

空调

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

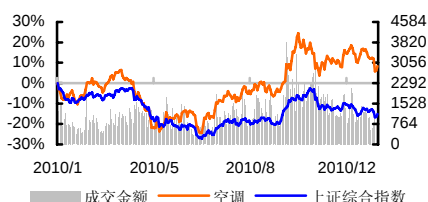
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	6
总市值(亿元)	1514
占A股比例(%)	0.25%
平均市盈率(倍)	69.21

行业表现

(%)	1M	3M	6M
空调	-6.45	-2.27	24.65
上证综合指数	-4.69	-8.12	11.42



相关报告

《青岛海尔-第二期股权激励方案顺利获批》2011-1-16

《美的电器-辉煌之后还有辉煌》2011-1-10

《青岛海尔-集团支持态度坚决 资产重组进程加快》2011-1-9

空调行业

看好

末月五成增长收官 全年销量破 9000 万

投资要点:

- 2010年12月空调销量759万台,同比大幅增长51%。受益于今冬极端天气增加,冷暖空调销售旺盛,12月空调销售延续高增长势头,单月销量创同期历史新高。当月内销416万台,在去年较高基数下,同比实现42.7%的增长。外销343万台,大幅增长62.5%。分品牌来看,当月格力、美的总销量分别为235和220万台,同比分别增长56.7%和57.1%,均有较高增长,市占率分别为31%和29%。两寡头市占率合计60%。
- 累积数据上看,2010年全年空调销量内外销合计9521万台,同比增长44.8%。其中出口4389万台,内销5132万台,同比增长分别为55.7%和36.7%。内外销都保持较为强劲的增速。
- 空调内销突破5000万台,3月份后销售量同比增长均保持在20%以上,8月旺季创出80%同比高增长。下半年10月份后,同比增长保持50%以上增速。明年1000万套保障性住房投入超市场预期,弥补商品房销售受政策打压的影响,空调内销依然能够维持10%以上的增长,未来三年复合增长率15%。推动内销增长的因素包括:1)居民收入继续增长;2)城镇化水平有望继续提升,制度变迁推动城镇化走向深化,促进城镇农民家电消费水平提升;3)三四级市场蕴含着很大的空调消费潜力。
- 出口保持旺盛增长,全年突破4000万台,出口占比46%,相比09年全年43%的占比大幅提升,同比增长56%。未来三年空调出口将保持5%-10%复合增长率。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恶劣天气增加,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)全球经济增长。3)中国家电的国际竞争力会持续保持,市场份额不会下降。
- 分月度来看,今年8月在高温天气影响下,空调销售旺盛。10月份后受极端天气影响,空调销售高基数下依然保持较高增速,同比增长50%以上。从去年7月算起,已连续18个月空调旺销。
- 品牌格局上,2010年格力、美的总销量分别为2656万台和2480万台,市占率分别为28%和26%,同比增长分别为43%和45%。全年格力内销1871万台,同比增长28%,市占率36%霸居行业第一。美的销量1365万台,同比增长37%,市占率27%。外销全年美的出口销量1115万台,同比增长54%,出口市占率25%维持行业第一的绝对优势。格力出口785万台,同比大幅增长99%,增长势头迅猛,市占率提高4个点达18%。
- 风险提示:加息等宏观政策调控,压抑股价。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	股价 (01.19)	09PE	10PE	11PE	投资评级
000651	格力电器	1.03	1.42	1.85	16.59	16.0	11.6	9.0	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	1.13	1.41	16.42	27.1	14.6	11.6	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.50	2.10	25.73	30.0	17.2	12.3	强烈推荐

目 录

一、当月数据（2010 年 12 月）	3
1.1 2010 年 12 月当月数据历史同比	3
1.2 2010 年 12 月当月数据分品牌分析	4
二、累计数据（2010 年 1-12 月）	5
2.1 全年同比：出口增长 55.7%，内销增长 36.7%	5
2.2 分月度数据比较	7
2.3 分品牌比较（1-12 月累计数）	9
三、相关公司	10

