



空调春季漫舞飞扬 出口超预期

增持 维持

投资要点:

- 淡季高增长，出口超预期
- 压缩机高产销预判空调一季度高增长
- 一季度业绩可能超预期，继续推荐美的电器、格力电器、三花股份

报告摘要:

- 淡季频现高成长，预计1季度40%以上增长。内销出口双丰收：1月出货量为948万台，同比增长61%，其中内销、出口、产量同比分别增长43%、78%、51%。淡季不淡，出口达到去年旺季水平。今年空调继续高景气，需求保持旺盛。
- 出口增速超预期。1月出口占总销量的57%，自去年4月后首超内销。由于去年受金融危机影响出口基数较小等原因，预计1季度出口将呈高速增长态势。
- 库存销量比彰显行业高景气。1月库存销量比、库存内销比分别为1.2、2.8，同比分别下降17%、7%。说明当前库存量处于较低水平。
- 竞争格局：双寡头地位进一步巩固。1月美的、格力销量增长分别为76%、65%，其出口市场份额得到进一步提升，格力和美的借海外需求快速释放和加快补库存之机，凭借自身质量和成本优势抢占了更多出口份额，规模效应进一步放大。
- 空调旺销联动上游。1月旋转压缩机产销双破千万台，2010年空调压缩机销量增速43%。下游空调景气联动压缩机热销，反之印证空调旺销的延续性。
- 价格上涨无碍旺销。由于成本持续上涨，12月价格有所反应，但其增速远低于城乡居民收入。居民实际消费能力提高，空调必须消费品属性增强，价格上涨对需求影响有限。
- 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、三花股份、青岛海尔等空调一线企业。空调行业仍将维持高速增长，估值仍在安全区域。

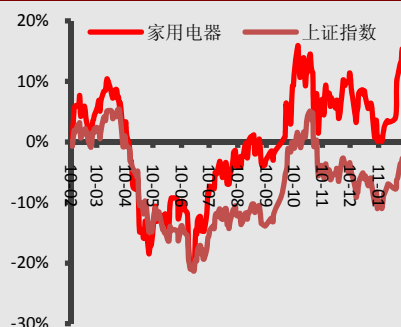
分析师

张泽京 (S1180511010003)

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)	3632
流通市值(亿元)	2651
重点公司(家)	11
重点公司占行业市值比重	68%

相关研究

家电下乡和以旧换新 11年2月报: 三四级市场开花节节高 (2011.02.14)

空调行业 11年1月报: 低估值与高成长双重驱动 (2011.01.20)

家电下乡 12月数据点评: 农村市场高速增长符合预期 (2010.01.06)

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)

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	19.68	1.03	1.35	1.64	14.6	12.0	0.63	买入
美的电器	18.87	0.61	1.05	1.32	18.0	14.3	0.48	买入
青岛海尔	29.67	0.86	1.44	1.83	20.6	16.2	0.56	买入
ST科龙	7.63	0.11	0.45	0.50	17.0	15.3	0.23	未评级
三花股份	34.40	0.80	1.28	1.62	26.9	21.2	0.72	买入

目录

一、淡季频现高成长，必须消费品属性增强.....	4
（一）出口增速超预期	5
（二）库存销量比彰显行业高景气	5
二、竞争格局：双寡头地位进一步巩固.....	6
（一）双寡头出口超翻番增长	6
（二）美的出口份额上升	7
三、产品旺销，联动上游	7
四、价格上涨，需求不减	8

插图

图 1: 09-11 年家用空调出货量(月度).....	4
图 2: 09-11 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: 09-11 年家用空调内销量(月度).....	5
图 6: 09-11 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: 08-11 年家用空调厂家库存 (月度)	6
图 10: 08-11 年家用空调库存销量比(月度).....	6
图 11: 08-11 年家用空调库存内销比(月度).....	6
图 12: 09-10 年家用空调市场份额(总销量).....	7
图 13: 09-10 年家用空调市场份额(内销).....	7
图 14: 09-10 年家用空调市场份额(出口).....	7
图 15: 08-10 年空调压缩机销量(月度).....	8
图 16: 08-10 年空调压缩机产量(月度).....	8
图 17: 07-10 年空调压缩机厂家库存 (月度)	8
图 18: 09-10 年变频空调占比(国内大中城市).....	9
图 19: 08-10 年变频空调占比(出货量).....	9
图 20: 09-10 年家用空调城市零售价格走势	9
图 21: 09-10 年家用空调城市均价	9

