



低估值与高成长双重驱动

——空调行业 11 年 1 月报

增持维持

投资要点:

- 销量维持高增长，一季度可持续
- 集中度将进一步提升
- 低估值和高成长双重驱动，建议买入美的电器、格力电器

报告摘要:

- **空调去年高增长（增速 44%）。**12 月出货量、内销、出口、产量同比分别增长 51%、37%、54%、52%；全年出货量、内销、出口、产量同比分别增长 44%、37%、54%、52%。
- **扩产能，补库存。**厂家增发扩容，库存明显增加，对市场持乐观预期。库存为 1082 万台，同比、环比分别增长 30%、11%。
- **预计今年增速 15-20%，一季度较快增长。**今年空调增长驱动因素没有大改变，需求将保持旺盛。预计今年增速 15-20%，由于基数原因，今年增速将前高后低。1 季度空调需求仍将较快成长，但在去年大基数下增速会放缓。
- **竞争格局：集中度将进一步提升。**随着成本优势和变频、核心零配件技术掌握及产能跟上，前几大国产品牌的市场份额还将上升。格力美的双寡头稳定格局下，全年海信科龙内销、出口分别增长 44%、67%，成为二线品牌一大亮点。
- **产品结构：变频普及延续。**变频空调 11 月仍保持高速增长，由于基数原因，增速较前两月有所放缓，但变频占比仍持续上升。2010 年全年变频将翻番增长，显著快于行业水平。
- **涨价势在必行。**空调价格在去年 3 季度上涨后恢复到了正常水平，预计春节后空调会有一轮缓慢涨价过程，但其上涨幅度对需求的影响有限。厂家可通过优化产品结构来缓和成本上升的压力。
- **风险提示：**成本上涨；人民币升值；政策边际效应递减。
- **投资建议：**建议买入美的电器、格力电器、青岛海尔、ST 科龙等空调一线品牌企业。空调行业仍将维持较快增长，估值已进入安全区域。

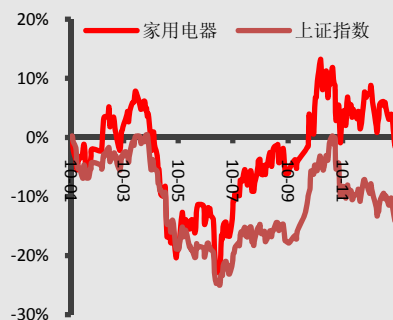
家电研究员

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）	3139
流通市值（亿元）	2266
重点公司（家）	11
重点公司占行业市值比重	66%

相关研究

空调行业 12 月月报：加速补库存，政策扶变频（2010.12.21）
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）

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		09A	10E	11E	10E	11E		
格力电器	16.14	1.03	1.35	1.64	12.0	9.8	0.52	买入
美的电器	15.78	0.61	1.05	1.32	15.0	12.0	0.40	买入
青岛海尔	24.90	0.86	1.44	1.83	17.3	13.6	0.47	买入
ST 科龙	7.32	0.11	0.45	0.50	16.3	14.6	0.22	未评级
三花股份	32.15	0.90	1.28	1.62	25.1	19.8	0.67	买入

目录

一、销量维持高增长 一季度可持续.....	4
（一）继续看好三四级市场	5
（二）扩产能 补库存	6
二、竞争格局：强者更强	6
（一）海信科龙重组效应显现	6
（二）格力出口份额上升	7
三、产品结构：变频普及延续.....	8
四、涨价势在必行	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).....	5
图 4: 08-10 年家用空调产量(月度).....	5
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).....	6
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
图 19: 09-10 年家用空调城市零售价格走势	10
图 20: 09-10 年家用空调城市均价	10

表格

表 1: 2010 年 12 月家用空调企业销售情况	7
表 2: 2010 年 1-12 月家用空调企业销售情况	7
表 3: 2009 与 2010 年家用空调市场份额对比	7

一、销量维持高增长 一季度可持续

2010年12月家用空调产销两旺，增速与4季度基本持平，维持高位增长态势。

2010年12月家用空调出货量为759万台，同比、环比增长51%、17%；其中内销（416万台）同比、环比增长43%、9%，出口（343万台）同比、环比分别增长63%、29%。产量为868万台，同比、环比分别增长56%、7%。产销率为0.87，均小于前两年同期水平，说明生产企业趋于乐观。