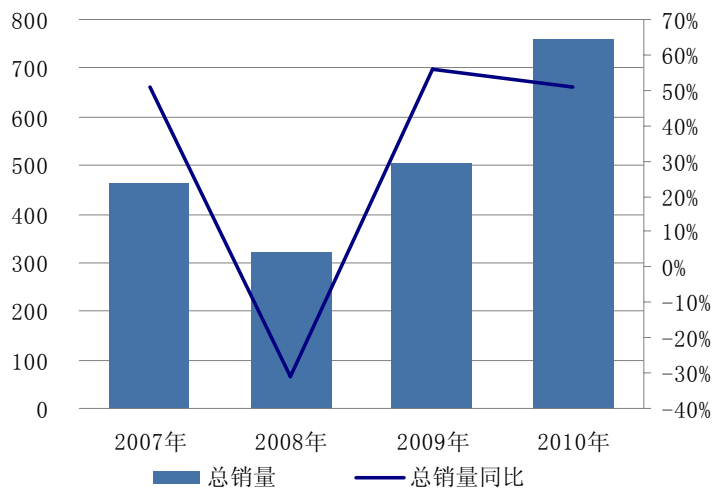
图表目录

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	10
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 4：总销量月度数据（单位：万台，%）	7
图 5：内外销月度数据（单位：万台，%）	8
图 6：1-12 月分品牌总销量占比	9
图 7：1-12 月分品牌总销量同比增长	9

一、当月数据（2010 年 12 月）

1.1 2010 年 12 月当月数据历史同比

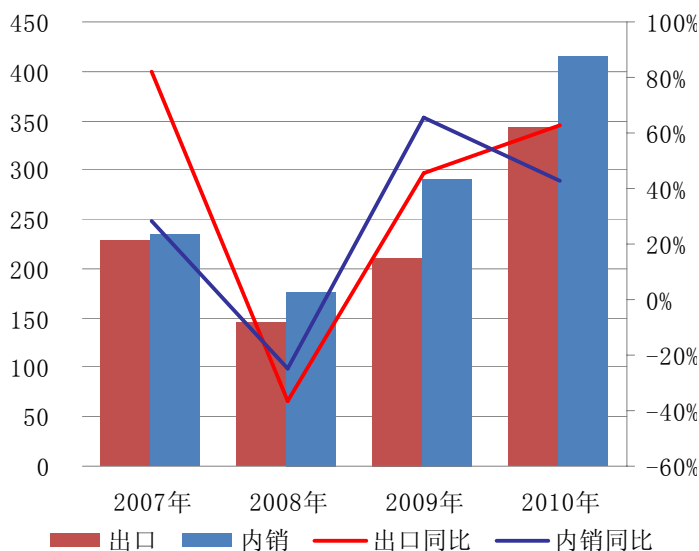
图 1：当月产销数据历史同比（单位：万台，%）



资料来源：产业在线

2010 年 12 月空调销量 759 万台，同比大幅增长 51%。受益于今冬极端天气增加，冷暖空调销售旺盛，12 月空调销售延续高增长势头，单月销量创同期历史新高。

图 2：当月内外销数据历史同比（单位：万台，%）

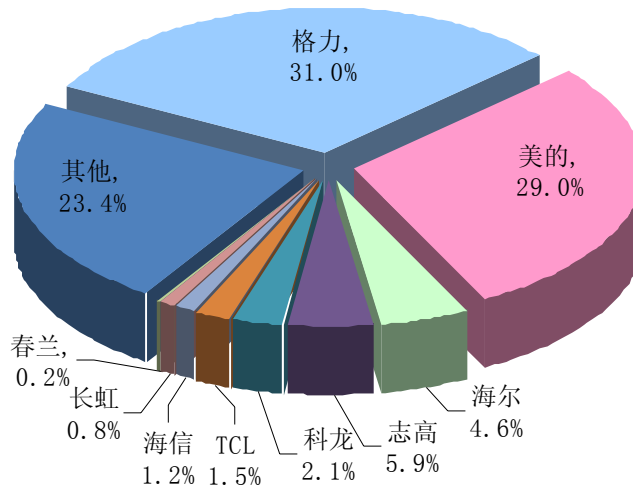


资料来源：产业在线

当月内销 416 万台，在去年较高基数下，同比仍实现 42.7% 的增长。外销 343 万台，大幅增长 62.5%。

1.2 2010 年 12 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 235 和 220 万台，同比分别增长 56.7%和 57.1%，均有较高增长，市占率分别为 31%和 29%。两寡头市占率合计 60%。其中格力内销 150 万台，同比增长 36%，外销 85 万台，低基数下同比大增 113%。而美的内外销也均有较大幅度增长，内销 125 万台，同比增长 47%，外销 95 万台，同比增长 73%。