表格

表 1: 2011 年 1 月家用空调企业销售情况.....	6
表 2: 空调售价与可支配收入比 (08-10 年)	9

一、淡季频现高成长，必须消费品属性增强

1月家用空调产销继续保持高速增长，内销出口双双发力推动销量超60%增长，出口达到去年旺季水平。空调淡季不淡，季节性特征淡化，必需消费品属性进一步增强。

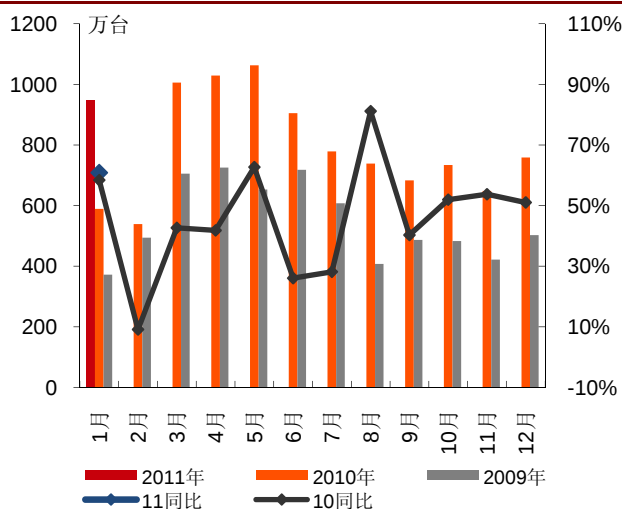
内销：空调淡季销售快速增长。三四级市场拉动作用明显。

出口：海外订单增加，贡献逐步加强，未来2个月有望继续高速增长。

1月具体产销数据：2011年1月家用空调出货量为948万台，同比、环比分别增长**61%**、**25%**；其中内销（411万台）同比、环比分别增长**43%**、**下降1%**，出口（537万台）同比、环比分别增长**78%**、**56%**。**产量**为1006万台，同比、环比分别增长**51%**、**16%**。库存为1140万台，同比、环比分别增长**34%**、**5%**。

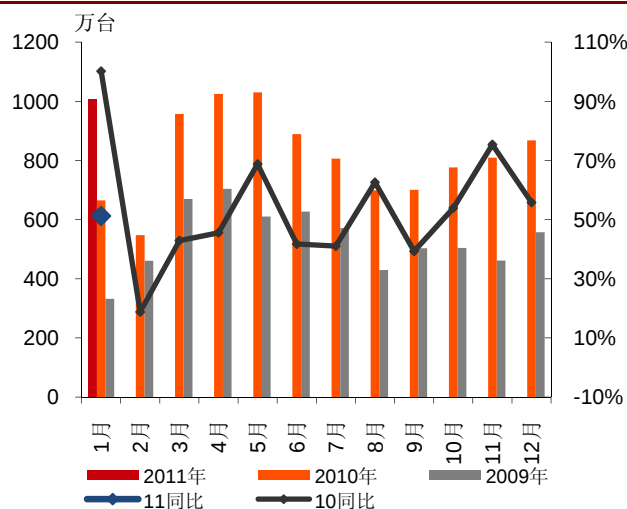
今年空调继续高景气，需求保持旺盛。我们预计1季度销量将保持**40%以上增速**。

图 1：09-11 年家用空调出货量(月度)



