

冰箱

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

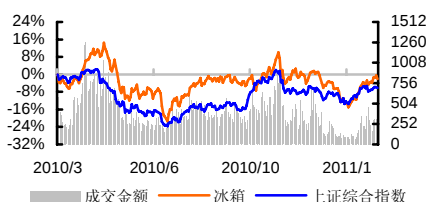
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	6
总市值(亿元)	336
占A股比例(%)	0.11%
平均市盈率(倍)	34.89

行业表现

(%)	1M	3M	6M
冰箱	10.46	-3.19	-0.83
上证综合指数	0.00	2.13	9.32



相关报告

《冰箱行业1-12月销售数据点评-全年销量近7000万 同比增长23%》2011-1-25

《冰箱-出口放缓 内销依然旺盛》2010-12-30

《冰箱-增长不断超预期》2010-11-30

冰箱行业

看好

冰箱首月 9%增速奠定全年稳定增长基调

投资要点:

- 2011年1月冰箱内外销合计599万台,同比增长9%,行业高速增长趋势有所减缓。当月销量仍创同期历史单月新高。1月冰箱内外销同比有所放缓。内销需求依然旺盛,当月销量468万台,同比增长9.1%,单月销量再创历史新高。外销131万台,同比增长8.8%。
- 当月分品牌来看,海尔、美的与海信科龙市占率分别为19%、10%和7%,占据领先优势。值得注意的是,当月包括西门子、松下、LG等在内的外资品牌占有率提升较为明显,“其他品牌”市占率高达53%。主要原因是冰箱销售购买对象对冰箱产品的品质、品牌和性能有较高需求,而对价格较为不敏感,主要购买者集中在一二线城市且对外资品牌青睐较多,带来国有主流品牌单月的市占率相对有所下降,外资品牌在淡季表现更优。海尔1月销量115万台,同比增长4.7%,市占率19.2%,保持国内品牌行业第一的位置。美的系旗下的华凌、荣事达和小天鹅首月合计销量76万台,同比增长8.6%,市占率12.7%。海信科龙当月销量41万台,相比去年同期大幅减少24%,市占率下降3个百分点,达6.8%。当月,美菱冰箱销量40.7万台,同比大幅增长16.3%,市占率6.8%。
- 2011年开年冰箱销售增长基本符合预期。虽然相比前两年的高速增长已有所回落,但在10年高基数以及淡季的影响下,9%的增长奠定了全年稳定增长的基础。预计未来三年,冰箱总销量会有24%左右的复合增长。
- 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。3)出口方面,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。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消费品特征,未来我国冰箱出口仍有较大的增长空间。预计未来三年冰箱内销保持年均12%的复合增长,出口年均5-10%的复合增长。
- 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。整体来看海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计约在44%左右。海尔市占率最高时接近25%,但10年出现较大下滑,经过内部调整市占率也在不断提升中,到2010年底和2011年初市占率恢复到20%左右水平。美的系继续快速扩张,10年市占率一度高达15%。美的系作风激进,淡旺季销售差别明显。10年12月淡季后销量同比有所下滑,2011年开年春节效应带动下,市占率也有明显增长。科龙市占率在10%左右波动较大,美菱市占率维持在5%,11年首月略有上升。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	股价 (03.03)	09PE	10PE	11PE	投资评级
600690	青岛海尔	0.86	1.50	2.10	30.18	35.1	20.1	14.4	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	1.13	1.41	19.90	32.6	17.6	14.1	强烈推荐
000521	美菱电器	0.73	0.80	0.70	12.30	16.8	15.4	17.6	推荐
000921	ST科龙	0.11	0.28	0.36	7.67	69.7	27.4	21.3	中性

目 录

一、当月数据（11 年 1 月）	3
1.1 2011 年 1 月当月数据历史同比	3
1.2 2011 年 1 月当月数据分品牌分析	4
二、累计数据（11 年 1 月）	5
2.1 当月内外销增长	5
2.2 分月度数据比较	6
2.3 分品牌比较	7
三、相关公司	8

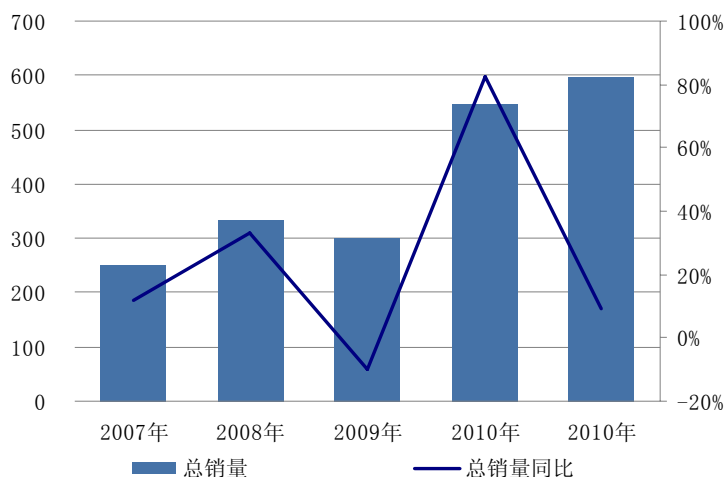
图表目录

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	8
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，%）	6
图 5: 内外销月度数据（单位：万台，%）	6
图 6: 分月各品牌总销量市场占有率	7
图 7: 分月各品牌总销量同比增长	7

