证检验上未必能够成立。从近期家电出口数据上看并没有任何减缓的趋势。
- 3) 中国家电的竞争力并不是只有成本优势。我国家电制造具有比较完整

的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平，这些都是具有一定国际竞争力的。而这些优势是短期内不可复制或转移的。

综上，短期内劳动力成本上升等负面因素对家电并没有太大影响。中长期来看，这些问题能够成为国内家电企业加快技术创新，提高产品附加值实现从中国制造到中国创造的转型。同时，一些低附加值的小企业在洗牌中遭淘汰，进一步优化产业生态。

2.3 分品牌比较（1-7月累计数）

图 6：1-7 月分品牌总销量占比

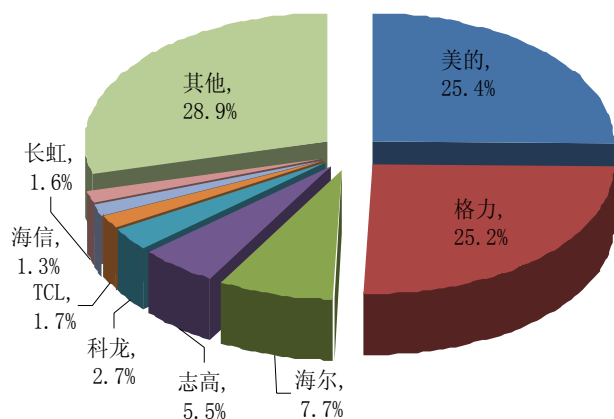
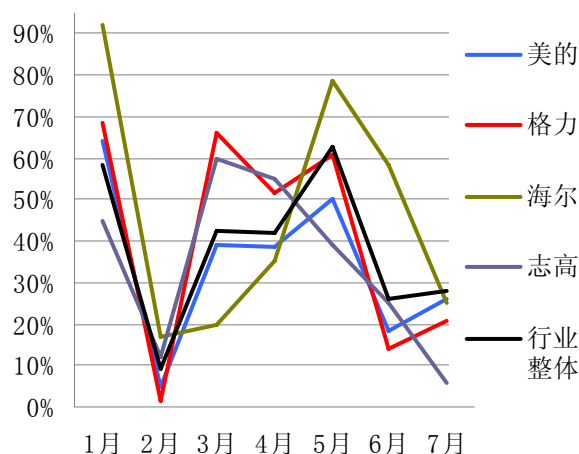


图 7：1-7 月分品牌总销量同比增长



资料来源：产业在线

空调行业经过多年的充分竞争，品牌集中度较高。1-7 月累积各品牌市占率基本与上年持平。前四家市占率合计近 64%。美的、格力总销量分别为 1499 万台和 1489 万台，市占率分别为 25.4%和 25.2%，双寡头销量合计已占据半壁江山。

增速各不相同，1-7 月各品牌月度同比增速上看，美的，格力增速基本与行业持平，同比增长分别为 33.1%和 38.0%。海尔、志高、科龙等品牌由于本身销量就不大，受政策刺激以及市场回暖影响波动较大，加上前期金融危机中受损严重前期基数较低，1-7 月同比均以在 35%以上。其中科龙增速明显，累积同比增长 72.9%。

外销来看，1-7 月美的出口销量 721 万台，同比增长 40.8%，出口市占率 24.5%维持行业第一的绝对优势。格力出口 505 万台，同比增长 79.9%，增长势头迅猛，市占率提高 3 个点达 17.2%。

内销上，1-7 月格力销量 981 万台，同比增长 23.2%，市占率 33.1%居行业第一。美的销量 778 万台，同比增长 26.7%，市占率 26.3%。

三、相关公司

表 2: 相关公司一览

公司代码	重点公司	EPS09	EPS10	EPS11	股价 (8.20)	PE09	PE10	PE11	投资评级
000527	美的电器	0.61	0.85	1.08	13.81	22.6	16.2	12.8	强烈推荐
000651	格力电器	1.03	1.21	1.50	15.39	14.9	12.7	10.3	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.35	1.65	22.64	26.3	16.8	13.7	强烈推荐

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434