12 月，海尔空调销售 39 万台，同比增长 30%；志高空调销量 35 万台，同比增长 25%；科龙当月销量 22 万台，同比大幅增长 69%。相比之下，空调龙头企业淡季优势更明显。

二、累计数据（2010 年 1-12 月）

2.1 全年同比：出口增长 55.7%，内销增长 36.7%

表 1：年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1-12 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2010 年	9521	4389	5132	46.1%	53.9%
同比增长	44.8%	55.7%	36.7%		
2009 年	6574	2819	3755	42.9%	57.1%
同比增长	0.7%	-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%

资料来源：产业在线

全年来看，2010 年空调销量内外销合计 9521 万台，同比增长 44.8%。其中内销达 5132 万台，出口 4389 万台，同比增长分别为 36.7%和 55.7%，内外销都保持较为强劲的增速。

国内市场销量首破 5000 万台大关。上半年空调销售增长迅猛。3 月份后销售量同比增长均保持在 20%以上。8 月旺季创出 80%同比高增长。下半年 10 月份后，淡季下空调销售仍高温不退，同比增长保持 50%以上增速。空调销售继续呈现旺盛态势。地产在经过近一年的政策调整后，利空因素已接近出尽，地产销售已开始呈现回稳态势。同时，今年 600 万套保障性住房建设，一部分对冲了今年上半年地产调控对明年空调销售的滞后影响。明年 1000 万套保障性住房投入超市场预期，弥补商品房销售受政策打压的影响。随着时间的推移，未来无论房价走势如何，成交量都会逐步放大。考虑到下半年空调销售旺盛，也说明了空调销售受地产政策调控的负面影响有限。

未来推动空调内销增长的主要因素包括：

1) 居民收入继续增长将不断推动空调消费。我国人均收入已突破 3000 美元大关，相比国外家电消费，我国空调保有量特别是农村家电保有量还是非常较低。2011 年是十二五规划元年，提高中低层群体收入是十二五规划的重要目标之一。未来随着中低收入居民人均收入的持续提高，将推动未来家电消费的普及升级。城镇市场消费升级明显，节能、舒适、美观的高端产品占比逐渐增加，城市第一批空调普及已进入更新期，未来更新需求也将放量增长。

2) 城镇化水平有望继续提升，制度变迁推动城镇化走向深化，促进城镇

农民工家电消费水平提升。中国目前 46% 的城镇化率存在一定“伪城镇化”的问题。中国城镇人口中，还包含大量进城务工的农民工（含家属约 1.7 亿人口）。该人群虽然身居城市，但生活保障低，表现为高储蓄，低消费。未来随着城镇化的二次深化，中低收入的非户籍人口收入会加速上涨。相关制度的逐步改善，会极大地提高他们的消费倾向。另外随着年龄结构的变化也会促进这部分人群的收入消费倾向提升，成为未来中低端消费的重要增量，家电也会充分受益。

3) 三四级市场蕴含着很大的家电消费潜力。目前农村空调保有量只有 12%，而且主要集中在东部地区。我们认为空调在农村市场有很大的增长潜力。新农村建设逐步推进以及城镇化建设带动下，农村新增楼房增加，使得原有的敞式住房结构转为封闭式结构，水电等基础实施不断完善，农村市场对家电的需求将会不断增加，还有非常大的空间。

出口恢复强劲增长，全年突破 4000 万台。金融危机的影响从今年 1 月开始已逐步消退。全年出口保持旺盛增长，出口占比 46%，相比 09 年全年 43% 的占比大幅提升，同比增长 56%。

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) 俄罗斯等高纬度地区出现恶劣天气增多，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。另外，东南亚、南亚市场也在蓬勃发展。

