

短期成本压力 长期需求看好

增持 维持

投资要点:

- 从压缩机高产销、厂家库存判断空调一季度高增长成定局
- 铜、钢价持续高位导致上半年成本上升 4-7%
- 预计一季度收入增长快于利润, 建议继续持有美的电器、格力电器

报告摘要:

- 空调高速增长, 海外需求旺盛。**2011年1-2月出货量、内销、出口、产量同比分别增长 50%、37%、62%、45%。空调脱颖而出的增长脱离了整个家电行业增速减缓的趋势。出口占比达 60%, 海外订单增加主要源于: 海外主要市场复苏; 出口旺季提前来临; 受金融危机影响去年出口基数较小。预计上半年延续高速增长态势。
- 竞争格局: 稳中有变。**1-2月美的、格力、海信科龙销量增长分别为 59%、58%、51%; 2月美的的市场份额超过格力, 达 30%。
- 上下游印证变频普及正在加速。**1月变频空调、变频压缩机销量分别同比增长 138%、162%, 其变频占比分别为 24%、25%。变频更新需求得到加速释放。上下游占比较低, 说明变频替代需求释放仍有很大空间, 变频压缩机持续满产将会推动变频替代的步伐。
- 日本地震影响长期向好。**日本地震对如空调等白电行业的影响更多体现在需求端, 供给端由于全都本土化影响很小。2010年中国对日出口空调、冰箱、洗衣机占总出口量之比分别为 13%、13%、15%。短期来看, 地震削减日本需求, 限制出口; 长期来看, 日本家电市场存在较大潜力, 中国企业将会受益于灾后重建的新增需求。
- 持续成本压力难以避免。**我们测算今年一季度空调企业的成本同比将上升 6-7%, 二季度同比上升 4-6%。
- 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:** 建议继续持有美的电器、格力电器、青岛海尔等空调企业。空调行业仍将维持高速增长, 估值仍在合理区域。

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		09A	10E	11E	10E	11E		
格力电器	21.43	1.03	1.35	1.75	15.9	12.2	0.62	买入
美的电器	19.12	0.56	0.92	1.22	20.7	15.7	0.58	买入
青岛海尔	29.16	0.86	1.44	1.83	20.3	15.9	0.55	买入
ST 科龙	8.16	0.11	0.45	0.50	18.1	16.3	0.24	未评级
三花股份	35.65	0.80	1.06	1.44	33.7	24.8	1.05	买入

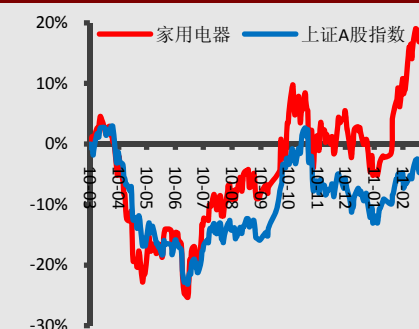
家电研究员

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)	3828
流通市值 (亿元)	2707
重点公司 (家)	14
重点公司占行业市值比重	73%

相关研究

家电下乡 2月数据点评: 以旧换新超预期, 家电龙头更强 (2011.03.07)

冰洗行业 11月3月报: 冰洗平稳增长, 符合预期 (2011.03.06)

空调行业 11年2月报: 空调春季漫步飞扬 出口超预期 (2011.02.22)

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)

空调行业 12月月报: 加速补库存, 政策扶变频 (2010.12.21)

目录

一、海外需求保障出口高增长.....	4
（一）库存水平合理	5
（二）海外需求释放明显	5
二、竞争格局：稳中有变	6
（一）双寡头地位不可撼动	6
（二）美的份额赶超格力	7
（三）中央空调暗战激烈	8
三、压缩机行业仍满产运营	8
四、结构优化 变频加速	9
五、日本地震：短期利空，长期向好.....	10
六、空调已具必需消费品属性.....	11
七、持续成本压力难以避免.....	11

