

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 徐 春 (8621) 68751711 xuchun0406@gmail.com

空调行业：增速略有放缓，未来持续高增长压力较大

报告要点

► 2月份空调销售同比增长38.13%，外销增速依旧高于内销

据产业在线统计，2月份国内家用空调内外销总量仍旧维持较高增速，销售总量达到744.40万台，较去年同期增长38.13%，与我们之前对2月份空调销量同比增长40%的预期接近，其中内外销增速分别为23.39%、44.76%，外销增速依旧高于内销。从长期趋势上来看，2月份是自去年10月份以来连续五个月空调销售同比增速首次下滑至50%以下，但考虑到今年春节时间点的特殊性，其38.13%的销量同比增速依旧可观。考虑到3月份国内空调销量基数的明显增长，我们预计3月份国内空调总销量同比增速仍会有所下滑。

► 2月份国内空调产量同比增长35.21%，库存略有下降

2月份国内空调总产量为740.30万台，同比增长35.21%，环比下降26.90%。本月产量与销量基本持平，产销率超过100%，达到100.55%，同时使空调库存由1月的1144.76万台微降至1143.66万台，环比微降1.10万台。目前，企业的库存仍处于历史高位，企业为销售旺季备货的库存较为充足。

► 受益下游空调市场景气，2月份压缩机产销维持快速增长

受益于下游空调行业生产旺盛，2月份国内空调压缩机市场持续快速增长，呈产销两旺态势。2月份国内空调旋转压缩机总产量为937.00万台，同比增长28.22%；总销量为981.00万台，同比增长约33.43%，产销率为104.70%。从目前各企业3月份的排产计划来看，本年度主要压缩机制造企业3月排产产量同比增长均超过25%，下游空调销售需求依然呈现乐观向好的趋势。而随着美芝、凌达等企业变频压缩机项目的逐渐达产，旋转压缩机行业变频紧张的局面正在得到有效缓解，反而由于定速压缩机产能向变频转换，目前定速压缩机产能略显紧张，尤其是1P定速机。

► 原材料价格上涨趋势依旧，成本压力犹在

目前，国内大宗原材料价格上涨趋势依旧存在，特别是近期国际原油价格上涨明显，3月初WTI原油期货结算价格（3月期）已突破100美元/桶，自2月份以来涨幅超过15%，使下游相关化工产品价格面临一定的上涨压力。此外，铜金属价格的不断上涨以及近期劳动力成本的提升在一定程度上也使得空调行业成本压力增大。考虑到目前大宗原材料尤其是铜金属价格涨幅已经较大，未来价格上涨的趋势将逐渐放缓甚至短期内出现下滑，同时随着空调销售旺季的到来，各厂家也可通过推出新品来转嫁原材料上涨的压力，除此之外，变频占比的提高也使得空调行业整体定价能力有所提升。因此我们认为未来空调行业毛利率持续大幅下滑的概率不大。

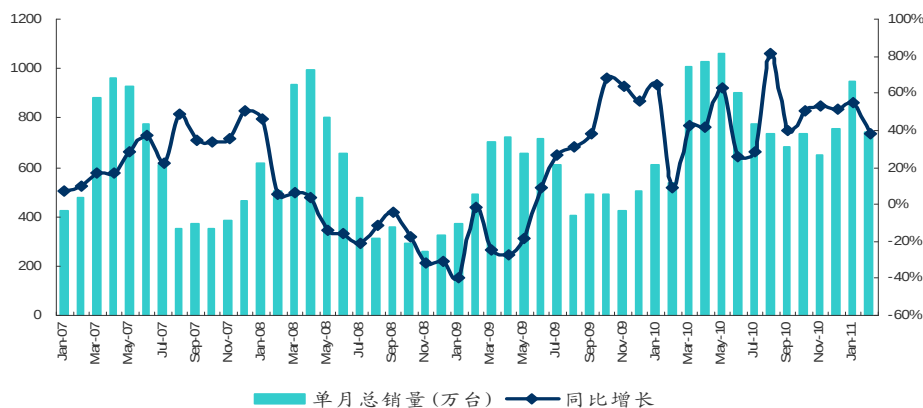
► 3月份空调子行业略有下滑，依次推荐格力电器、美的电器

在2月份板块估值得到明显修复后，3月份空调子行业估值略有回调，截止上周五收盘，空调板块下跌0.53%，低于白电整体0.71%的跌幅，小幅跑赢沪深300指数0.21%。其动态市盈率（TTM，整体法）则由月初的20.88下滑至目前的20.65倍，仍处于不高的位置。而在目前国内空调行业依旧向好，同时行业整体业绩无忧的情况下，我们依旧看好空调子行业的长期表现，依次推荐行业龙头格力电器、美的电器。