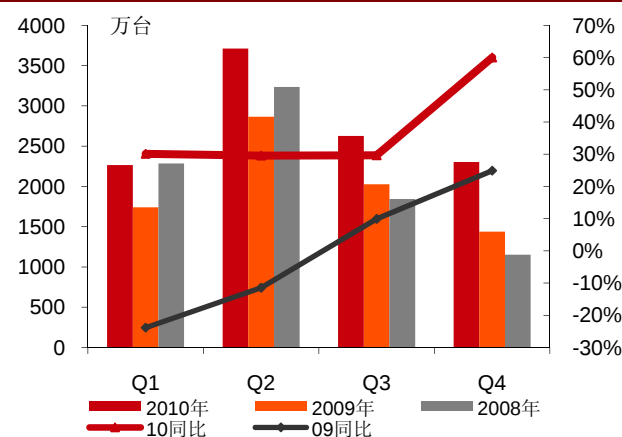
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：09-11 年家用空调产量(月度)



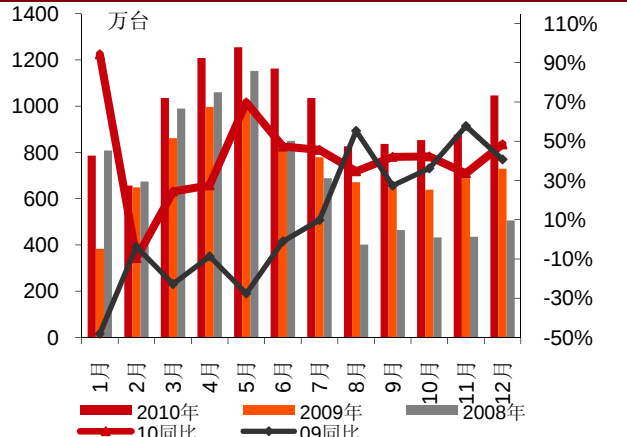
资料来源：产业在线，宏源证券

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(月度)



资料来源：国家统计局，宏源证券

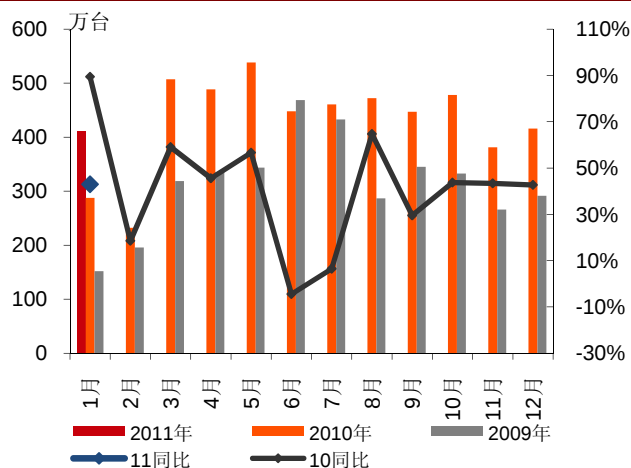
(一) 出口增速超预期

1月出口同比增速达78%，占总销量的57%，自去年4月后首超内销。

出口高增长主要源于海外订单显著增加：(1) 海外需求遍地开花，北美、东欧经济复苏，拉美、中东等新兴市场快速发展；(2) 受金融危机影响去年出口基数较小；(3) 今年1月海外市场提前进入旺季。

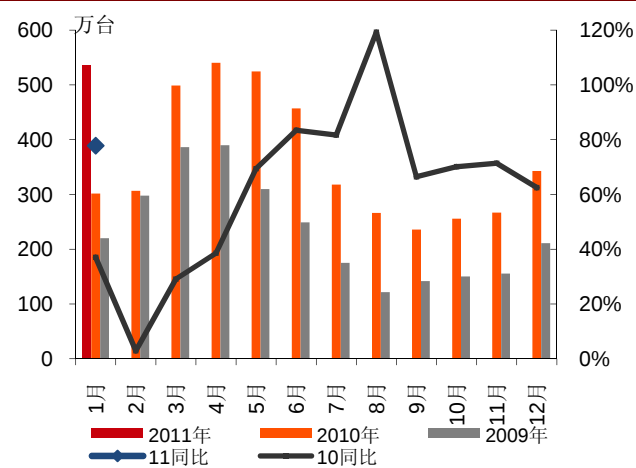
由于去年受金融危机影响出口基数较小原因，预计1季度出口将呈高速增长态势。

图 5：09-11 年家用空调内销量(月度)