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: 09-11 年家用空调内销量(月度).....	4
图 4: 09-11 年家用空调出口量(月度).....	4
图 5: 08-11 年家用空调库存销量比(月度).....	5
图 6: 08-11 年家用空调厂家库存 (月度)	5
图 7: 08-10 年北美洲出口量(月度).....	5
图 8: 08-11 年亚洲出口量(月度).....	5
图 9: 08-10 年欧洲出口量(月度).....	6
图 10: 08-11 年拉丁美洲出口量(月度).....	6
图 11: 09-11 年家用空调出口量(月度).....	6
图 12: 08-10 年家用空调出口占比变化	6
图 13: 09-10 年家用空调市场份额(总销量).....	7
图 14: 09-10 年家用空调市场份额(内销).....	8
图 15: 09-10 年家用空调市场份额(出口).....	8
图 16: 09-11 年空调压缩机销量(月度).....	8
图 17: 09-11 年空调压缩机产量(月度).....	8
图 18: 07-10 年空调压缩机厂家库存 (月度)	9
图 19: 08-10 年变频空调销量(月度).....	9
图 20: 08-10 年变频空调压缩机销量(月度).....	9
图 21: 08-10 年变频空调内销量(月度).....	10
图 22: 08-10 年变频空调出口量(月度).....	10
图 23: 09-10 年变频压缩机占比	10
图 24: 08-10 年变频空调占比(出货量).....	10
图 25: 09-11 年家用空调内销量(月度).....	11
图 26: 09-11 年家用空调出口量(月度).....	11
图 27: 铜价走势.....	12
图 28: 钢材: 冷轧板价格.....	12

表格

表 1: 2011 年 2 月家用空调企业销售情况.....	7
表 2: 2011 年 1-2 月家用空调企业销售情况	7
表 3: 空调售价与可支配收入比 (08-10 年)	11
表 4: 原材料价格影响成本测算.....	12

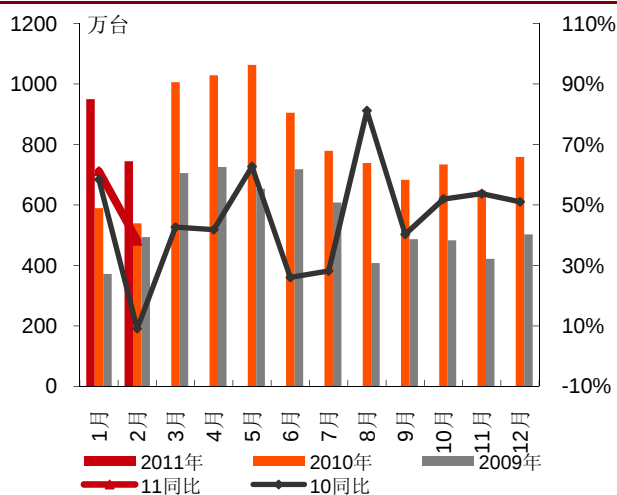
一、海外需求保障出口高增长

2011年2月家用空调出货量为744万台，同比增长38%、环比下降22%；其中内销（301万台）同比增长29%、环比下降27%，出口（444万台）同比增长45%、环比下降18%。产量为740万台，同比增长35%、环比下降27%。2月增速略低于预期。

2010年1-2月（考虑到春节所处月份不同，对比累计两月更合理）家用空调出货量1694万台，增速达50%。内销（710万台）、出口（984万台）、产量（1753万台）同比分别增长37%、62%、45%。空调产销平稳上升，随着出口旺季到来，出口贡献明显增强，预计上半年空调需求不减，增速保持40%以上增速。

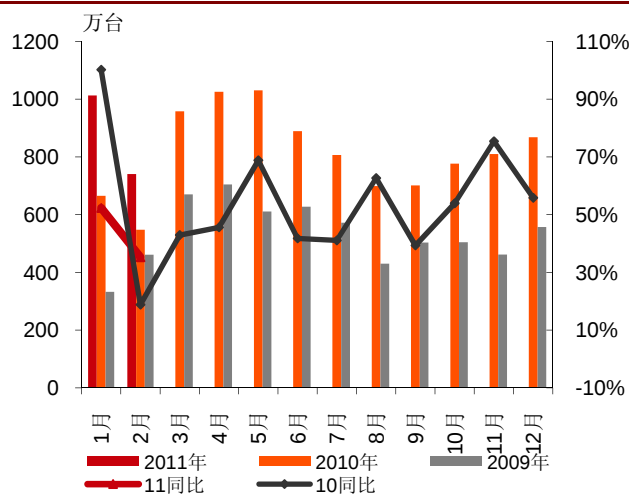
国家统计局公布家用空调2月产量同比增长51%，1-2月增长44%，与产业在线数据表现一致，空调脱颖而出的表现脱离了整个家电行业增速减缓的趋势。

