



加速补库存 政策扶变频

——空调行业 12 月月报

增持维持

投资要点:

- 内销增幅略超预期, 看好空调旺销
- 补库存明显, 企业乐观
- 国家政策行动上推动变频化, 推荐美的电器、三花股份

报告摘要:

- 空调内销增幅略超预期。**大基数下继续维持高位增长, 11 月出货量、内销、出口、产量同比分别增长 54%、43%、71%、75%。1-11 月出货量、内销、出口、产量同比分别增长 43%、36%、53%、52%。
- 补库存强度大于往年。**厂家库存显著增加, 说明厂家对明年市场较乐观, 淡季补库存现象明显。库存为 973 万台, 同比、环比分别增长 34%、20%。11 月库存同期高于 08 年和 09 年, 略低于 07 年。
- 预计行业增速今年 44%、明年 20%。**预计下月内销和出口仍保持高速增长; 内销全年突破 5100 万台, 四季度同比增长 42%; 出口全年突破 4300 万台, 四季度同比增长 68%。
- 竞争格局: 二线品牌需跟紧。**今年 1-11 月海信科龙(52%)、海尔(46%)销量增长快于行业(43%)。美的 11 月份额略有上升, 格力全年出口量增长近翻番。
- 产品结构: 政策正式支持空调变频化。**从变频空调出货量增速大于终端零售可看出, 变频占比还将上升。10 月大中城市变频量、变频额占比提高到 50%、53%, 内销量变频占比为 21%; 预计未来 2 年内销变频占比能提高到近 50%。“电子膨胀阀变频节能技术”进入了《国家重点节能技术推广目录(第三批)》, 意味着国家政策在行动上开始支持变频空调推广。
- 太阳能空调亮相。**是空调产品高端化、节能化趋势的一种体现; 近两年销量有限。
- 风险提示: 原材料、人力成本上涨; 人民币升值抑制出口。**

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	11PE	PEG	评级
格力电器	18.27	1.03	1.35	1.64	11.1	0.59	买入
美的电器	17.45	0.61	1.05	1.32	13.2	0.45	买入
青岛海尔	27.72	0.86	1.40	1.71	16.2	0.55	买入
ST 科龙	8.00	0.11	0.45	0.50	16.0	0.24	未评级
三花股份	34.70	0.90	1.28	1.62	21.4	0.84	买入

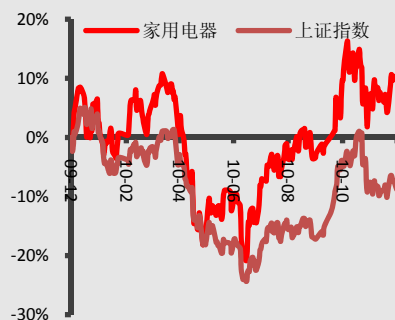
家电研究员

张泽京

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	34
总市值(亿元)	3446
流通市值(亿元)	2405
重点公司(家)	9
重点公司占行业市值比重	61%

相关研究

冰洗行业 12 月月报: 满意收官, 格局维稳 (2010.12.14)

家电下乡和以旧换新 11 月数据点评: 热水器暖农村, 节日效应显灵? (2010.12.09)

空调行业 10 月数据点评: 季节特征趋弱, 市场集中度提高 (2010.12.06)

目录

一、产销总量：大基数下高增长.....	4
（一）出口：涨价前夕放量	5
（二）补库存强度大于往年	6
（三）行业增速今年 44%、明年 20%.....	6
二、竞争格局：二线品牌需跟紧.....	6
（一）海尔、志高成长快于行业	6
（二）格力出口份额上升	7
三、产品结构：政策支持空调变频化.....	8
（一）变频占比还将上升	8
（二）太阳能空调亮相	9

插图

图 1: 08-10 年家用空调出货量(月度).....	4
图 2: 08-10 年家用空调产量(月度).....	4
图 3: 08-10 年家用空调销量(季度).....	4
图 4: 08-10 年家用空调产量(月度).....	4
图 5: 08-10 年家用空调内销量(月度).....	5
图 6: 08-10 年家用空调出口量(月度).....	5
图 7: 08-10 年家用空调城市零售量(月度).....	5
图 9: 07-10 年家用空调厂家库存(月度)	6
图 10: 09-10 年家用空调市场份额(总销量).....	7
图 11: 09-10 年家用空调市场份额(内销).....	8
图 12: 09-10 年家用空调市场份额(出口).....	8
图 13: 08-10 年变频空调城市零售量(月度).....	8
图 14: 08-10 年变频空调城市零售额(月度).....	8
图 15: 08-10 年变频空调内销量(月度).....	9
图 16: 08-10 年变频空调出口量(月度).....	9
图 17: 09-10 年变频空调占比(国内大中城市).....	9
图 18: 08-10 年变频空调占比(出货量).....	9