第一，2 月份空调销售同比增长 38.13%，外销增速依旧高于内销

据产业在线统计，2 月份国内家用空调内外销总量仍旧维持较高增速，销售总量达到 744.40 万台，较去年同期增长 38.13%，与我们之前对 2 月份空调销量同比增长 40% 的预期接近。从长期趋势上来看，2 月份是自去年 10 月份以来连续五个月空调销售同比增速首次下滑至 50% 以下，但考虑到今年春节时间点的特殊性，其 38.13% 的销量同比增速依旧可观。考虑到 3 月份国内空调销量基数的明显增长，我们预计 3 月份国内空调总销量同比增速仍会有所下滑。

图 1：2 月份国内空调内外销总量同比增长达 38.13%



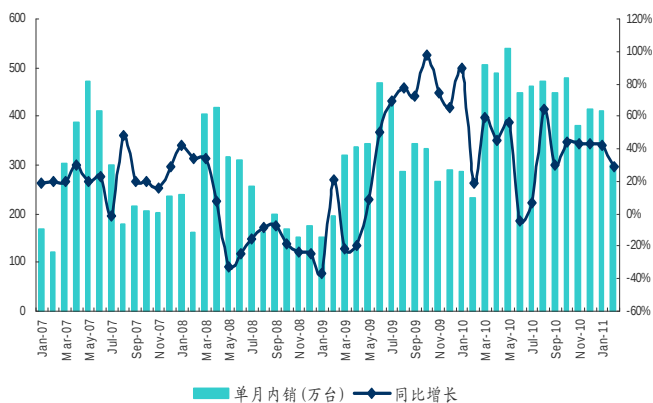
资料来源：产业在线，长江证券研究部

从内销来看，2 月份国内空调内销总量为 300.50 万台，同比增速为 23.39%，环比回落 26.67%。2 月空调内销同比增速较上月出现回落的主要原因与去年春节销量影响有关，由于去年春节在 2 月初，而居民购置家电则主要集中在春节前的一段时间，在春节后购置家电的消费者较少。

剔除春节因素的影响，今年前 2 个月国内空调合计内销同比增速为 36.64%，依旧显示了国内空调市场的高景气度。这一方面得益于今年冬季较低的平均温度、“两节”的促销销售以及利好政策的持续刺激。另外，受近期原材料价格上涨影响，空调等家电产品涨价预期强烈，同时销售旺季临近，各大渠道商已经开始备货，以降低产品价格上涨的风险并开始为旺季销售做准备，这也在很大程度上促进了空调内销的快速增长。

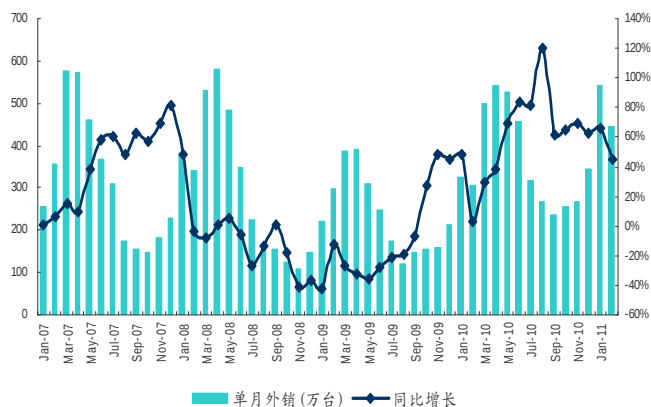
2 月空调内销环比出现回落则在我们预料之中，大多数年份 2 月内销均小于 1 月，主要原因一方面在于春节购置的影响，另一方面则在于 2 月份春节过后天气逐渐转暖，人们对空调的购置需求减少，从而导致空调内销环比出现回落。

图 2：2 月份空调内销同比增速为 23.39%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 3：2 月份空调外销同比增速为 44.76%

