

冰箱

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

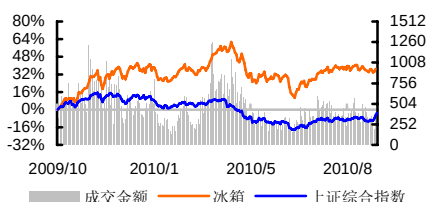
评级调整:

行业基本资料

上市公司家数	7
总市值(亿元)	364
占A股比例(%)	0.12%
平均市盈率(倍)	22.94

行业表现

(%)	1M	3M	6M
冰箱	-2.54	15.86	-11.33
上证综合指数	1.61	13.40	-12.18



相关报告

《冰箱行业 1-7 月销售数据点评-冰箱内销依旧旺盛》2010-9-2

《美菱电器-收入增速下滑 利润主要来源为投资收益》2010-8-9

《冰箱行业 1-6 月销售数据点评--上半年增长近三成》2010-8-2

冰箱行业

看好

冰箱销售淡季不淡

投资要点:

- 2010年8月冰箱内外销合计628万台,在去年高基数下,同比增长仍达16%。8月开始进入冰箱销售淡季,但单月近630万台销量呈现出淡季不淡的特点,也反映了冰箱市场产销两旺的行情。8月冰箱销售依旧内销增长较好,当月销售468万台,同比增长19.3%,内销占总销量达74.5%。外销160万台,同比增长7%。
- 当月分品牌来看,海尔、美的与海信科龙市占率分别为22.9%,11.9%和9.4%,占据国内品牌领先优势。海尔8月销量144万台,同比增长12.3%,保持行业第一的绝对位置。美的系快速扩张,8月合计销量75万台,同比增长38.5%,高于16%的行业平均增速。海信科龙月度销量59万台,相比去年同期稍有减少。
- 累积数据上看,1-8月冰箱销售延续去年的高速增长,内外销合计4904万台,同比增长23.5%。其中内销3628万台占总销量74%,同比增长29.9%,是冰箱销售的主要市场。出口1275万台,同比增长8.5%。内销需求旺盛是冰箱销量增长的主要因素,高基数下近几月增速有所下降。长期来看,支撑冰箱行业高速增长主要驱动因素包括1)三四级市场蕴含着很大的消费潜力,农村市场需求进一步释放仍将是支撑冰箱行业高速增长主要驱动因素。2)城镇化进程持续推进,居民收入水平不断提高,有效增加家电产品更新需求,产品升级特征明显。
- 分月来看,2009年下半年开始月度总销量同比增速一度高达60%以上。今年5月份开始,随着去年基数的抬高冰箱总销量同比增长出现回落。8月开始进入冰箱销售淡季,但当月同比增速从7月4%提高到16%,且600万台以上的单月绝对销量也属历史较高水平。8月销售呈现出淡季不淡的特征,延续市场销售旺盛的态势。
- 冰箱行业经过连续多年的价格战以及产业整合,品牌集中度正逐步提升。1-8月,海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计45.3%。海尔以20.5%的市占率居行业第一,累积销量1005万台,增速基本与上期持平。美的系继续快速扩张,1-8月总销量644万台,同比增长62.7%,远超市场23.5%的平均增速,累积市占率达13.3%。海信科龙1-8月累积销量574万台,同比增长35.1%,市占率为11.7%。
- 应该注意的是1)产业在线数据可能存在的口径标准和时间截止偏差等问题,统计数据的准确度也争议颇多。2)厂商出货结构不同会带来的正常月销量波动。3)冰箱产品存在着单价跨度较大等问题,单纯的销售量与销售收入之间也可能存在较大差异。4)家电产品部分外销是通过海外工厂销售,并不在产业在线统计范围之列。产业在线出口数据根据海关报检进行统计,仅反映中国生产出口到国外家电数量的统计。

公司代码	重点公司	EPS09	EPS10	EPS11	股价(10.11)	PE09	PE10	PE11	投资评级
600690	青岛海尔	0.86	1.43	1.89	23.09	26.8	16.1	12.2	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	0.94	1.15	15.63	25.6	16.6	13.6	强烈推荐
000521	美菱电器	0.73	0.80	0.70	11.25	15.4	14.1	16.1	推荐
000921	ST 科龙	0.11	0.28	0.36	7.10	64.5	25.4	19.7	中性