一、当月数据（11 年 1 月）

1.1 2011 年 1 月当月数据历史同比

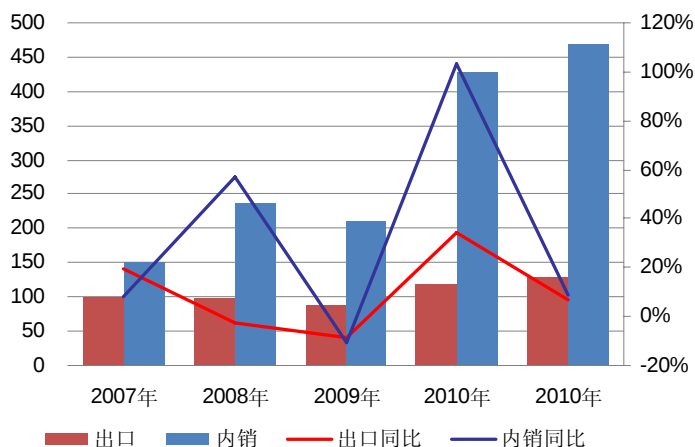
图 1: 当月产销数据历史同比（单位：万台，%）



资料来源：产业在线

2011 年 1 月冰箱内外销合计 599 万台，同比增长 9%，行业高速增长趋势有所减缓。当月销量仍创同期历史单月新高。

图 2: 当月内外销数据历史同比（单位：万台，%）

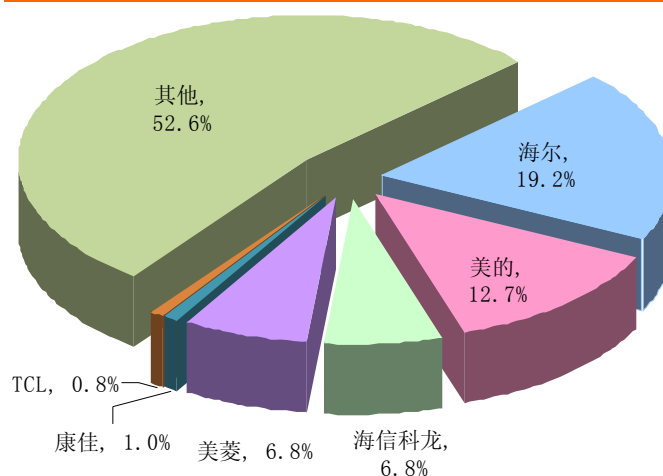


资料来源：产业在线

1 月冰箱内外销同比有所放缓。内销需求依然旺盛，当月销量 468 万台，同比增长 9.1%，单月销量再创历史新高。外销 131 万台，同比增长 8.8%。

1.2 2011 年 1 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

当月分品牌来看，海尔、美的与海信科龙市占率分别为 19%，10%和 7%，占据领先优势。但另一方面值得注意的是，当月包括西门子、松下、LG 等在内的外资品牌占有率提升较为明显（约 17 个点），“其他品牌”市占率高达 53%。主要原因是 1 月是冰箱销售淡季后，购买对象的更多的对冰箱产品的品质、品牌和性能有较高需求，而对价格较为不敏感，主要购买者集中在一二线城市且对外资品牌青睐较多，从而带来国有主流品牌，海尔、美的等单月的市占率相对有所下降，外资品牌在淡季表现更优。

海尔 1 月销量 115 万台，同比增长 4.7%，市占率 19.2%，维持国内品牌行业第一的位置。美的系旗下的华凌、荣事达和小天鹅首月合计销量 76 万台，同比增长 8.6%，市占率 12.7%。海信科龙当月销量 41 万台，相比去年同期大幅减少 24%，市占率下降 3 个点，达 6.8%。当月，美菱冰箱销量 40.7 万台，同比大幅增长 16.3%，市占率 6.8%。

应该注意的是：

- 1) 我们的分析数据均来自产业在线，其统计数据的精准度、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
- 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售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（11 年 1 月）

2.1 当月内外销增长

表 1: 年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1 月	销量	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2011 年	599	468	131	78%	22%
同比增长	9.0%	9.1%	8.8%		
2010 年	550	429	121	78%	22%
全年数据					
2009 年	6,928	5096	1831	74%	26%
同比增长	22.7%	29.7%	6.6%		
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