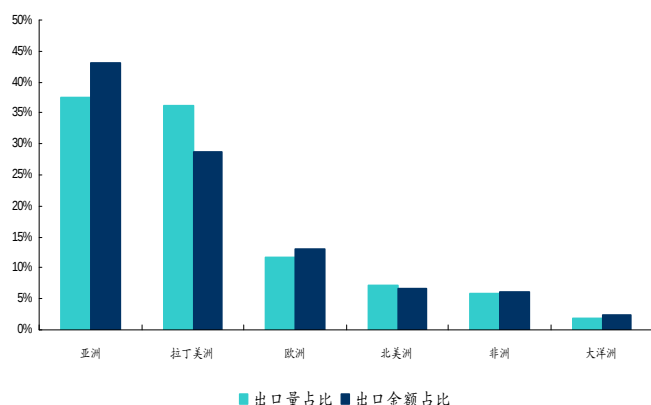


资料来源：产业在线，长江证券研究部

从外销来看，2 月份空调出口量达到 443.90 万台，同比增长达 44.76%，依旧高于 23.39% 的内销增速。虽然 2 月份

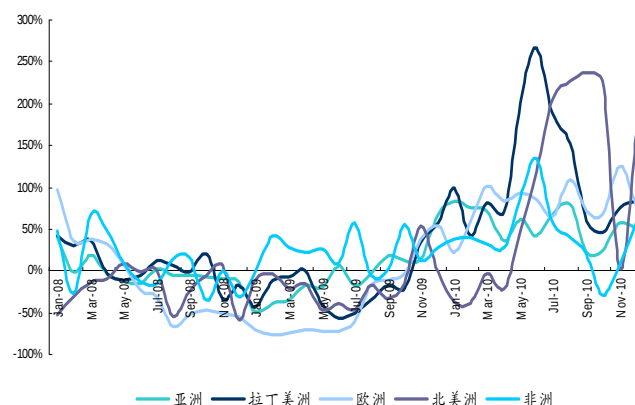
空调出口同比增速依然达 44.76%，但相比 1 月份也出现了明显回落，我们认为主要原因在于北美、欧洲等地在 12 月份入冬后的暴雪天气使空调提前步入销售旺季，而 2 月份随着天气状况的逐渐改善，欧洲、北美空调出口的同比增速也出现回落。另外，2 月中旬阿根廷宣布对原产于中国的空调采取限制进口措施，预计也会对我国空调出口产生了一定的负面影响。

图 4：12 月主要出口地区出口量及金额占比



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 5：主要出口地区销量同比增速一览



资料来源：产业在线，长江证券研究部

从目前家用空调产品结构来看，变频空调的销售增速较快，使得国内变频空调占比不断提升。以 1 月份为例，1 月份变频空调内销 174.7 万台，同比大增 190.6%，占当月空调内销总量的 42.6%，与定频占比差距逐步缩小。而空调外销目前依然以定频空调为主，1 月份变频空调出口量为 56.3 万台，同比下降 34.66%，占当月空调出口总量的 10.4%。

表 1：主要上市公司/品牌 2 月份空调产销量数据一览

	销量	销量同比	内销	内销同比	出口	出口同比	产量	产量同比	库存	库存环比
美的	225.0	52.0%	95.0	39.7%	130.0	62.5%	225.0	63.0%	373.3	0.0%
格力	210.0	52.2%	100.0	16.3%	110.0	111.5%	210.0	48.9%	312.3	0.0%
海尔	51.0	28.1%	20.0	1.0%	31.0	55.0%	45.0	4.7%	28.0	-17.6%
科龙	18.0	38.5%	4.0	90.5%	14.0	28.4%	16.0	0.0%	29.8	-6.3%
TCL	17.5	80.4%	6.3	3050.0%	11.2	17.9%	18.3	52.5%	28.7	2.9%
海信	8.5	88.9%	8.0	142.4%	0.5	-58.3%	12.0	110.5%	32.3	12.1%
长虹	7.8	50.0%	4.8	65.5%	3.0	30.4%	9.0	73.1%	10.5	13.0%
春兰	3.4	142.9%	2.8	180.0%	0.6	50.0%	5.0	257.1%	5.9	351.1%

资料来源：产业在线，长江证券研究部

而分公司看，目前美的、格力、海尔依旧稳居行业前三，其 2 月份销量分别为 225.0、210.0、51.0 万台，分别同比增长 52%、52.2%、28.1%，美的、格力空调销量增速较为抢眼，而海尔略慢于行业增速。TCL、海信、春兰 2 月份空调销量同比增速均超过 80%，增长态势明显。此外，科龙、长虹 2 月份空调销量同比增速也快于行业增速。