图 1：09-11 年家用空调出货量(月度)



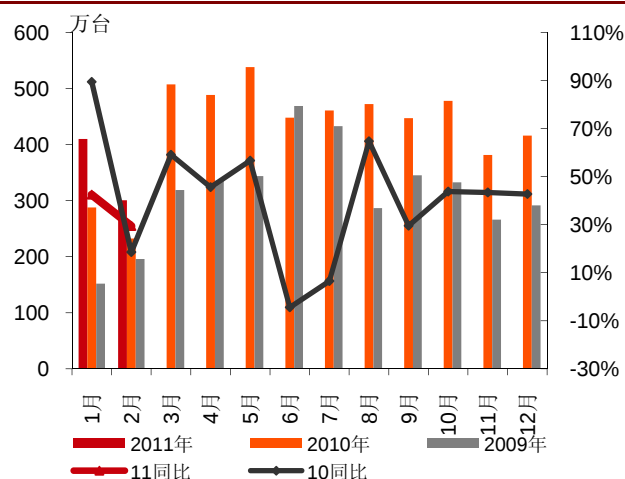
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：09-11 年家用空调产量(月度)



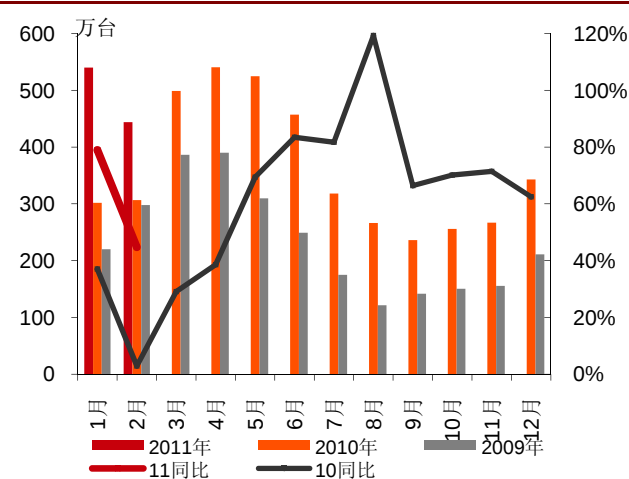
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：09-11 年家用空调内销量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 4：09-11 年家用空调出口量(月度)