表格

表 1: 2010 年 11 月家用空调企业销售情况.....	7
表 2: 2010 年 1-11 月家用空调企业销售情况.....	7

一、产销总量：大基数下高增长

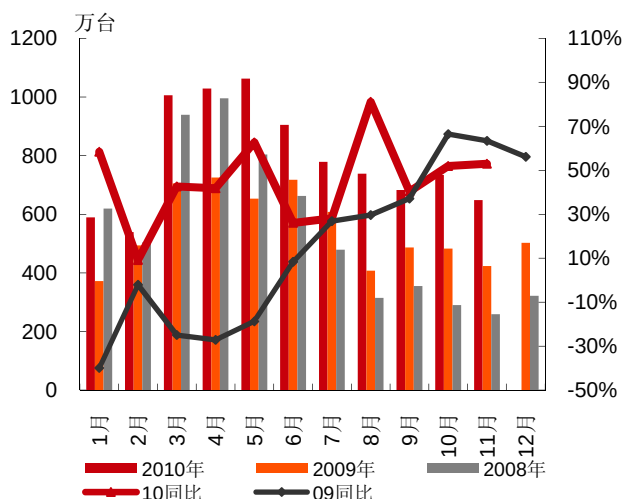
产销继续维持高位增长，内销增幅略超预期；在去年基数很大的情况仍能保持高速增长，说明即使在淡季空调需求仍旧旺盛，季节特征趋弱。

11月销量增幅与10月持平，产量增速快于前两个月，厂家在淡季加大生产备战2011年上半年。

2010年11月家用空调出货量为648万台，同比、环比增长54%、下降12%；其中内销（381万台）同比、环比增长43%、下降20%，出口（267万台）同比、环比分别增长71%、4%。产量为810万台，同比、环比分别增长75%、4%。1-11月家用空调出货量、内销、出口、产量同比分别增长43%、36%、53%、52%。

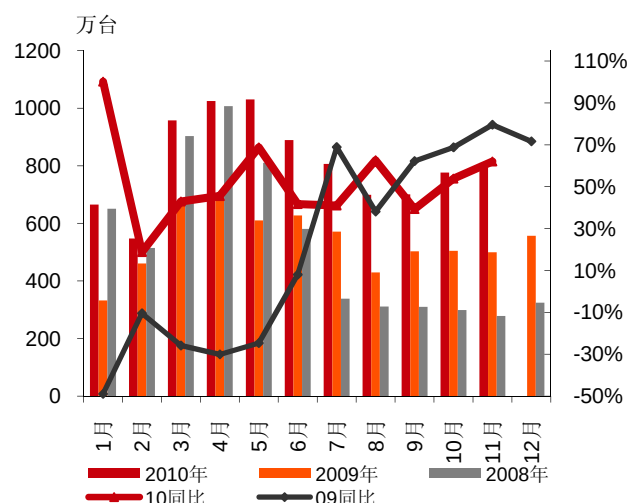
国家统计局公布的11月份空调产量同比、环比分别增长34%、3%；1-11月产量同比增长40%。

图 1：08-10 年家用空调出货量(月度)



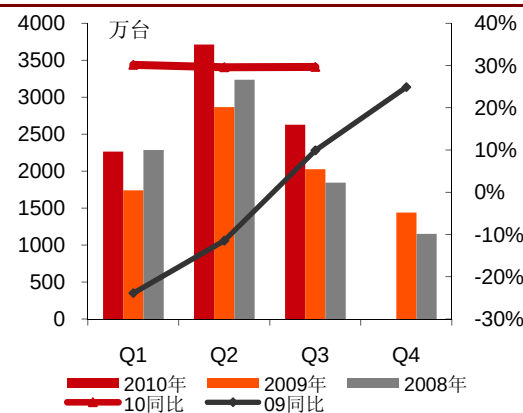
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：08-10 年家用空调产量(月度)