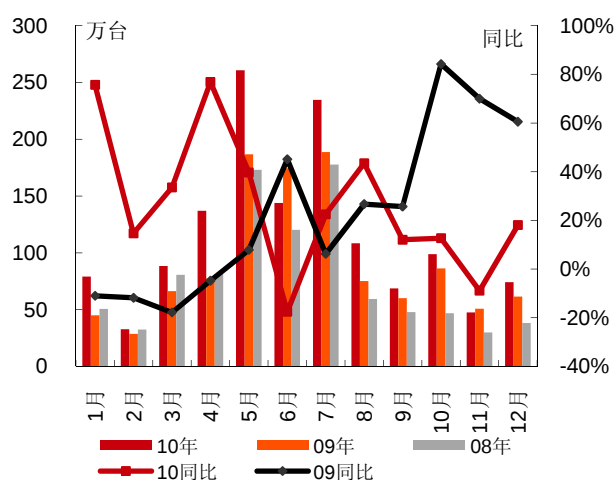
资料来源：产业在线，宏源证券

图 6：09-11 年家用空调出口量(月度)



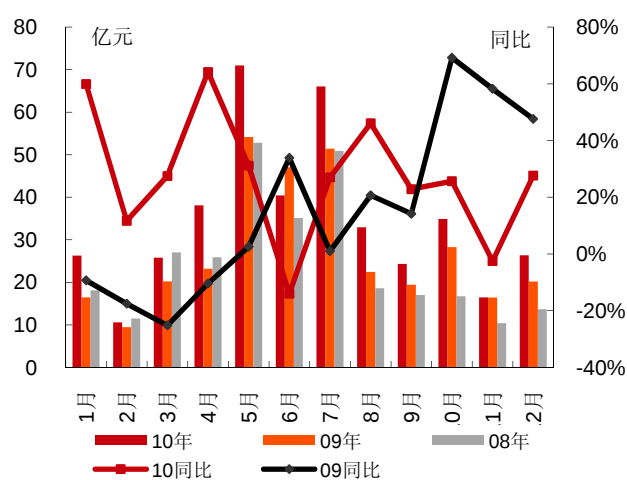
资料来源：产业在线，宏源证券

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)