2010年全年家用空调销量9472万台，全年增速达44%，创历史新高。内销（5157万台）、出口（4315万台）、产量（9775万台）同比分别增长37%、54%、52%。

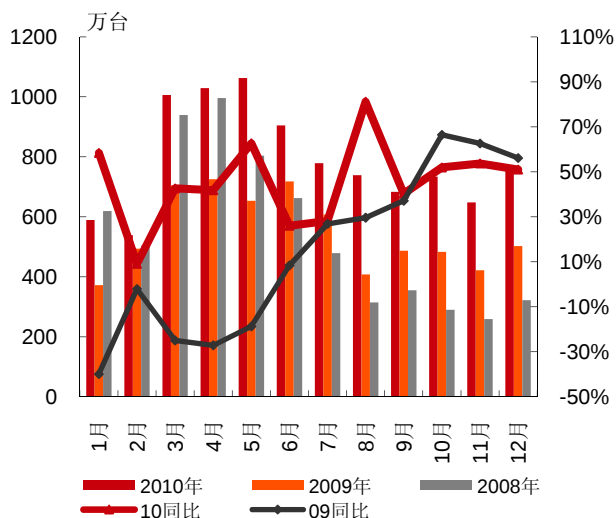
国家统计局公布家用空调12月产量同比增长48%，2010年全年增长42%。与产业在线一致均表现出持续高位增长。

2010年整体呈高速增长原因分析：

- （1）根本原因（收入）：居民收入较快增长和消费升级，高端占比显著上升而均价未涨，空调性价比进一步提高；
- （2）更新需求旺盛：空调进入更新换代高峰期；变频空调升级；
- （3）新增需求旺盛：保障性住房拉动；农村保有量上升；
- （4）海外复苏：海外需求逐步回归正常，国外客户由谨慎转为乐观，补库存明显；
- （5）政策支持：家电下乡、以旧换新和节能惠民工程刺激内需政策效果仍存；
- （6）加速度（天气）：全球异常高温天气频现。

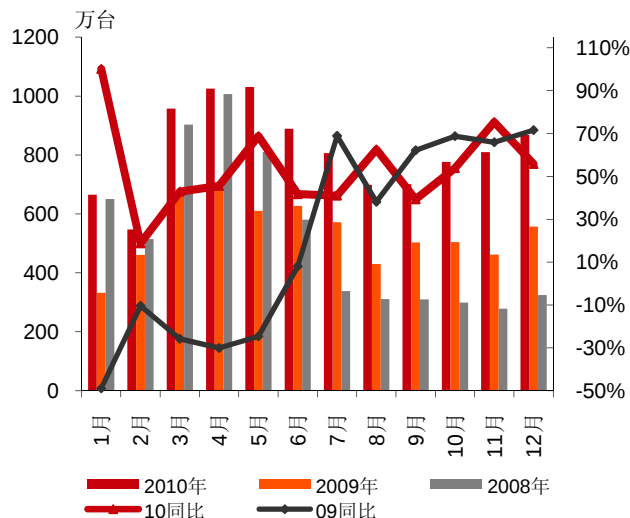
今年空调增长驱动因素没有大改变，需求将保持旺盛。预计今年增速15-20%，由于基数原因，今年增速将前高后低。1季度空调需求仍将较快成长，但在去年大基数下增速会放缓。

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)