目 录

一、当月数据（10 年 8 月）	3
1.1 2010 年 8 月当月数据历史同比	3
1.2 2010 年 8 月当月数据分品牌分析	4
二、累计数据（10 年 1-8 月）	5
2.1 累计数据同比：内销增长 29.9%，出口增长 8.5%	5
2.2 分月度数据比较	6
2.3 分品牌比较（1-8 月累计数）	8
三、相关公司	9

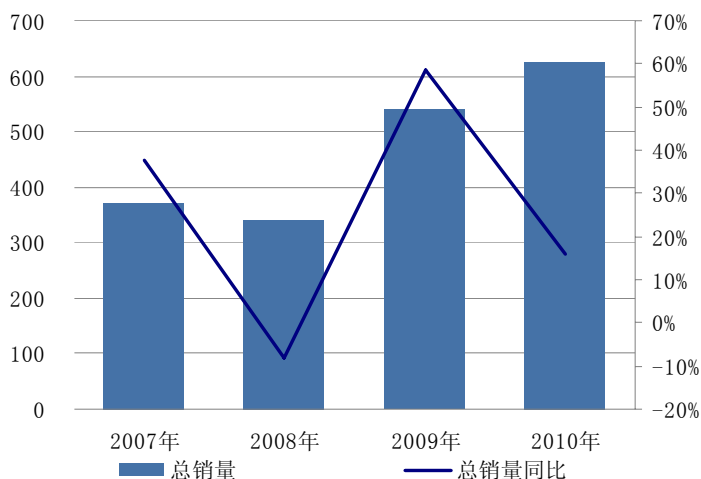
图表目录

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（单位：%）	4
图 4：总销量月度数据（单位：万台，%）	6
图 5：内外销月度数据（单位：万台，%）	7
图 6：1-8 月分品牌总销量占比	8
图 7：1-8 月分品牌总销量同比增长	8

一、当月数据（10 年 8 月）

1.1 2010 年 8 月当月数据历史同比

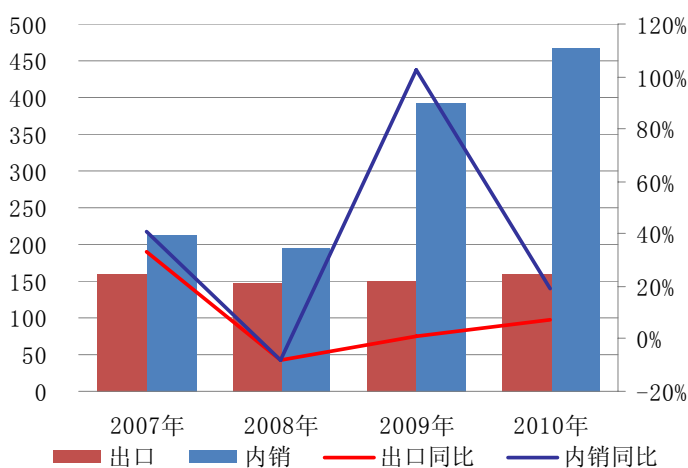
图 1: 当月产销数据历史同比（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

2010 年 8 月冰箱内外销合计 628 万台，在去年高基数下，同比增长仍达 16%。8 月开始进入冰箱销售淡季，但单月近 630 万台销量呈现出淡季不淡的特点，也反映了冰箱市场产销两旺的行情。

图 2: 当月内外销数据历史同比（单位：万台，%）

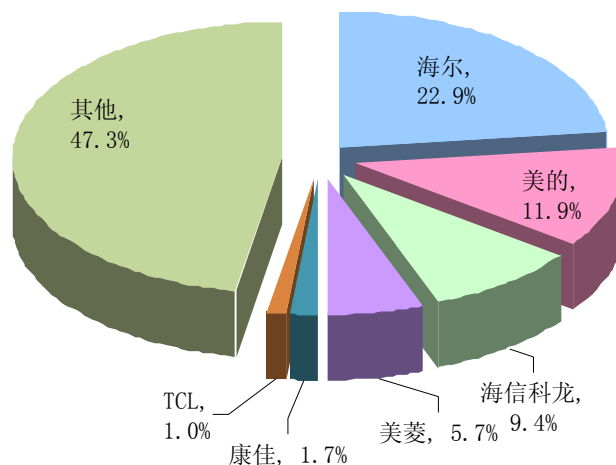


资料来源：产业在线，中投证券研究所

8 月冰箱销售依旧内销增长较好，当月销售 468 万台，同比增长 19.3%，内销占总销量达 74.5%。外销 160 万台，同比增长 7%。

1.2 2010 年 8 月当月数据分品牌分析

图 3: 当月数据分品牌分析 (单位: %)