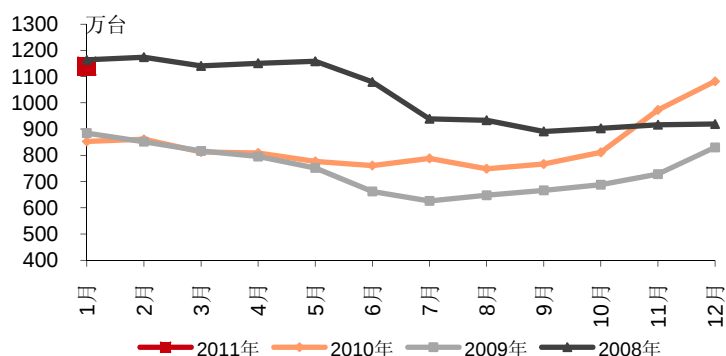


资料来源：中怡康，宏源证券

(二) 库存销量比彰显行业高景气

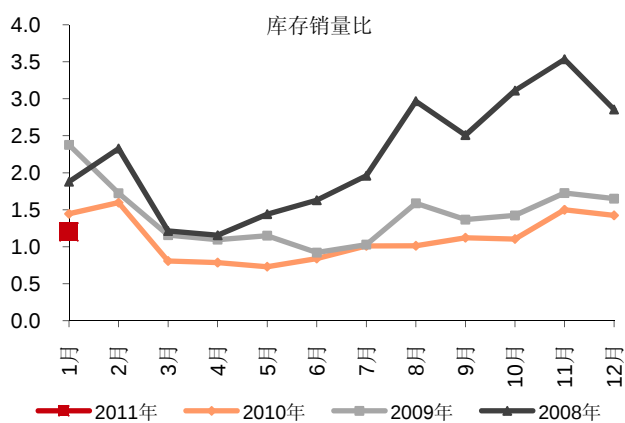
1 月库存销量比、库存内销比分别为 1.2、2.8，同比分别下降 17%、7%。说明当前库存量正常，且处于较低水平，并不存在过剩问题。厂家纷纷扩产能、补库存，有利于继续释放空调需求。

图 9：08-11 年家用空调厂家库存（月度）



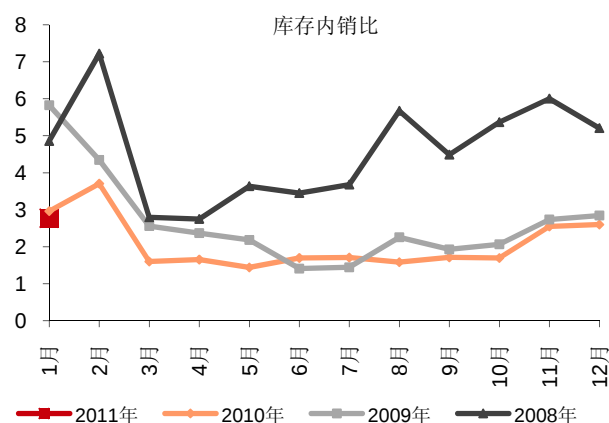
资料来源：产业在线，宏源证券

图 10：08-11 年家用空调库存销量比(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 11：08-11 年家用空调库存内销比(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

二、竞争格局：双寡头地位进一步巩固

（一）双寡头出口超翻番增长

表 1：2011 年 1 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	65%	28%	145%	312	19%
美的	76%	40%	116%	373	39%
海尔	15%	25%	7%	34	14%
志高	55%	67%	43%	35	79%
海信科龙	51%	88%	26%	56	70%

资料来源：产业在线，宏源证券

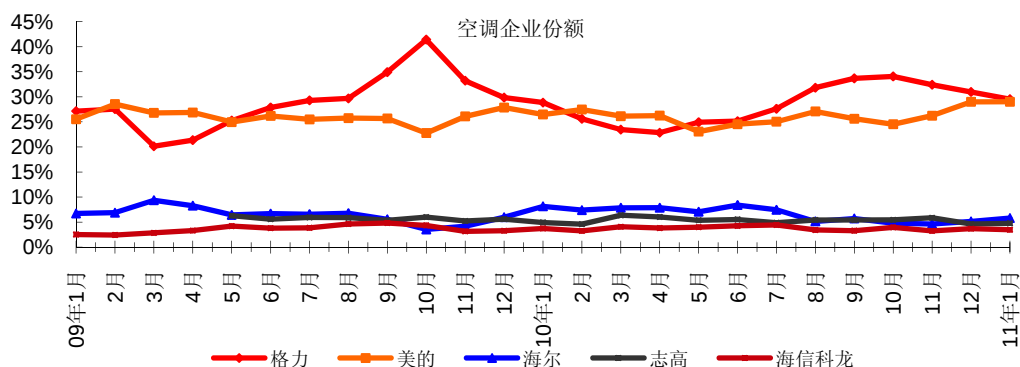
1 月份美的（76%）、格力（65%）销量增长快于行业（61%），其他企业均慢于行业；双巨头的增长贡献主要来自出口。格力和美的借海外需求快速释放和加快补库存之机，凭借自身质量和成本优势抢占了更多出口份额，规模效应进一步放大。随着 2011 年扩建项目的完成，两公司产能将充分释放，美的和格力家用空调的盈利仍有较