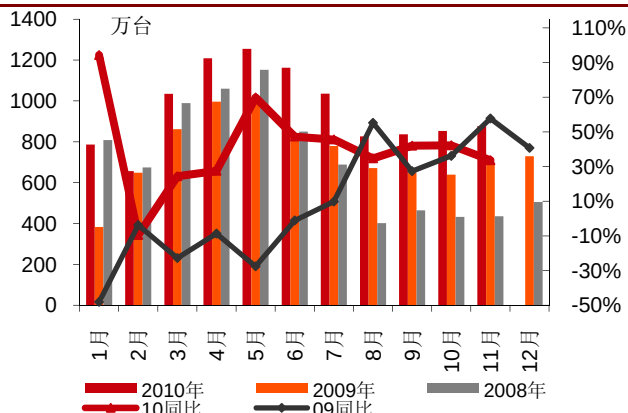
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：08-10 年家用空调销量(季度)



资料来源：国家统计局，宏源证券

图 4：08-10 年家用空调产量(季度)



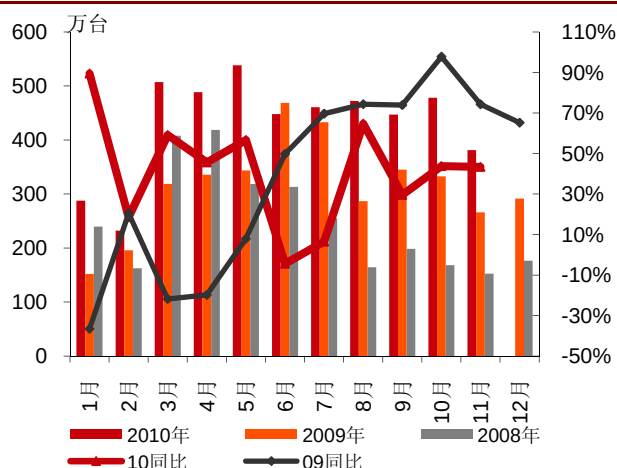
资料来源：国家统计局，宏源证券

(一) 出口：涨价前夕放量

国内三四级市场销售要显著好于一二级市场。国内大中城市 10 月空调零售量增速为 13%，零售额增速为 26%（数据源为中怡康），增速小于全国内销水平。

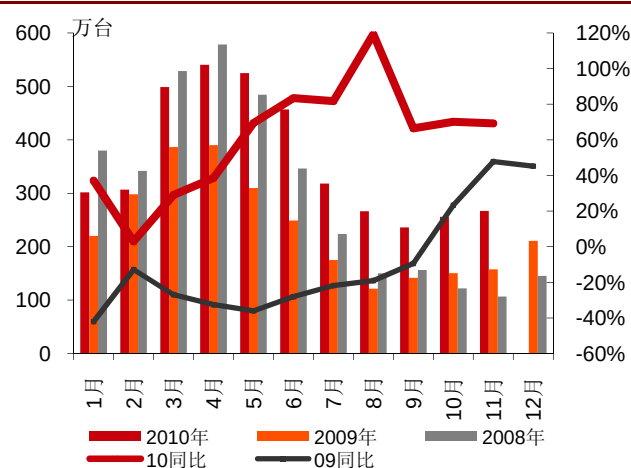
出口：涨价前的大量提货。随着原材料和人力成本上涨、人民币升值，出口北美的空调涨价势在必行，以避免国内空调企业的代工业务出现亏损。11 月出口大增与欧美国家销售旺季（圣诞节）即将来临有关，且北美市场有复苏迹象。

图 5：08-10 年家用空调内销量(月度)



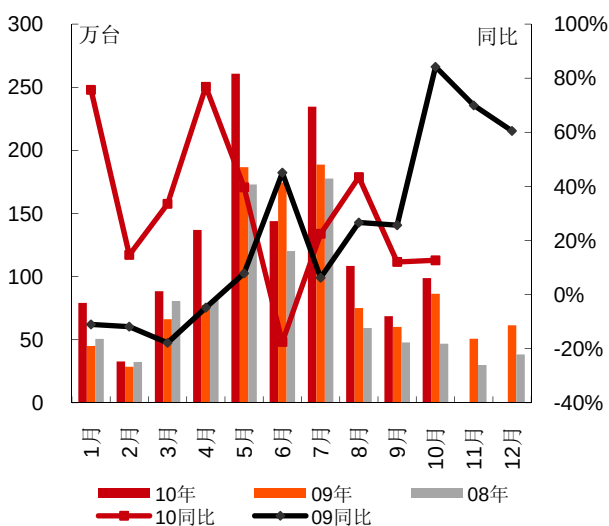
资料来源：产业在线，宏源证券

图 6：08-10 年家用空调出口量(月度)