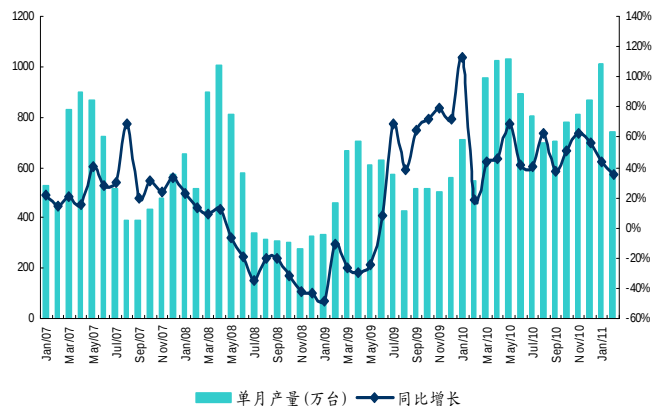
从内销来看，格力 2 月份空调内销同比增速为 16.3%，略低于 23.39% 的行业增速；海尔 2 月份空调内销同比增速为 1%，明显低于行业增速。除格力、海尔外，其他公司内销增速皆高于行业增速，美的内销同比增速为 39.70%。

从外销来看，格力 2 月份空调出口同比增速达 111.5%，远高于其他公司和行业增速，一定程度上反映了近期格力在开拓海外市场取得了明显的效果。此外，美的、海尔、春兰等出口同比增速也高于 44.76% 的行业平均增速。科龙、TCL、海信、长虹 2 月份空调出口同比增速均低于行业增速，特别是海信 2 月份空调出口同比大幅下降 58.3%。

第二，2 月份国内空调产量同比增长 35.21%，库存略有下降

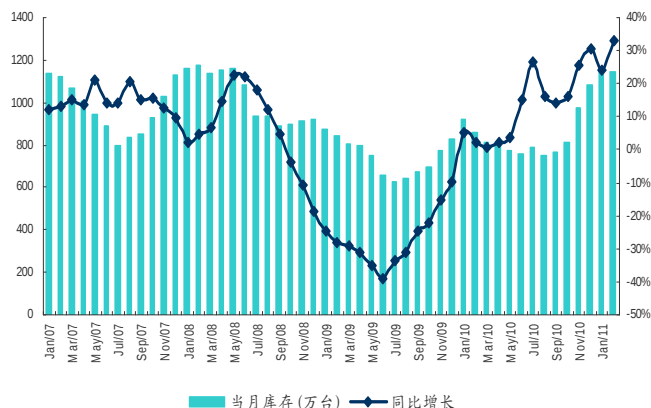
2 月份国内空调总产量为 740.30 万台，同比增长 35.21%，环比下降 26.90%。本月产量与销量基本持平，产销率超过 100%，达到 100.55%。

图 6：2 月份国内空调产量同比增速为 35.21%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 7：2 月份空调库存环比微降 1.10 万台



资料来源：产业在线，长江证券研究部

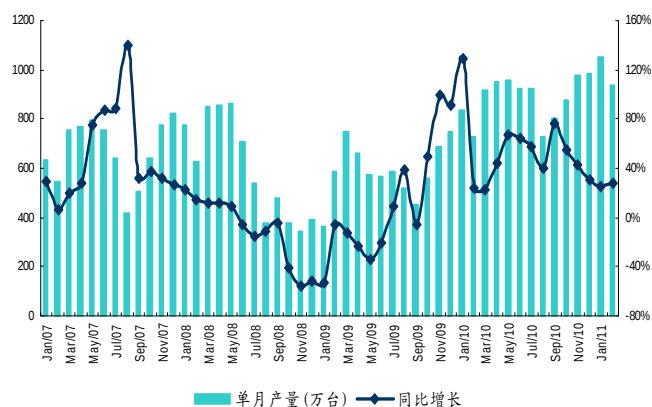
国内空调销量大于产量也使得 2 月份空调库存由 1 月份的 1144.76 万台小幅下降至 1143.66 万台，环比下降 1.10 万台。目前，企业的库存处于历史高位，企业为销售旺季备货的库存较为充足。

分公司看，格力、美的、海尔三大白电龙头空调产量分别为 210.0、225.0 及 45.0 万台，分别同比增长 48.90%、63.00% 及 4.70%。在销量的带动下，春兰、海信空调产量同比均实现快速增长，同比增速分别达到 257.10%、110.50%。库存方面，2 月份美的、格力空调库存环比均与上月基本持平，春兰空调库存环比大幅增长 351.1%，TCL、海信、长虹空调库存环比小幅增长，而海尔、科龙则环比出现小幅下滑。