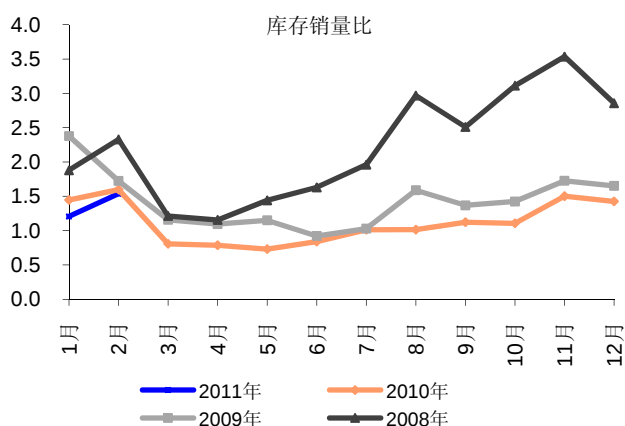


资料来源：产业在线，宏源证券

(一) 库存水平合理

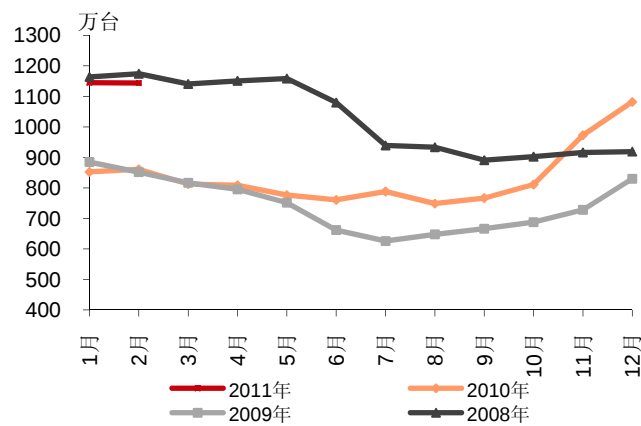
厂家库存彰显乐观情绪。2月库存为1144万台，库存销量比为1.54，环比增长27%，销量略低于预期，但高库存说明经销商对今年空调销售仍持乐观预期，空调近期一直面临较大的涨价压力，预计上半年厂家会通过以产品结构调整为主、价格调节为辅的方式转嫁成本。厂家乐观加大生产以备旺季来临。

图 5：08-11 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 6：08-11 年家用空调厂家库存(月度)



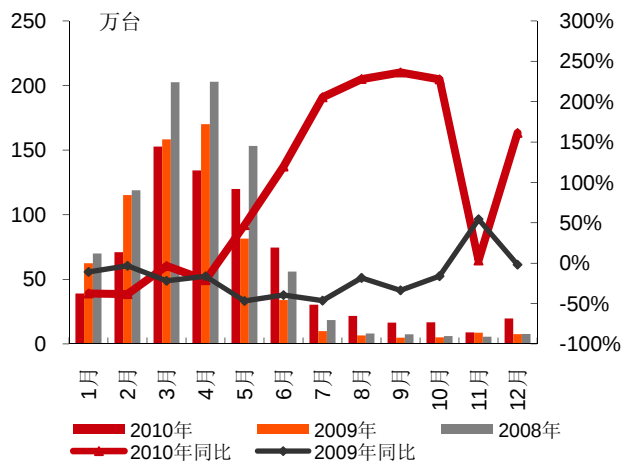
资料来源：产业在线，宏源证券

(二) 海外需求释放明显

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月出口占比达60%，销量贡献增强，预计上半年出口将延续高速增长态势，具体分析如下：

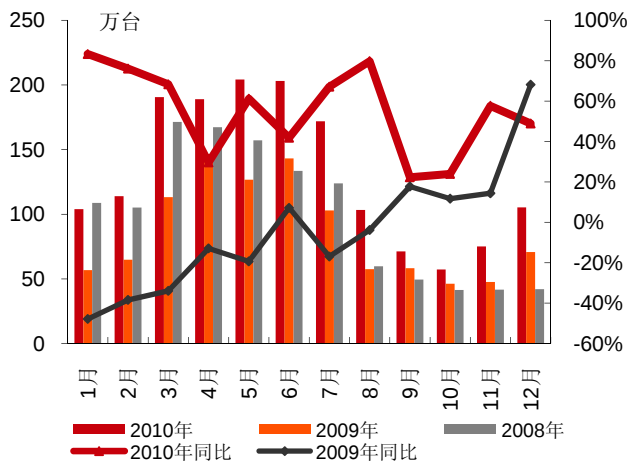
(1) 海外主要市场复苏。北美去年年底气候寒冷，较往年出现异常，空调库存大幅减少，经销商补库存，加剧出口量大幅上升；东欧正走出债务危机阴影，需求逐步回暖；拉美、中东等经济体空调销售呈稳步上升态势，但目前保有量仍处于低位，随着新兴市场的快速发展，家电消费有很大的提升空间。

图 7：08-10 年北美洲出口量(月度)