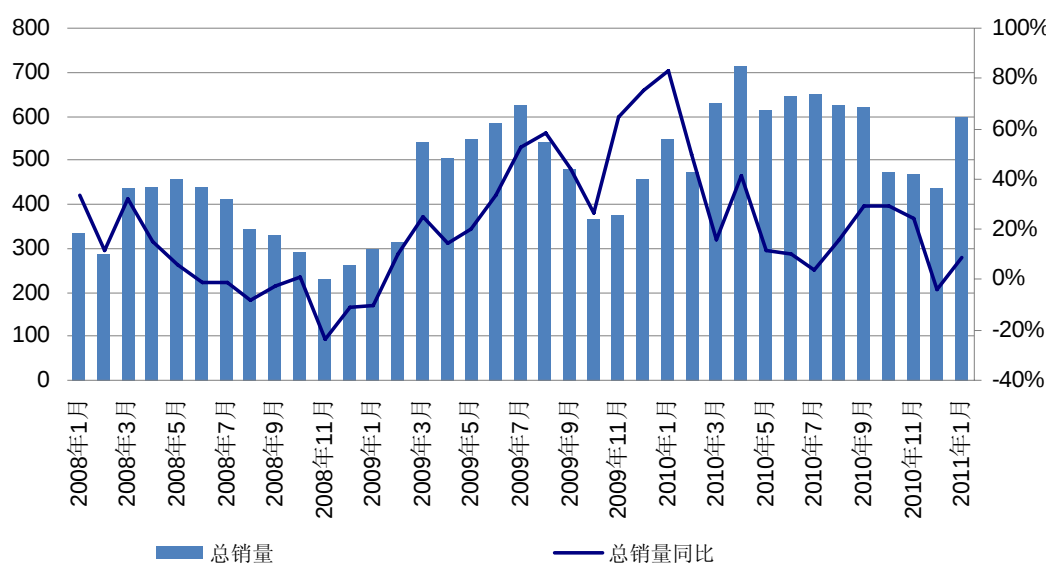
2011 年开年冰箱销售增长基本符合预期。虽然相比前两年的高速增长已有所回落，但在 10 年高基数以及淡季的影响下，9% 的增长奠定了全年稳定增长的基础。预计未来三年，冰箱总销量会有 24% 左右的复合增长。

2010 年内销需求旺盛主要是由于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。随着基数抬高，内销高增速已开始所放缓，但绝对量上依然高企，农村市场需求在家电下乡的刺激下消费习惯已经形成，家电下乡 1 月金额同比增长 123%，预计全年仍有较好增长。在城镇，替换需求是主流，城镇销量相对均衡，并且升级特征明显，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。

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

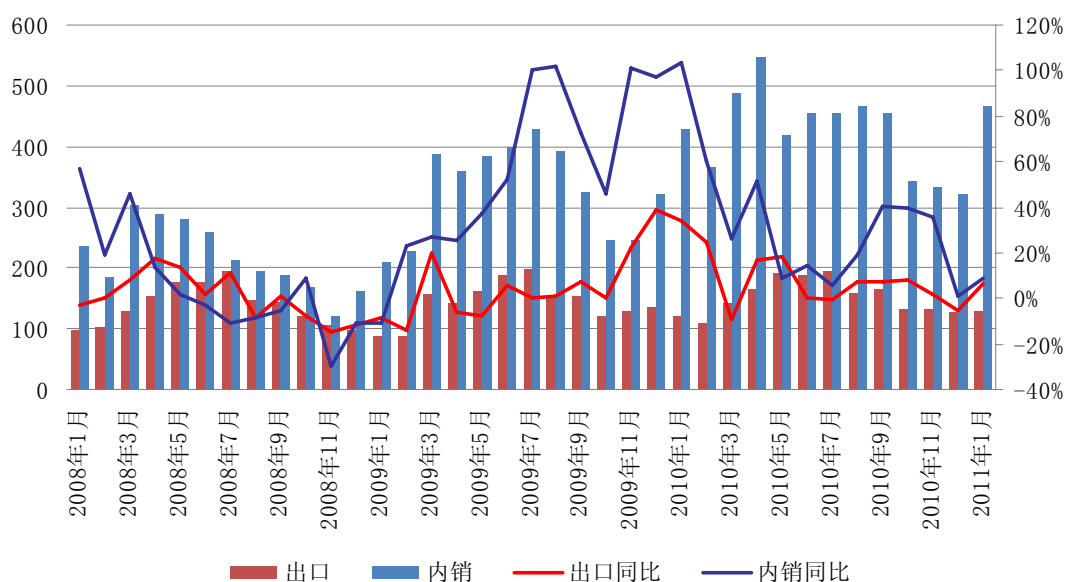
图 4: 总销量月度数据 (单位: 万台, %)