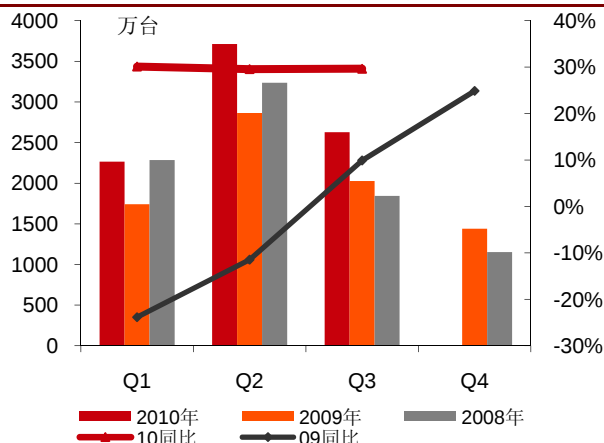


资料来源：产业在线，宏源证券

(一) 继续看好三四级市场

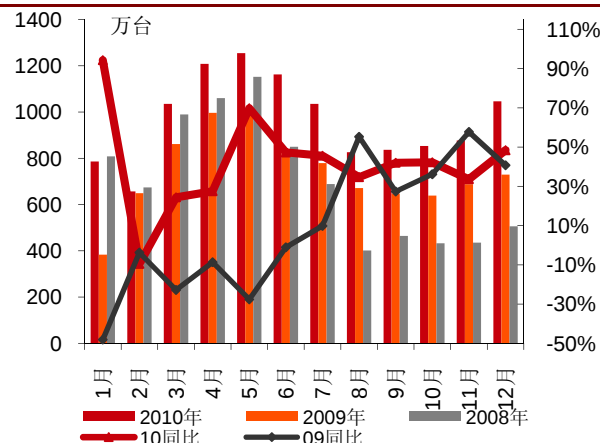
三四级市场空调需求仍有释放空间。一二级市场需求增速放缓，国内大中城市 11 月空调零售量和零售额分别同比下降 9%、3%（数据源为中怡康），1-11 月零售量增速为 24%，低于全国整体市场水平。三四级市场购买力保持强劲，对今年上半行业增速仍有明显拉动。

图 3：08-10 年家用空调销量(季度)



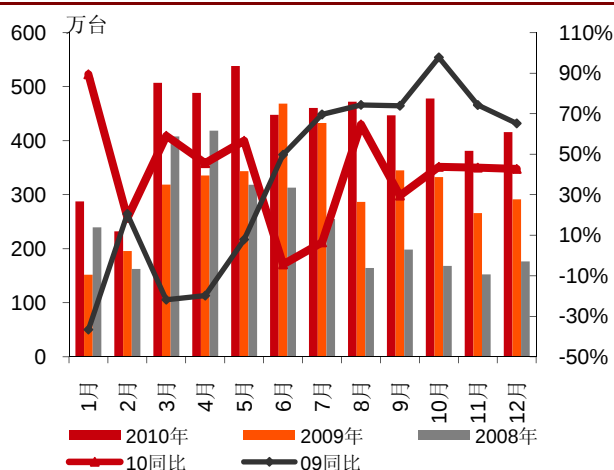
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 4：08-10 年家用空调产量(月度)



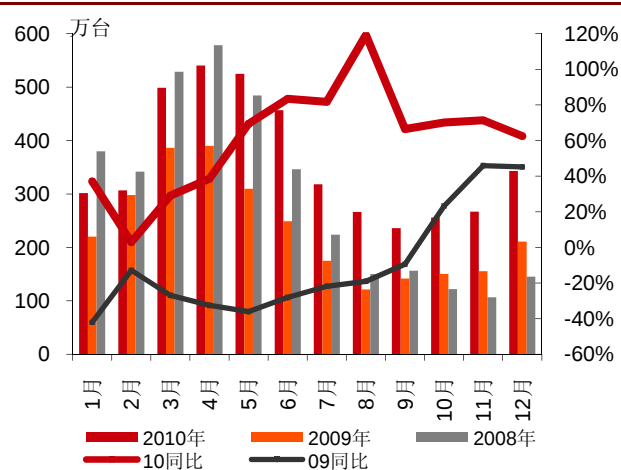
资料来源：国家统计局，宏源证券

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

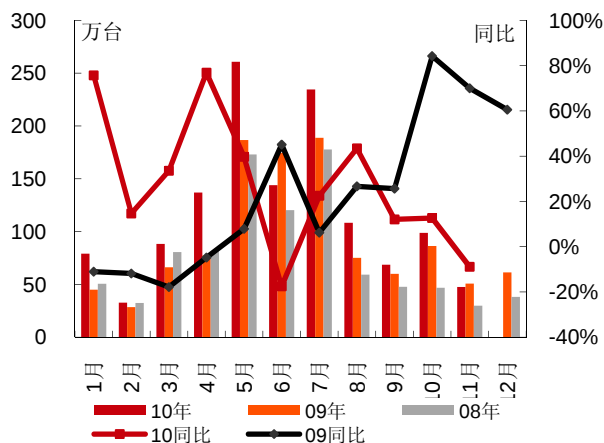
图 6：08-10 年家用空调出口量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