大空间，且商用空调将成为今年新的较大增长点。

（二）美的出口份额上升

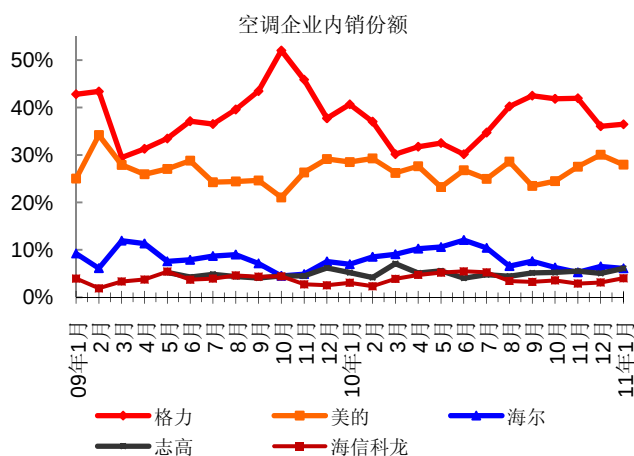
1 月内销市场份额基本稳定，波澜不惊；出口市场份额美的从上月的 27.7% 增加到 29.8%，创单月份额新高。美的与格力凭借其技术创新和成本优势逐步向海外市场扩张，其出口份额合计已达 44%。随着出口旺季的到来，美的与格力将进一步提升市场空间。

图 12: 09-10 年家用空调市场份额(总销量)



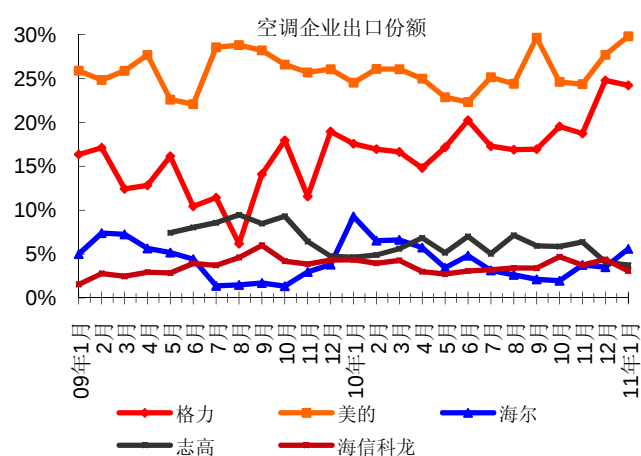
资料来源：产业在线，宏源证券

图 13: 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 14: 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

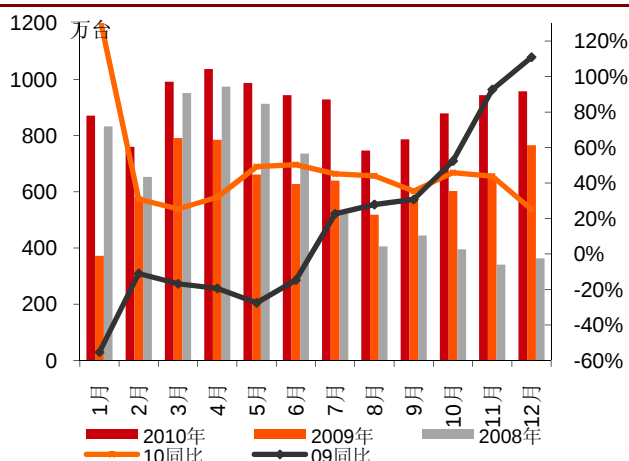
三、产品旺销，联动上游

2011 年 1 月份旋转压缩机销量为 1107 万台，同比增长 31%；产量为 1051.2 万台，同比增长 25.02%。产销率达 1.05，下游空调景气联动压缩机热销，反之印证了空调旺销的延续性。

2010 年全年空调压缩机销量 10839 万台，增速达 43%，呈持续高位增长态势。2010 年 12 月空调压缩机库存为 247 万台，在高产量的前提下仍在低位运行，说明压缩机供货压力较大。