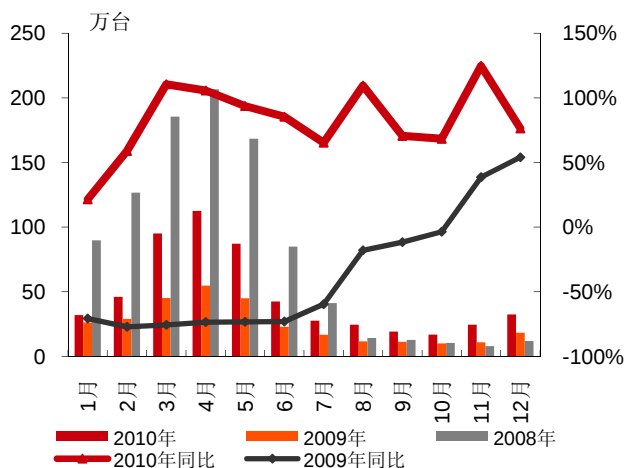
资料来源：产业在线，宏源证券

图 8：08-11 年亚洲出口量(月度)



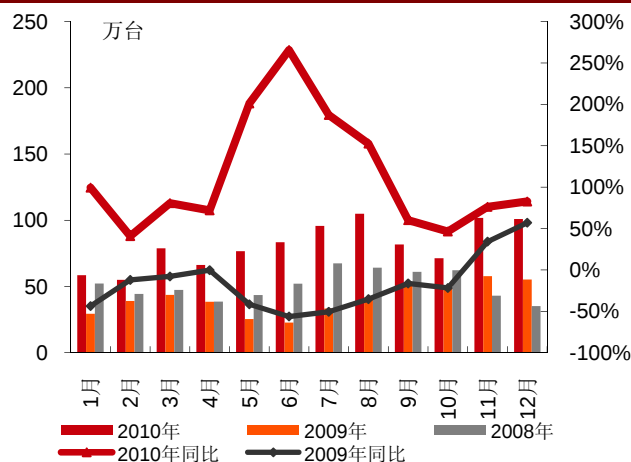
资料来源：产业在线，宏源证券

图 9: 08-10 年欧洲出口量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 10: 08-11 年拉丁美洲出口量(月度)

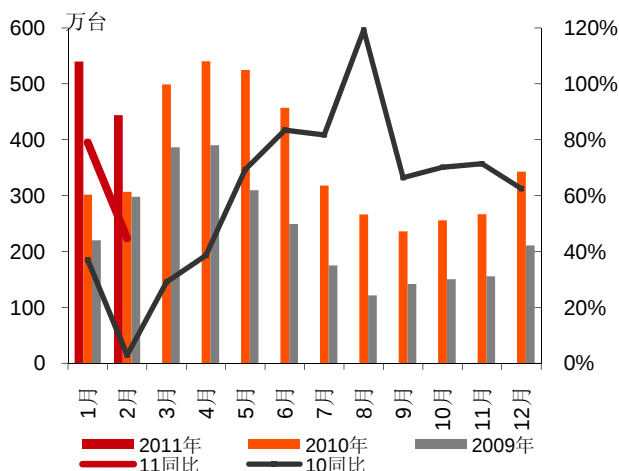


资料来源：产业在线，宏源证券

(2) 出口季节性特征明显。上半年是空调出口的传统旺季。产业数据显示，北美、欧洲、亚洲等主要市场出口额在近几年 1 季度均有显著增长，海外市场已进入旺季，1 季度出口高增长可持续。

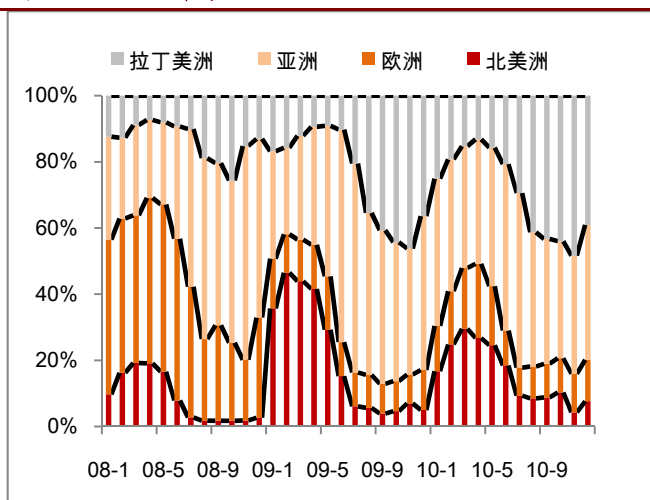
(3) 受金融危机影响去年出口基数较小。

图 11: 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 12: 08-10 年家用空调出口占比变化