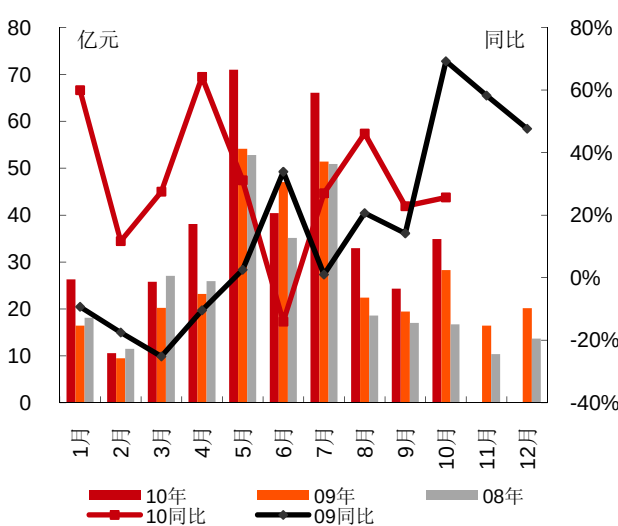
资料来源：产业在线，宏源证券

图 7：08-10 年家用空调城市零售量(月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

图 8：08-10 年家用空调城市零售额(月度)



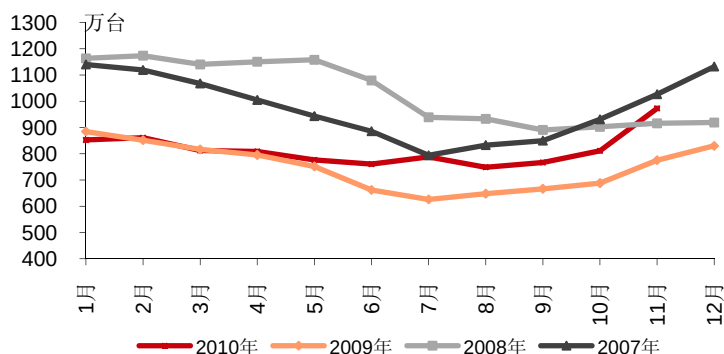
资料来源：中怡康，宏源证券

（二）补库存强度大于往年

厂家库存显著增加，说明厂家对明年市场较乐观，淡季补库存现象强于往年。库存为 973 万台，同比、环比分别增长 34%、20%。11 月库存同期高于 08 年和 09 年，略低于 07 年。

原材料和零部件成本有上涨预期，厂家赶在成本更高之前抓紧生产。

图 9：07-10 年家用空调厂家库存（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

（三）行业增速今年 44%、明年 20%

预计下月内销和出口仍保持高速增长，其中新兴经济体仍保持热度，北美成熟市场有所好转。

预计今年全年空调出货量、内销、出口增长约 44%、37%、54%。预计内销全年突破 5100 万台，其中四季度同比增长 42%，好于三季度的 30%。预计出口全年突破 4300 万台，其中四季度同比增长 68%，低于三季度的 87%。

预计明年空调高基数稳中有升，维持约 20%增速，未来根据房地产和天气情况调整。各国内空调企业对明年均持乐观态度调高了销售目标，其中美的目标为增速 40%，格力目标增速为 30%。

空调必须消费品属性凸显，预计未来淡旺季现象将趋于弱化。

二、竞争格局：二线品牌需跟紧

（一）海尔、志高成长快于行业

11 月份志高（73%）、海尔（70%）销量增长快于行业（54%）。库存（除海尔外）均增加，尤其志高、海信科龙大幅增加，二线品牌危机意识增强，明年意欲一搏。今年 1-11 月海信科龙（52%）、海尔（46%）销量增长快于行业（43%）。今年海尔的无氟变频空调战略著有成效；空调行业中今年海信科龙成长最快，变频技术优势和企业内部的重组和激励既为今年高成长形成支撑，也为未来发展带来想象空间。海信与科龙的重组、股权激励方案的出台等频频动作将为白电市场竞争格局带来新的变数。