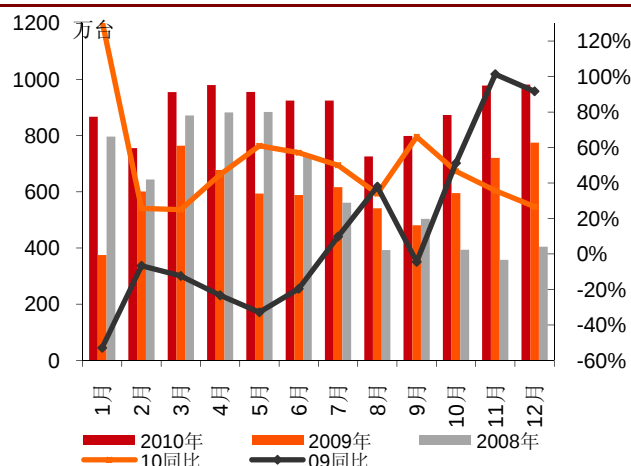
我们预计上半年压缩机继续满产，空调需求保持旺盛。

图 15: 08-10 年空调压缩机销量(月度)



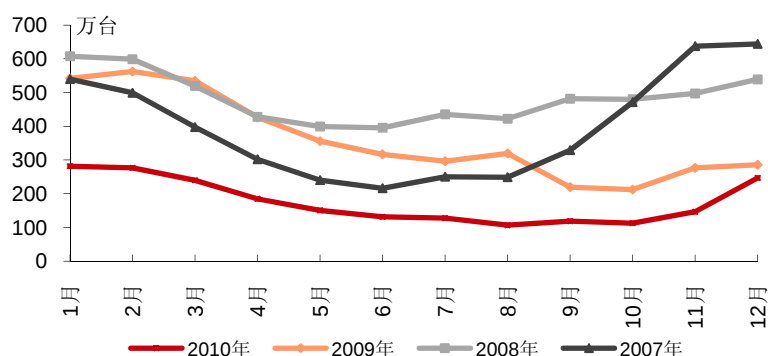
资料来源：产业在线，宏源证券

图 16: 08-10 年空调压缩机产量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 17: 07-10 年空调压缩机厂家库存(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

四、价格上涨，需求不减

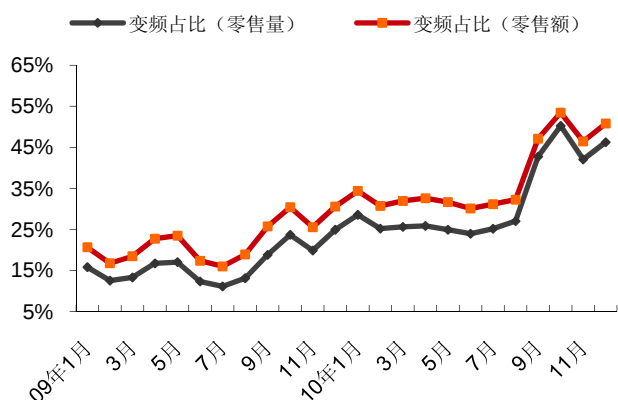
2010 年 12 月空调大中城市的均价为 3549 元，同比增长 8%、环比上涨 2.4%。由于去年存在政策补贴，2010 年空调均价仅微涨 0.7%；但产品结构优化，性价比明显提高。空调价格继去年 3 季度大幅上涨后，再次出现平稳增长，原因分析如下：

（1）**高端产品普及。**2010 年全年变频空调翻番增长，出货量累计增长 97%，国内大中城市零售量、零售额累计同比增长 133%、108%。12 月变频占比为 21.4%，国内大中城市变频量、变频额占比分别为 46%、51%。变频空调的价格高于定频，高端产品份额上升、更新需求升级，促进市场均价进一步提高。

（2）**价格上涨源于成本上升。**2010 年 3 季度空调价格上涨主要缘于节能惠民补贴下调。由于成本传导存在时滞，原材料、人力成本持续上升对价格影响未完全体现。12 月白电终端价格普涨，说明成本传导效果开始显现。