资料来源：产业在线，宏源证券

二、竞争格局：稳中有变

(一) 双寡头地位不可撼动

2 月份美的（52%）、格力（52%）、海信科龙（51%）销量增长快于行业（38%）。1-2 月美的（58%）、格力（57%）、海信科龙（51%）销量增长快于行业（50%）。格力、美的双寡头保持高速增长，格力凭借其品牌技术优势出口份额翻番，美的发挥其营销规模优势内销出口稳步上升；二线品牌海信科龙快速发展，重组效应逐步显现。

表 1: 2011 年 2 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	52%	16%	112%	312	18%
美的	52%	40%	63%	373	44%
海尔	28%	1%	55%	28	-15%
志高	21%	44%	7%	33	51%
海信科龙	51%	122%	20%	62	63%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

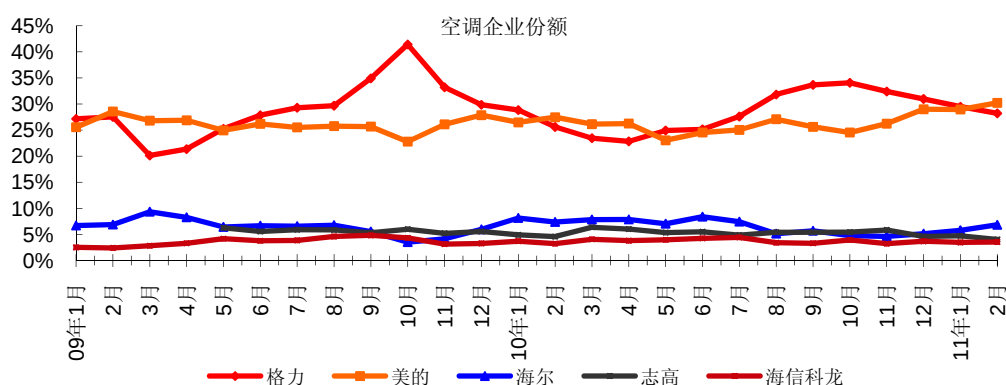
表 2: 2011 年 1-2 月家用空调企业销售情况

企业	销量同比	内销同比	出口同比
格力	57%	23%	120%
美的	58%	40%	74%
海尔	21%	13%	27%
志高	22%	58%	-3%
海信科龙	51%	101%	23%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

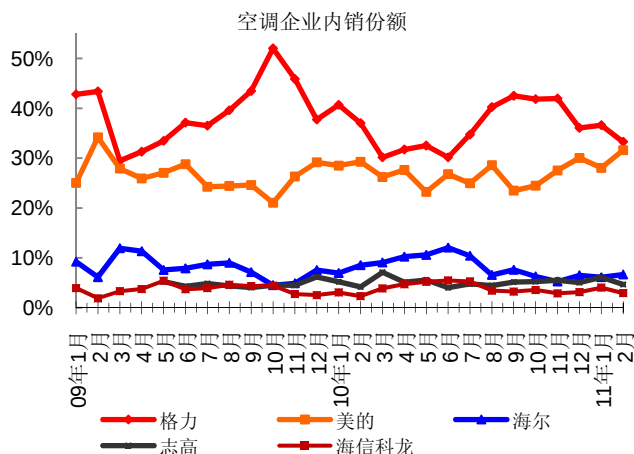
(二) 美的份额赶超格力

2 月市场份额总体平稳, 一二线品牌格局略有变化。第一梯队美的的市场份额 (30%) 继去年 6 月首超格力 (28%), 主要贡献来自于内销份额的提升 (1 月 28% 到 2 月 32%), 节日美的促销效果明显, 预计未来双寡头会维持你追我赶的竞争格局。

图 13: 09-10 年家用空调市场份额(总销量)