表 1: 2010 年 11 月家用空调企业销售情况

企业	销量	销量同比	内销量	内销同比	出口量	出口同比	库存	库存同比
格力	210	52%	160	31%	50	213%	287	11%
美的	170	55%	105	50%	65	63%	288	23%
海尔	30	70%	20	54%	10	117%	16	-30%
志高	38	73%	21	75%	17	70%	25	117%
科龙	14	93%	4	30%	10	133%	30	140%
海信	8	19%	8	63%	0		29	216%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

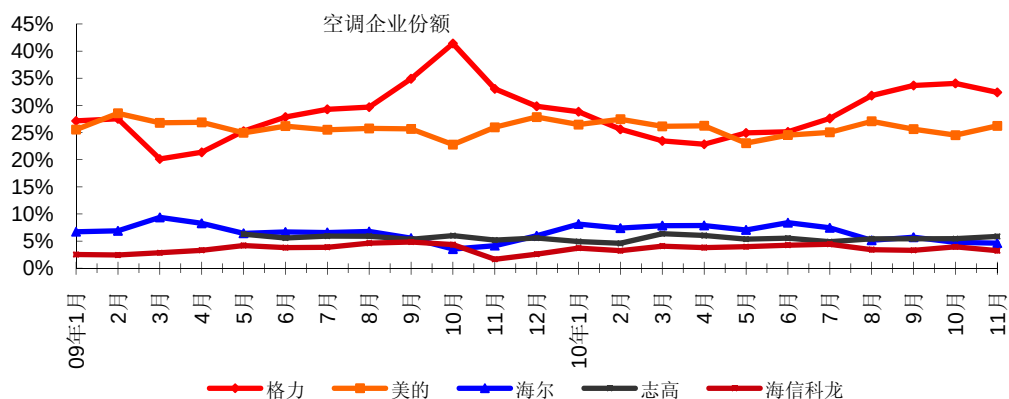
表 2: 2010 年 1-11 月家用空调企业销售情况

企业	销量	销量同比	内销量	内销同比	出口量	出口同比
格力	2412	42%	1721	27%	691	98%
美的	2224	41%	1240	36%	984	48%
海尔	599	46%	410	43%	189	53%
志高	480	41%	246	55%	234	29%
科龙	226	56%	98	36%	128	75%
海信	109	44%	96	49%	12	14%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

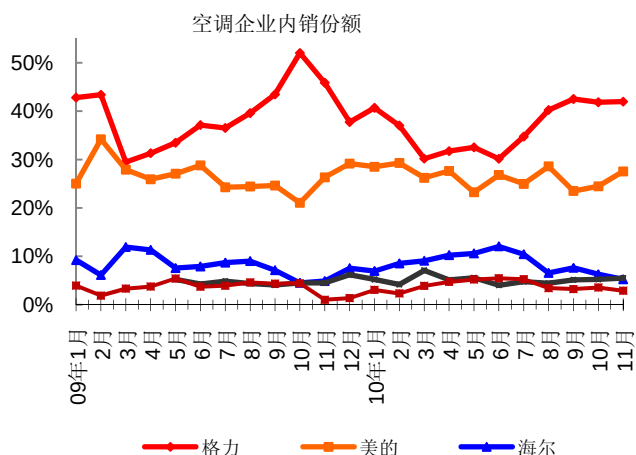
(二) 格力出口份额上升

市场份额基本稳定: 维持前两强争霸、后三强追赶的多寡头格局。11 月美的份额略有上升。出口策略调整使得今年来格力、海信科龙出口份额明显上升, 格力从 09 年的 13% 到 10 年的 17%, 出口量近翻番增长。海信科龙虽然市场份额较小, 但总份额从 09 年的 2.4% 到 10 年的 3.8%, 上升趋势明显。随着变频空调成为主流, 拥有变频技术和大规模优势的龙头企业将迎来新机遇, 市场集中度会进一步提高。

图 10: 09-10 年家用空调市场份额(总销量)