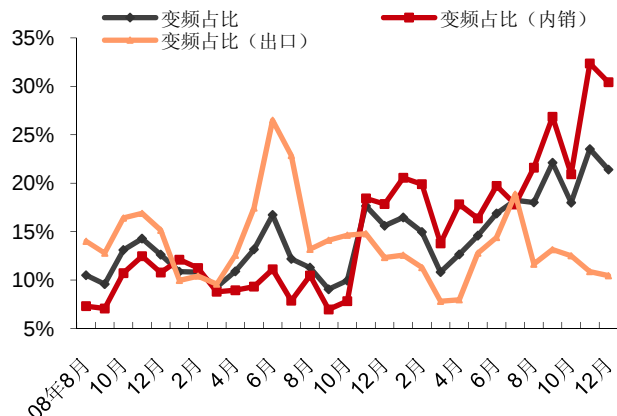
我们预计 1 季度空调价格会出现上调以转嫁成本上升，但价格上调幅度不如原材料价格上涨幅度。

图 18: 09-10 年变频空调占比(国内大中城市)



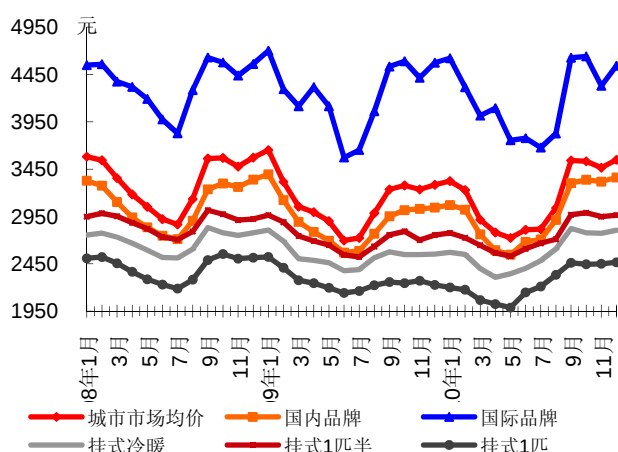
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 19: 08-10 年变频空调占比(出货量)



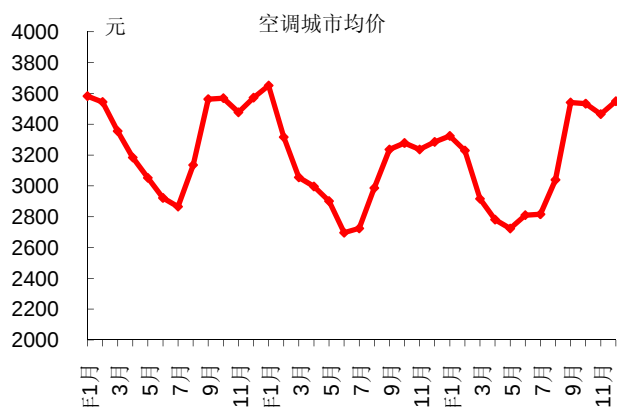
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 20: 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 21: 09-10 年家用空调城市均价



资料来源: 中怡康, 宏源证券

近年来城乡居民收入稳步增长, 实际消费能力显著提高, 城镇空调消费比(空调价格/居民收入)已由 09 年的 17.4% 降至 15.2%。空调将成为家用必需消费品, 其价格上涨对需求影响有限。

表 2: 空调售价与可支配收入比 (08-10 年)

时间	城镇居民人均可 支配收入(元)	实际累计 同比(%)	农村居民人均 现金收入(元)	名义累计 同比(%)	空调均价 (元)	零售价同 比(%)	空调售价 / 城 镇收入(%)	空调售价 / 农村收入(%)
2008 年	15781	8.4	5737	15.7	3175		20.1	55.3
2009 年	17175	9.8	6270	9.3	2986	-6.0	17.4	47.6
2010 年	19109	7.8	4869	9.7	3007	0.7	15.2	42.3

资料来源: 国家统计局, 中怡康, 宏源证券

注: 2010 年农村居民人均收入和累计同比是前三季度计算值。

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，曾就职于华泰联合证券研究所，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	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 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。