2) 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。

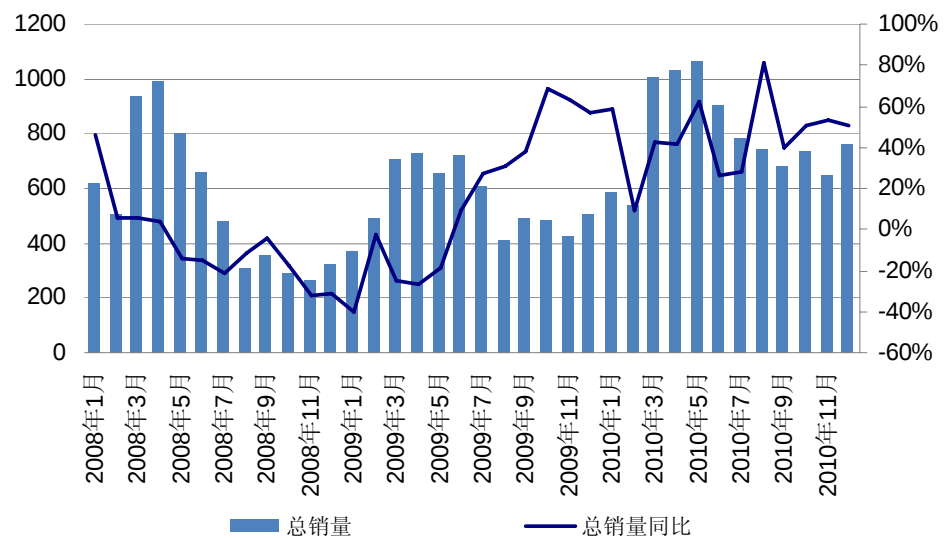
3) 市场上有观点认为未来劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口产生压制，这种推断只是理论上推断，带有一定主观臆断性，实证检验上未必能够成立。从近期家电出口数据上看并没有任何减缓的趋势。

4) 中国家电的国际竞争力会持续保持，市场份额不会下降。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。

2.2 分月度数据比较

图 4: 总销量月度数据 (单位: 万台, %)



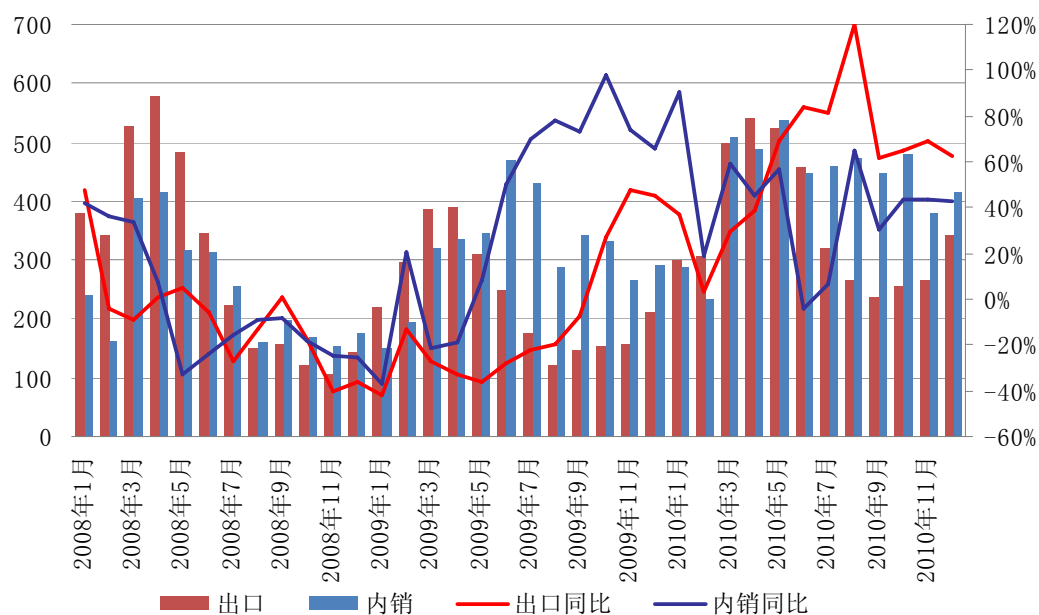
资料来源: 产业在线

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。

从历史销售情况看, 8 月后, 空调销售进入淡季。但今年 8 月在高温天气影响下, 空调销售旺盛, 呈现淡季不淡的特征。入冬后, 受极端天气增加的影响, 冷暖空调销售网上, 带动空调销售持续增长。10 月后在去年高基数下空调销售依然保持较高增速, 同比增长均在 50%以上。从去年 7 月算起, 已连续 18 月空调旺销。

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。旺盛需求支撑下, 未来三年空调将保持年均 12%-16%的复合增长。