第三，受益下游空调市场景气，2 月份压缩机产销维持快速增长

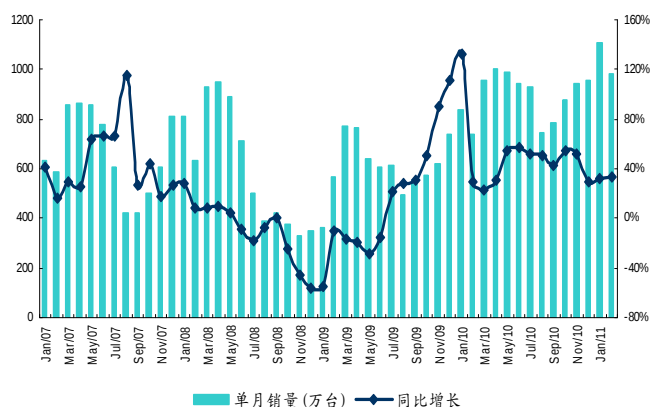
受益于下游空调行业生产旺盛，2 月份国内空调压缩机市场维持快速增长，呈产销两旺态势。2 月份国内空调旋转压缩机总产量为 937.00 万台，同比增长 28.22%；总销量为 981.00 万台，同比增长约 33.43%，产销率为 104.70%。

图 8：2 月份空调旋转压缩机产量同比增长 28.22%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9：2 月份空调旋转压缩机销量同比增长 33.43%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

从目前各企业 3 月份的排产计划来看，本年度主要压缩机制造企业 3 月排产产量同比增长均超过 25%，下游空调销售需求依然呈现乐观向好的趋势。

表 2: 主要空调压缩机制造企业 3 月份排产计划

企业	3 月排产产量(万台)			
	2011E	2010A	2009A	2008A
松下	118	95	80	121
华润三洋	52	52	49	50
庆安	-	43	不到 20 万	50
三菱电机	68	61	56	65
上海日立	175	130	100	125
珠海凌达	-	90	78	-
LG	90	85	60	90
美芝	280-290	195	140	120
飞达仕	-	3.5	8	-
瑞智	90	85	70	100

资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

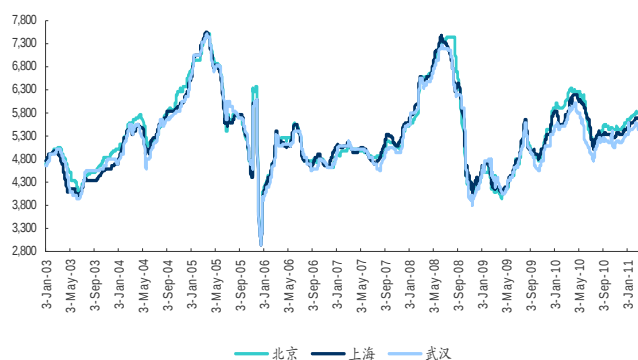
自国内变频空调占比快速提升以来, 变频压缩机产能也经受了巨大的考验。目前, 需求的快速增长和良好的预期使各大旋转压缩机企业纷纷进行技改或新建生产线, 变频压缩机的产能也快速增加。从目前总体情况来看, 随着美芝、凌达等企业变频压缩机项目的逐渐达产, 旋转压缩机行业变频紧张的局面正在得到有效缓解, 反而由于定速压缩机产能向变频转换, 目前定速压缩机产能略显紧张, 尤其是 1P 定速机。

另外, 考虑到目前我国已成为家用空调的世界制造基地, 产量占全球的比重超过 85%, 且除少量高端变频压缩机等依靠进口外, 其余空调配件的国产化率很高, 因此我们认为 3 月初日本地震对国内空调产销影响不会很大。

第四, 原材料价格上涨趋势依旧, 成本压力犹在

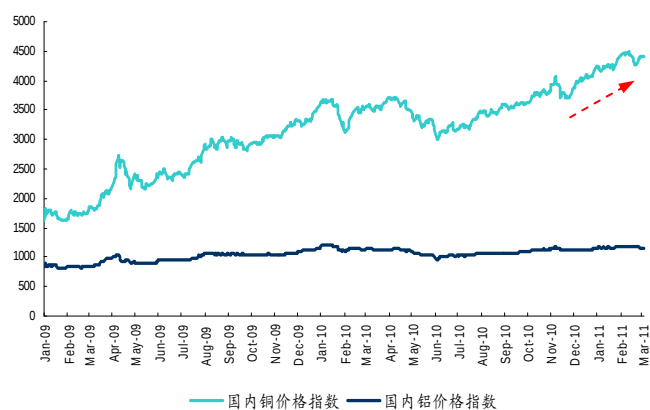
目前, 国内大宗原材料价格上涨趋势依旧, 特别是近期国际原油价格明显上涨, 3 月初 WTI 原油期货结算价格 (3 月期) 已突破 100 美元/桶, 自 2 月份以来涨幅超过 15%, 使得下游相关化工产品价格面临一定的上涨压力。此外, 铜金属价格的不断上升以及近期劳动力成本的增加也使得空调行业成本压力增大。