资料来源: 产业在线, 中投证券研究所

当月分品牌来看, 海尔、美的与海信科龙市占率分别为 22.9%, 11.9% 和 9.4%, 占据国内品牌领先优势。

海尔 8 月销量 144 万台, 同比增长 12.3%, 保持行业第一的绝对位置。美的系快速扩张下, 旗下的华凌、荣事达和小天鹅 8 月合计销量 75 万台, 同比增长 38.5%, 远高于 16% 的行业平均增速。海信科龙月度销量 59 万台, 相比去年同期稍有减少。

应该注意的是:

- 1) 我们的分析数据均来自产业在线, 统计口径标准以及时间截止偏差等问题造成销量数据波动较大, 其统计数据的准确度也争议颇多。但毕竟具有一定的参考意义。
- 2) 由于厂商出货节奏不同, 单月销售数据本身即存在一定波动性, 可能累积数据更有说服力。
- 3) 产品单价的跨度从 1 千多元到 1 万以上, 由于产品单价的差异, 销售收入的变化与销量的变化可能差异很大, 还要综合考虑冰箱厂商的产品结构和产品平均单价。

二、累计数据（10 年 1-8 月）

2.1 累计数据同比：内销增长 29.9%，出口增长 8.5%

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	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2010 年	4,904	3,628	1,275	74%	26%
同比增长	23.5%	29.9%	8.5%		
2009 年	3,969	2,793	1,176	70%	30%
全年数据					
2009 年	5,648	3930	1718	70%	30%
同比增长	32.6%	50.7%	4.0%		
2008 年	4,260	2,608	1,653	61%	39%
同比增长	3.7%	5.3%	1.1%		
2007 年	4,110	2,476	1,634	60%	40%
同比增长	28.5%	35.2%	19.6%		
2006 年	3,197	1,831	1,367	57%	43%

资料来源：产业在线，中投证券研究所

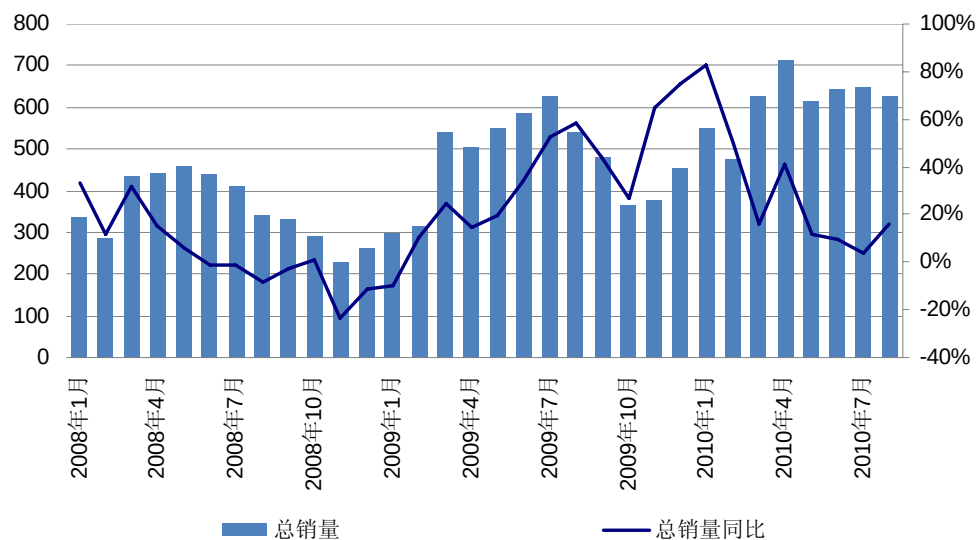
总体而言，1-8 月冰箱销售延续去年的高速增长，内外销合计 4904 万台，同比增长 23.5%。其中内销 3628 万台占总销量 74%，同比增长 29.9%，是冰箱销售的主要市场。出口 1275 万台，同比增长 8.5%。

内销旺盛主要是由于当前冰箱消费较好的契合了农村家电需求，家电下乡等政策使得农村三四级市场需求得到了极大的释放。但政策的效果能否长期持续尚需后续观察。而在城镇，替换需求是需求的主流，因而城镇销量相对均衡，但升级特征明显，平均单价稳步提升。另外，以旧换新也可能促进了城镇升级加快，但目前政策效果并不明显。