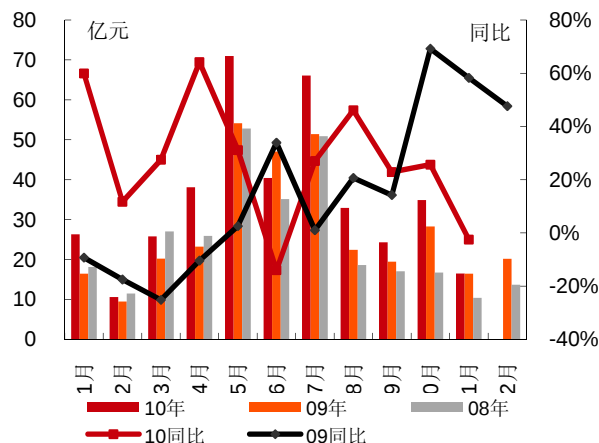
出口贡献逐步增强。2010 年出口增速呈倒 V 走势，12 月出口量同比增长 63%，随着海外经济复苏，出口订单快速增长，国外厂家补库存现象明显。2010 年出口占总销量的 46%，较上年（09 年占比 43%）有较明显反弹。预计出口将继续恢复，1 季度增速可达 25%-30%。由于人民币升值和内需地位的提高，内销量仍将高于出口。

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)

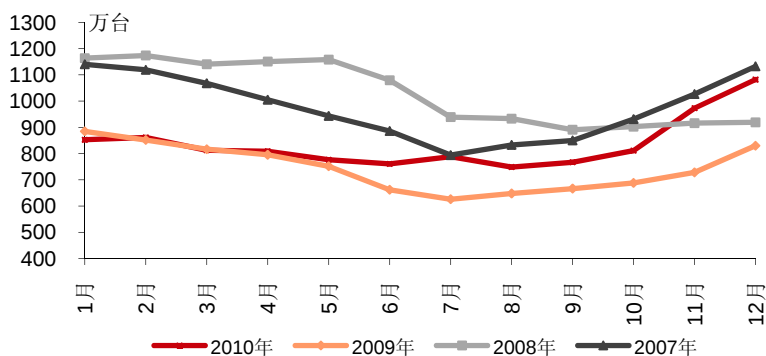


资料来源：中怡康，宏源证券

（二）扩产能 补库存

12 月空调库存为 1082 万台，同比、环比分别增长 30%、11%，已恢复至 07 年同期水平。厂家纷纷增发扩产，继续快速补库存，说明厂家对今年市场持乐观预期。

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

二、竞争格局：强者更强

（一）海信科龙重组效应显现

12 月份海信科龙（70%）、格力（57%）、美的（57%）销量增长快于行业（51%）。2010 年全年海信科龙（52%）、海尔（46%）销量增长快于行业（43%）。格力美的双寡头稳定格局下，全年海信科龙内销、出口分别增长 44%、67%，成为二线品牌一大亮点，海信与科龙重组协同效应显现。

表 1: 2010 年 12 月家用空调企业销售情况

企业	销量同比	内销同比	出口同比	库存	库存同比
格力	57%	36%	113%	292	4%
美的	57%	47%	73%	338	20%
海尔	30%	23%	50%	29	-12%
志高	25%	17%	40%	35	100%
海信科龙	70%	76%	65%	58	107%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

表 2: 2010 年 1-12 月家用空调企业销售情况

企业	销量同比	内销同比	出口同比
格力		42%	28%
美的		42%	37%
海尔		45%	41%
志高		40%	51%
海信科龙		53%	44%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