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。2011 年首月冰箱销量在 10 年高基数的基础上同比仍实现 9% 增长，春节假期因素影响，环比也有较大幅度增长。

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，内销同比增长从 2010 年 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。2010 年 5 月后，

高基数下内销增速放缓，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。进入 2011 年首月，内销单月销突破 450 万台，接近历史单月最高水平。

2009 年 11 月份开始，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。

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。同时，近期中东局势动乱，短期也会对家电出口形成一定压力。另一方面，由于冰箱运输成本较高，出口占比不大，随着国内厂商纷纷海外建厂，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。我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。

预计未来三年冰箱内销保持年均 12% 的复合增长，出口年均 5-10% 的复合增长。

2.3 分品牌比较

图 6：分月各品牌总销量市场占有率

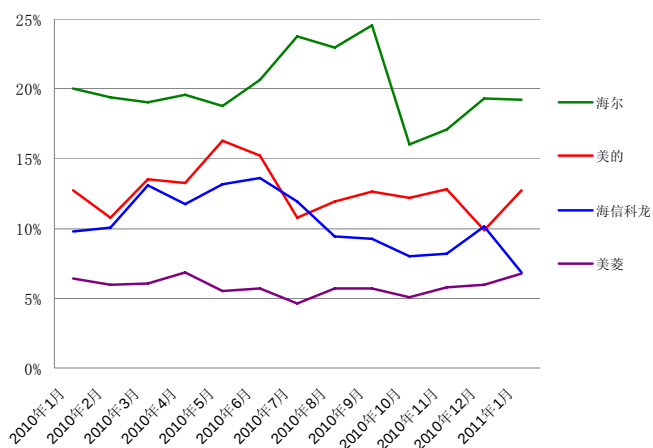
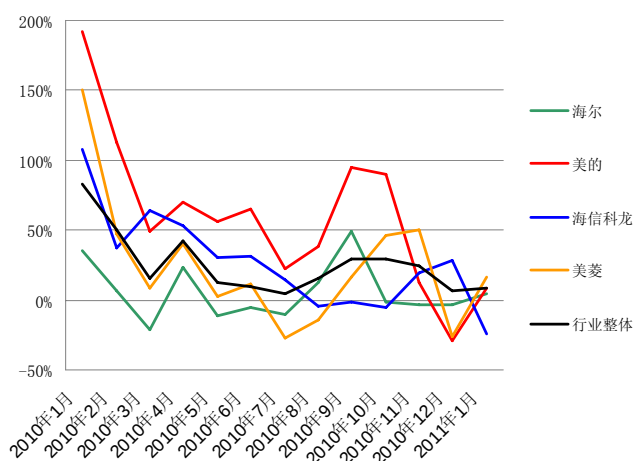


图 7：分月各品牌总销量同比增长



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。整体来看海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计约在 44% 左右。海尔市占率最高时接近 25%，但在 10 年 10 月出现较大下滑，经过内部调整市占率也在不断提升中，到 2010 年底和 2011 年初市占率恢复到 20% 左右水平。美的系继续快速扩张，10 年市占率一度高达 15%。美的系作风激进，淡旺季

销售差别明显。10 年 12 月淡季后销量同比有所下滑，2011 年开年春节效应带动下，市占率也有较明显增长。科龙市占率在 10% 左右波动较大，美菱市占率维持在 5%，11 年首月略有上升。

各品牌增长上，行业增速放缓，2010 年全年各品牌呈现整体下降趋势。美的系在激进的营销战略下，9、10 月份旺季增长较为迅猛，远高于行业增长，除 12 月淡季以及备货节奏相应下低于行业增长，基本增长都是行业增长近 2 倍。海尔增长趋势基本与行业同步，海信科龙仍在整固之中，2010 年下半年开始增长低于行业平均。美菱则由于基数较低，波动相比市场更为激烈，基本也和行业增长保持同步。冰箱行业格局在相对稳定的基础上，美的系已悄然开始新一轮行业格局划分。今年在完成增资扩产后，期待美的系在冰箱上有超预期的增长。

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 (03.03)	PE09	PE10	PE11	投资评级
600690	青岛海尔	0.86	1.50	2.10	30.18	35.1	20.1	14.4	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	1.13	1.41	19.90	32.6	17.6	14.1	强烈推荐
000521	美菱电器	0.73	0.80	0.70	12.30	16.8	15.4	17.6	推荐
000921	ST 科龙	0.11	0.28	0.36	7.67	69.7	27.4	21.3	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

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。

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、阳光照明、ST 科龙、华帝股份、老板电器、万和电器。

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。中投证券可随时间更改报告中的内容、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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434