我们也应看到，三四级市场蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手，未来随着农民收入提升，农村家电交易成本的下降，家电农村消费将成为重要的市场增量。同时，城镇化的持续推进，居民可支配收入的不断提高，将有效增加城镇居民家电更新需求，而且产品升级特征明显。

2.2 分月度数据比较

图 4: 总销量月度数据 (单位: 万台, %)

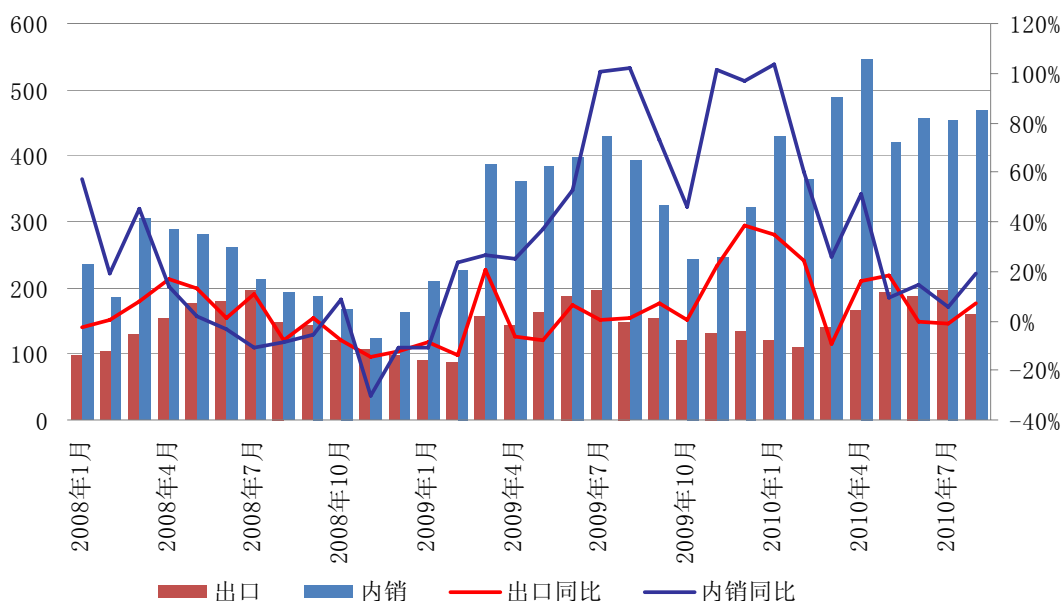


资料来源: 产业在线

分月来看, 2009年下半年开始单月总销量同比增速一度高达60%以上。今年5月份开始, 随着去年基数的抬高, 冰箱总销量同比增长出现回落。

8月开始进入冰箱销售淡季, 但当月同比增速从7月4%提高到16%, 600万台以上的单月绝对销量也属历史较高水平。8月销售呈现出淡季不淡的特征, 延续市场销售旺盛的态势。

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，内销同比增长从4月开始已经出现回落。2009年3月份后随着家电下乡政策效应显现，全社会消费信心逐步恢复，内销呈现爆发性增长，至2010年4月内销同比一直保持在26%以上。内销增速回落一方面有前期高基数的原因，另一方面也有政策刺激下，前期高增长部分透支需求。绝对量上看，7、8两月单月超过450万台的月度销售量仍是历史单月较高水平。特别是8月进入淡季后，内销环比仍有增长，说明当前冰箱市场仍然保持旺盛需求。

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15%左右的水平，基本保持稳定。7、8月份冰箱出口单月销量均为150万台以上，仍属历史最高（单月出口销量）水平。一方面，欧美等在金融危机去杠杆化过程完成后，消费正逐步恢复，但在欧债危机以及美国经济尚未完全恢复情况下，要完全回到金融危机前高增长仍有一定难度。另一方面，由于冰箱运输成本较高，出口占比不大，随着国内厂商纷纷出口建厂，冰箱等家电单体价值不断降低，家电消费更多具有消费品而非耐用品特征，未来我国冰箱出口仍有较大的增长空间。国家电具有多方面长期竞争力，轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、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实际上负面影响有限。因为我国家电竞争力不单单表现在低廉的劳动力，还具备以下几个优势：依托巨大的国内家电市场，规模优势明显；具有比较完整的产品集群和产品配套；适应于劳动力密集型行业，拥有较高的组织管理水平和上佳的营商环境。上述优势是短期内不可复制或转移的。