图 10: 国内主要城市冷轧板价格走势



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 11: 国内铜价上升趋势依旧



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 近期国内塑料价格较为稳定



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 13: WTI 原油期货结算价近期明显上涨



资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们认为，截止目前大宗原材料尤其是铜金属价格涨幅已经较大，未来价格上涨的趋势将逐渐变缓甚至短期内出现下滑，同时随着空调销售旺季的到来，各厂家也可通过推出新品来转嫁原材料上涨的压力，除此之外，变频占比的提高也使得空调行业整体定价能力有所提升。因此我们认为未来空调行业毛利率持续大幅下滑的概率不大。

而对于行业龙头上市公司来说，我们基于以下三个因素的判断，更认为未来成本上涨对其利润侵蚀作用较为有限：第一、上市的家电企业多为行业龙头，具有较强的产品定价能力以及成本转移能力；第二、龙头企业可以通过产品结构升级以及加快新产品研发产出速度来消化成本上涨压力；第三，部分上市公司对大宗原材料采取套期保值策略，在一定程度上也规避了原材料上涨的对公司盈利能力的影响。

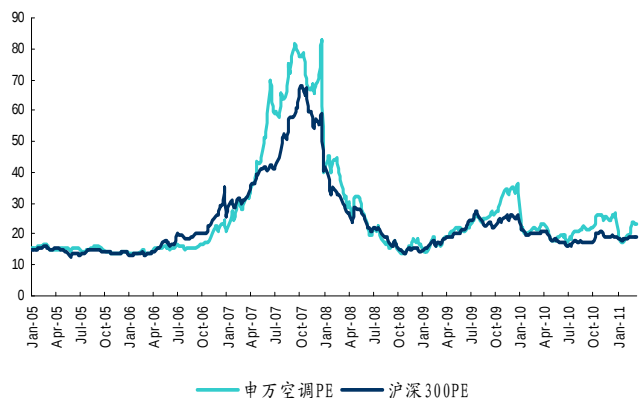
第五，3 月份空调子行业略有下滑，依次推荐格力电器、美的电器

在 2 月份板块估值得到明显修复后，3 月份空调子行业估值略有回调，截止上周五收盘，空调板块下跌 0.53%，低于白电整体 0.71% 的跌幅，小幅跑赢沪深 300 指数 0.21%。其动态市盈率（TTM，整体法）则由月初的 20.88 下滑至目前的 20.65 倍，仍处于不高的位置。

从历史数据看，历年 3 月份家电行业均很难有超额收益，对于空调也不例外，从过去 8 年的数据看，空调子板块跑赢沪深 300 的次数为 5 次，平均跑赢幅度达 0.09%，略低于白电平均涨幅。

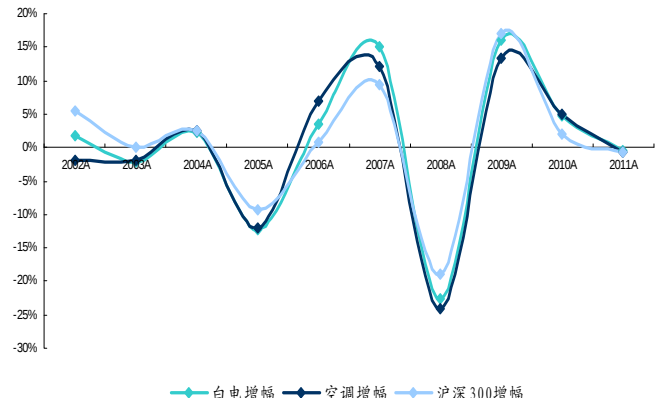
在目前国内空调行业依旧向好，同时行业整体业绩无忧的情况下，我们依旧看好空调子行业的长期表现，依次推荐行业龙头格力电器、美的电器。

图 14: 3 月份截止目前空调板块相对 PE 有所下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 15: 历年 3 月份空调板块取得超额收益的概率较低



资料来源: Wind, 长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。