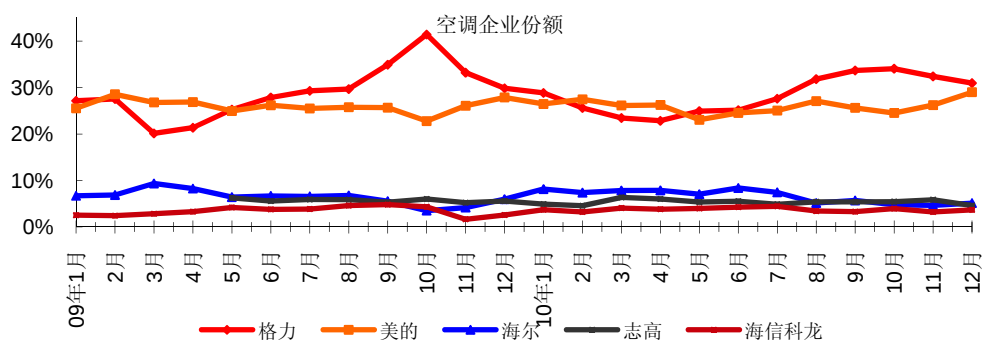
(二) 格力出口份额上升

2010 年较 2009 年相比, 内销市场份额 (除格力外) 均略有上升; 出口市场份额 (除志高外) 均有增加, 尤其格力从 09 年 (12.6%) 增加到 10 年 (18%)。随着成本优势和变频、核心零配件技术掌握及产能跟上, 前几大国产品牌的市场份额还将上升。

表 3: 2009 与 2010 年家用空调市场份额对比

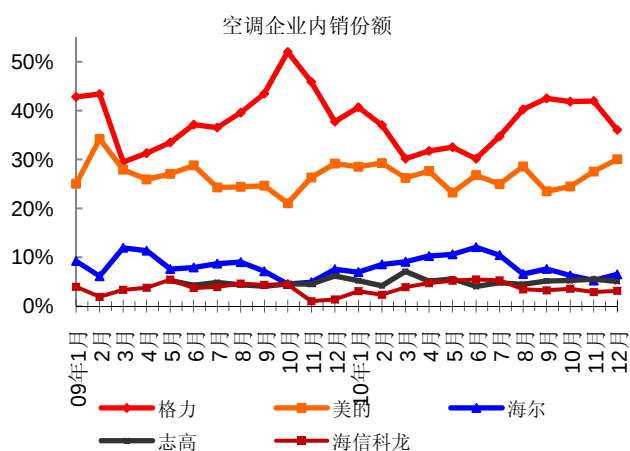
企业	内销		出口	
	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年
格力	36.3%	38.9%	18.0%	12.6%
美的	26.5%	26.4%	25.0%	23.7%
海尔	8.5%	8.2%	4.7%	4.4%
志高	5.2%	4.7%	5.7%	6.5%
海信科龙	4.0%	3.8%	3.6%	3.0%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 10: 09-10 年家用空调市场份额(总销量)


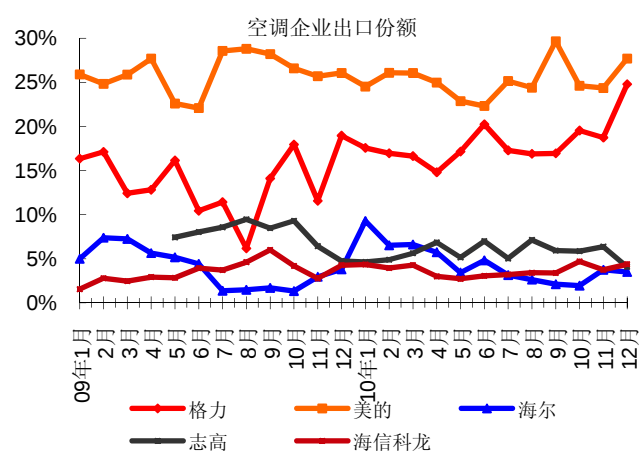
资料来源: 产业在线, 宏源证券

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

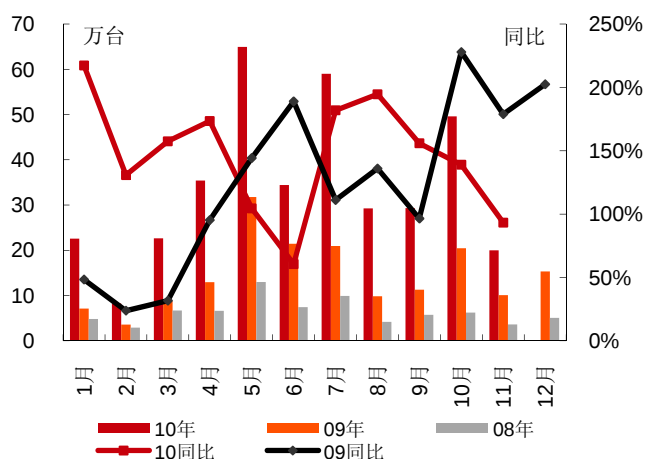
三、产品结构：变频普及延续

变频空调 11 月仍保持高速增长，由于基数原因，增速较前两月有所放缓，但变频占比仍持续上升。2010 年全年变频将翻番增长，显著快于行业水平。

变频空调出货量 11 月同比增长约 105%，其中内销、出口同比分别增长 152%、26%。变频空调 1-11 月出货量、内销、出口同比分别增长 96%、180%、24%。