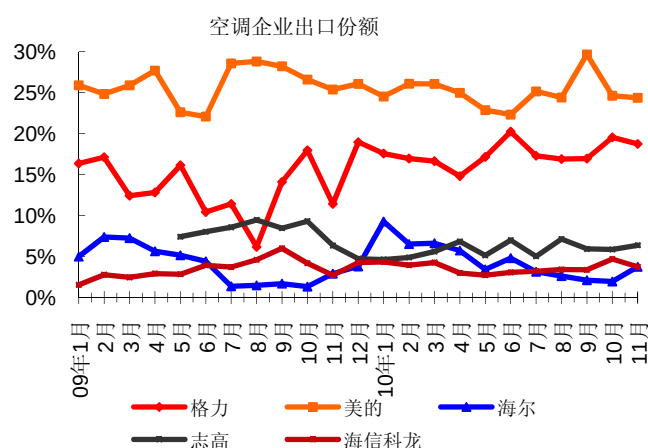
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 11: 09-10 年家用空调市场份额(内销)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 12: 09-10 年家用空调市场份额(出口)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

三、产品结构: 政策支持空调变频化

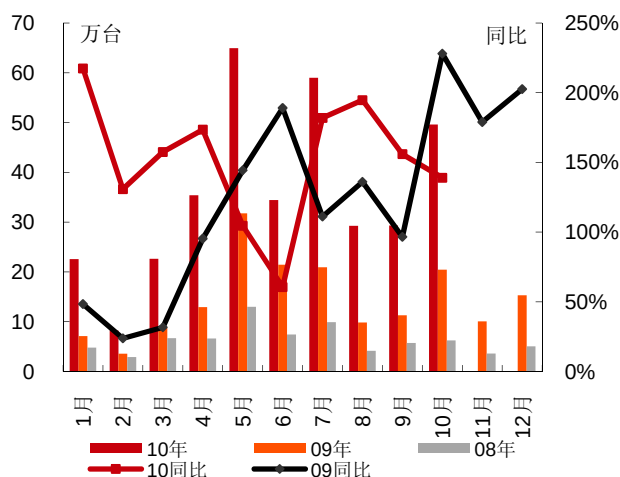
(一) 变频占比还将上升

变频空调内销仍维持高速增长, 正式步入普及期。从变频空调出货量增速大于终端零售可看出, 空调企业大力生产变频, 未来终端零售的变频占比还有上升空间。

10月变频空调大中城市零售量、零售额同比增长139%、114%，1-10月累计同比增长137%、109%。

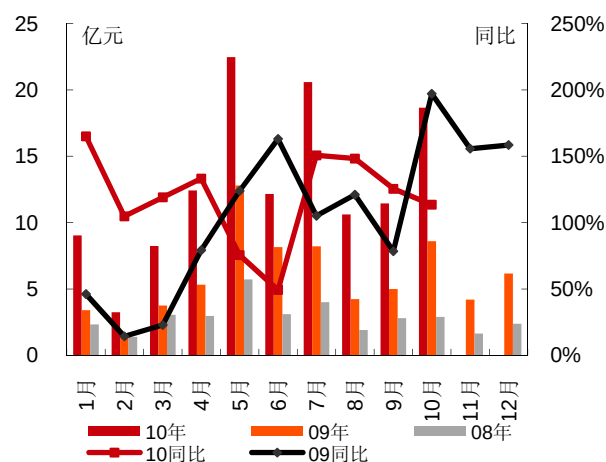
10月变频空调出货量同比增长约175%，其中内销、出口同比分别增长285%、45%左右。1-10月变频空调出货量、内销、出口同比分别增长95%、184%、24%。

图 13: 08-10 年变频空调城市零售量(月度)



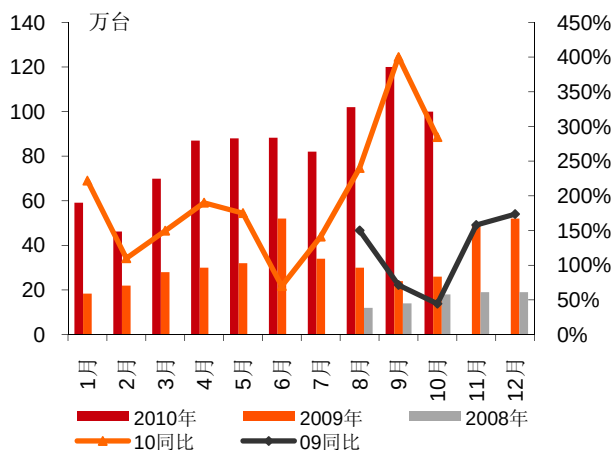
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 14: 08-10 年变频空调城市零售额(月度)