2.3 分品牌比较（1-8月累计数）

图 6：1-8 月分品牌总销量占比

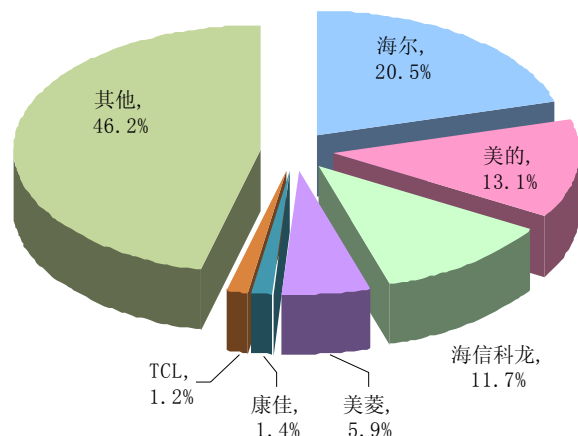
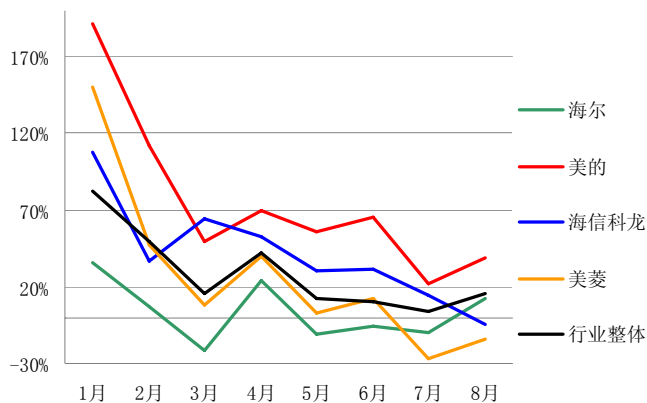


图 7：1-8 月分品牌总销量同比增长



资料来源：产业在线

冰箱行业经过连续多年的价格战以及产业整合，品牌集中度正逐步提升。1-8 月，海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计 45.3%。海尔以 20.5% 的市占率居行业第一，累积销量 1005 万台，增速基本与上期持平。美的系继续快速扩张，1-8 月总销量 644 万台，同比增长 62.7%，远超市场 23.5% 的平均增速，累积市占率达 13.3%。海信科龙 1-8 月累积销量 574 万台，同比增长 35.1%，市占率为 11.7%。同期，美菱总销量 287 万台，同比 13.9%，市占率略微下滑至 5.9% 的水平。

1-8 月，海尔内销 900 万台，同比增长 12.5%，市占率 24.8%，依然保持行业第一的位置，美的冰箱内销 502 万台，同比大增 58.6%，市占率提高 2.5 个百分点至 13.8%。海信科龙亦表现不俗，内销 418 万台，同比增长 37.7%，市占率提升 1 个点至 11.5% 的水平。

出口方面海信科龙市占率 12.3%，居第一位，1-8 月外销 156 万台，同比增长 28.8%。美的外销 142 万台，同比增长 78.6%，增长迅猛，大大超过行业平均 8.5% 的水平，市占率也从去年 6.8% 增长到 11.1%。海尔出口 105 万台，同比下滑 47.8%，市占率仅 8.3%。

应注意的是，各个冰箱厂商定价策略不同，产品单价差异也较大，同时，不同冰箱厂商出货节奏以及产品结构的不同，单纯的销售量与销售收入之间可能存在较大差异。（部分外销是通过海外工厂销售，并不在产业在线统计范围之列。产业在线出口数据根据海关报检进行统计，仅反映中国生产出口到国外家电数量的统计。根据青岛海尔半年报披露的冰箱收入数据，上半年公司冰箱收入同比实现 45% 的增长，冰箱出口收入也有 30% 以上的增长。造成差异的原因一方面是由于冰箱单体价值变化幅度较大，且公司加大高端产品占比带来收入的增长。另一方面也有第三方数据统计口径和时间窗口带来的不同。）

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 (10.11)	PE09	PE10	PE11	投资评级
600690	青岛海尔	0.86	1.43	1.89	23.09	26.8	16.1	12.2	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	0.94	1.15	15.63	25.6	16.6	13.6	强烈推荐
000521	美菱电器	0.73	0.80	0.70	11.25	15.4	14.1	16.1	推荐
000921	ST 科龙	0.11	0.28	0.36	7.10	64.5	25.4	19.7	中性

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

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。

免责条款

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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