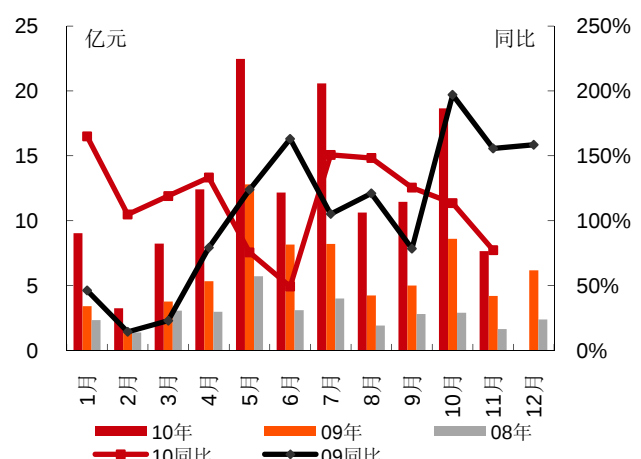
变频空调国内大中城市零售量、零售额 11 月同比增长 93%、77%，1-11 月累计同比增长 134%、107%。

图 13: 08-10 年变频空调城市零售量(月度)



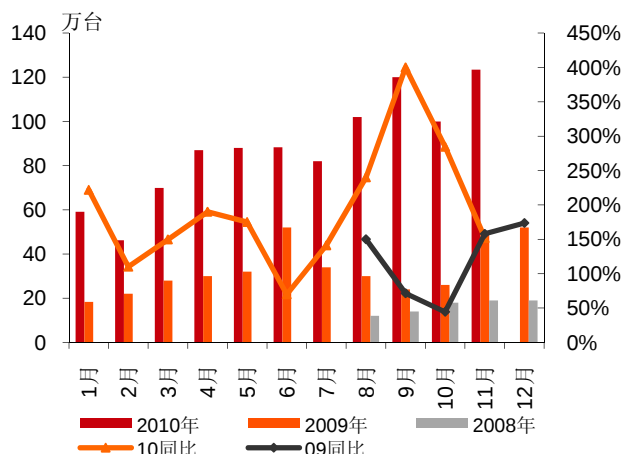
资料来源：中怡康，宏源证券

图 14: 08-10 年变频空调城市零售额(月度)



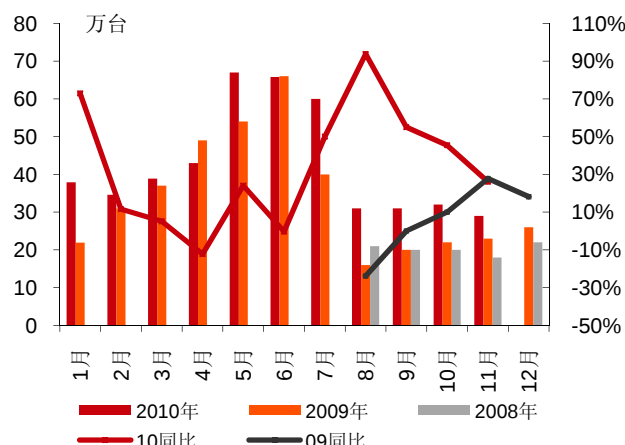
资料来源：中怡康，宏源证券

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

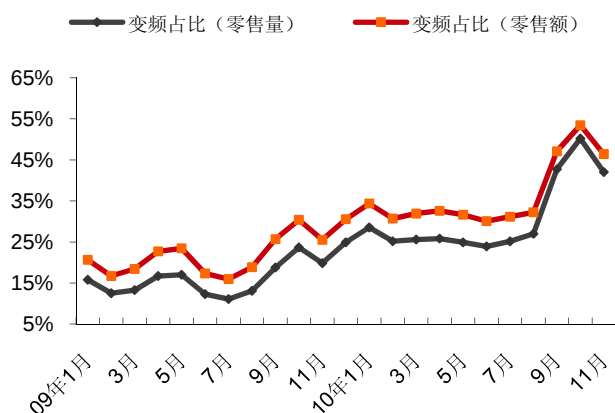
图 16: 08-10 年变频空调出口量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