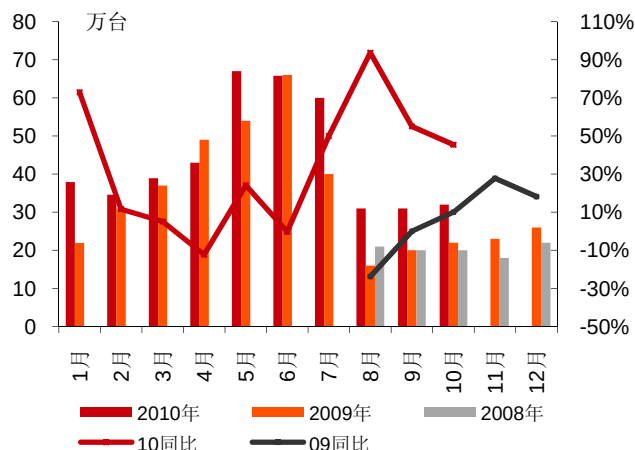
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 15: 08-10 年变频空调内销量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 16: 08-10 年变频空调出口量(月度)

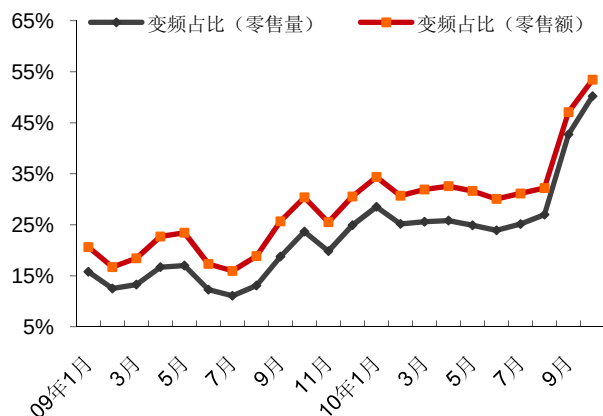


资料来源：产业在线，宏源证券

“电子膨胀阀变频节能技术”进入了《国家重点节能技术推广目录（第三批）》，十二五期间政府预计投入 2 亿元加大对电子膨胀阀的研发和推广，意味着空调变频化由今年仅企业自主推动转为未来几年国家政策支持，有利于目前变频量较大的企业如美的电器和变频空调上游企业如三花股份。

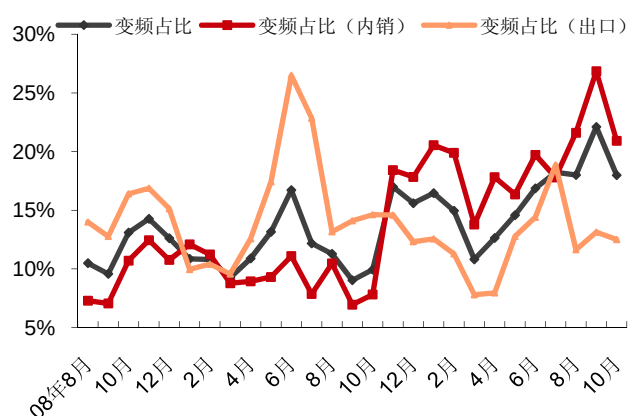
10 月大中城市变频量、变频额占比提高到 50%、53%，内销量变频占比为 21%；预计未来 2 年内销变频占比能提高到近 50%。

图 17: 09-10 年变频空调占比(国内大中城市)



资料来源：中怡康，宏源证券

图 18: 08-10 年变频空调占比(出货量)



资料来源：产业在线，宏源证券

（二）太阳能空调亮相

近期太阳能空调由于美的和格力公开推出而受到了市场关注，我们认为：

（1）需求主要来自欧美发达国家市场，国内厂家近期揽到了少量订单。

（2）这是空调产品高端化、节能化趋势的一种体现。随着新能源技术不断改进，太阳能等新能源技术均会应用到家电领域，节能将会体现在家庭的各个角落。

(3) 格力、美在太阳能空调的积极亮相，体现了中国企业在空调领域的综合实力。

(4) 近两年销量有限。原因：一是价格太高，难以普及到普通家庭；二是电池技术成熟到低成本产业化还需要一段时间。

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所家电行业研究员, 理学学士、管理学硕士; 四年证券行业从业经验, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、三花股份、苏泊尔、九阳股份。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 13801356800 Zhangjun3@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 15910639397 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。