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，6月份和7月份受补贴政策影响同比增速出现回落，同时5月份加速出货，透支了部分消费，内销增速有所下滑。8月份高温天气催化下，同比创近期新高。9月后，秋后气温转凉，旺季的结束，但内销同比增长均保持在30%以上增速。小冰河年份极端天气增加，带动冷暖空调销量。10月份后空调内销同比增长42%以上。全年内销实现37%的增长。我们也应该看到，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，**未来空调内销市场仍会保持15%左右稳定增长。**

2009年下半年开始，随着外围经济的转暖，出口逐渐恢复以及恶劣天气影响，外销同比增速保持在40%左右的水平。全年看除2月份由于春节因素，全年各月均保持35%以上出口增长，5月份后逐月均保持60%以上高速增长。外围经济转暖和极端气候的增加，拉动出口持续恢复。**预计未来三年空调出口仍将保持5-10%的复合增长。**

2.3 分品牌比较（1-12月累计数）

图 6：1-12 月分品牌总销量占比

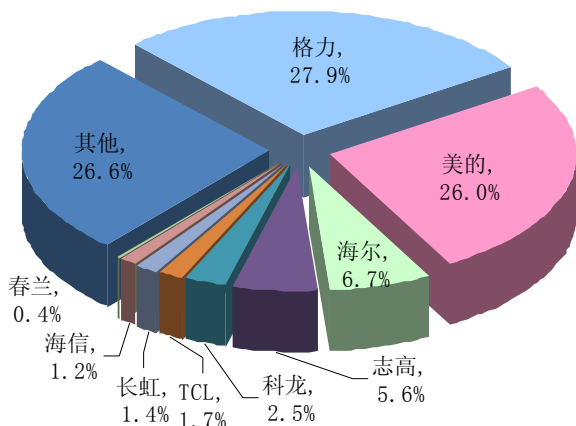
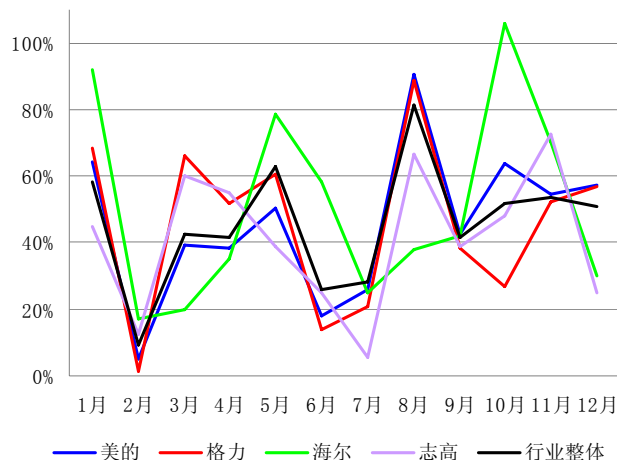


图 7：1-12 月分品牌总销量同比增长



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。随着市场竞争的不断成熟，行业格局日趋稳定。2010 年全年累积各品牌市占率基本与上年持平。前四家市占率合计超 66%。格力、美的全年总销量分别为 2656 万台和 2480 万台，市占率分别为 28%和 26%，双寡头销量合计已占据半壁江山。

各品牌增速来看，格力，美的增速基本与行业持平，全年同比增长分别为 43 %和 45%。海尔全年销量 638 万台，市占率不足 7%，累积增长 45%，超行业平均。志高、科龙等二线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，2010 年同比均以超市场增速恢复。

内销上，1-12 月格力销量 1871 万台，同比增长 27.8%，市占率 36%霸居行业第一。美的销量 1365 万台，同比增长 37.3%，市占率 26.6%。海尔内销 437 万台，同比增长 41 %，市占率 8.5%。

外销来看，1-12 月美的出口销量 1115 万台，同比增长 54%，出口市占率 25.4%维持行业第一的绝对优势。格力出口 785 万台，同比大幅增长 99%，增长势头迅猛，市占率提高 4 个点达 17.9%。志高出口 266 万台，同比增长 39%。海尔出口销量 201 万台，同比增长 53%。

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(01.19)	PE09	PE10	PE11	投资评级
000651	格力电器	1.03	1.42	1.85	16.59	16.0	11.6	9.0	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	1.13	1.41	16.42	27.1	14.6	11.6	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.50	2.10	25.73	30.0	17.2	12.3	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 $\pm 10\%$ 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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