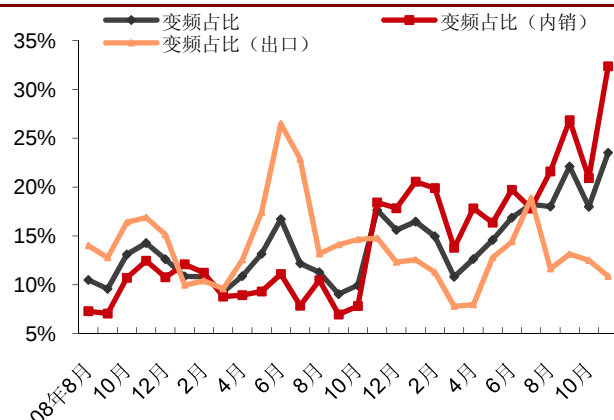
11 月变频占比为 23.5%，其中内销、出口中的变频占比为 32.4%、11%；11 月国内大中城市变频量、变频额占比分别为 42%、46%。随着节能惠民工程政策退却，定频的价格优势趋弱，变频占比会延续上升态势。

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

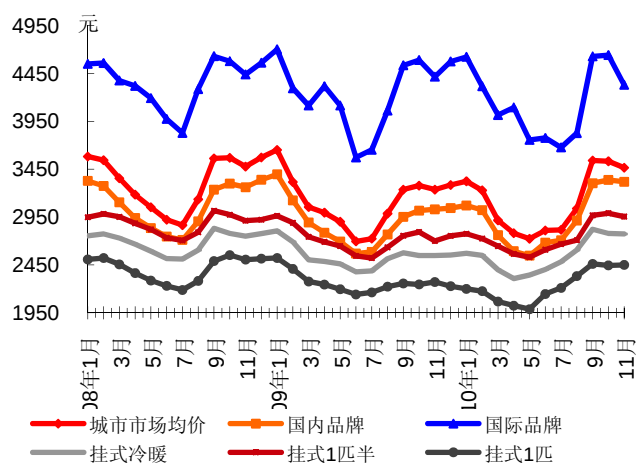
四、涨价势在必行

2010 年 11 月空调大中城市的均价为 3465 元，同比增长 7%、环比下降 2%。空调 2010 年均价与上年持平，厂家通过促销变频空调等高端产品来维持整体均价的稳定，空调的性价比明显提高。

空调价格在去年 3 季度上涨后恢复到了正常水平，预计春节后空调会有一轮缓慢涨价过程，但其上涨幅度对需求的影响有限。厂家可通过优化产品结构来缓和成本上升的压力。

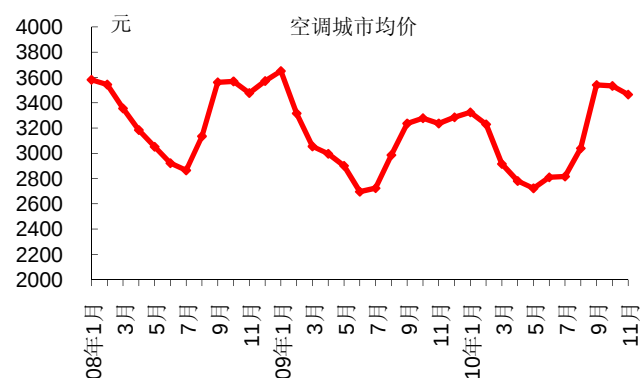
终端价格上涨主要源于空调成本上升：（1）铜、钢等原材料价格上涨；（2）人力成本上升；（3）《废弃电器电子产品处理管理条例》实施；（4）节能惠民工程补贴逐步取消。

图 19: 09-10 年家用空调城市零售价格走势



资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 20: 09-10 年家用空调城市均价



资料来源: 中怡康, 宏源证券

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所家电行业研究员；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、三花股份、苏泊尔、九阳股份、海信电器、TCL 集团、毅昌股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782234 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@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

免责条款:

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。