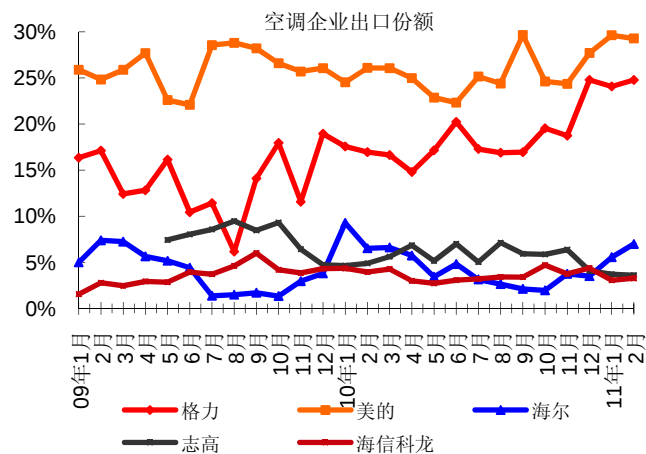
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 14: 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 15: 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) 中央空调暗战激烈

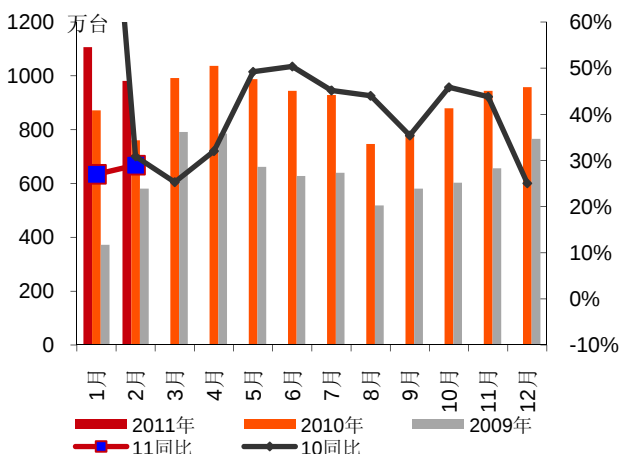
龙头企业蓄力抢占中央空调市场份额。美的中央空调在 2010 年销量增速 55% 的前提下, 继续推进产能扩张和渠道整合的策略, 在年初提出销售破百亿的目标。而近期格力中央空调凭借其核心零配件的技术优势拿下两项千万项目。中央空调市场竞争愈演愈烈, 作为制冷企业利润的下一个增长点, 龙头企业已开始重点布局中央空调这块丰厚蛋糕。

三、压缩机行业仍满产运营

2011 年 2 月份空调压缩机销量为 981 万台, 同比增长 29%; 产量为 937 万台, 同比增长 24%。产销率达 1.05, 考虑春节放假因素, 压缩机延续旺销, 我们推测下游空调销售仍有较大空间。

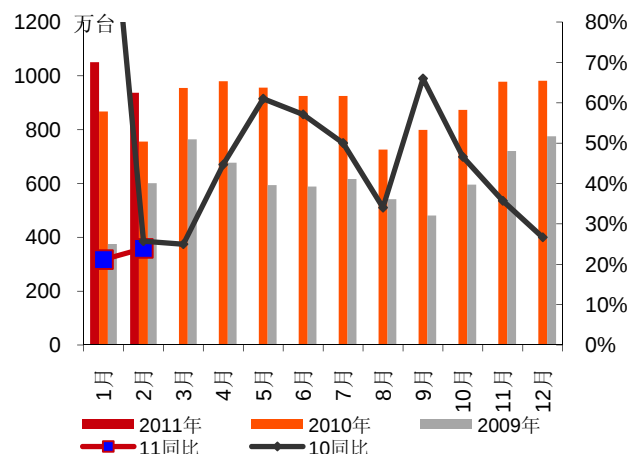
2 月空调压缩机库存为 204 万台, 环比下降 12%, 厂商去库存特征逐步显现。在高产量前提下, 库存较往年相比仍在低位运行, 佐证了压缩机供不应求的现状。预计上半年空调需求不减, 继续联动上游热销。

图 16: 09-11 年空调压缩机销量(月度)



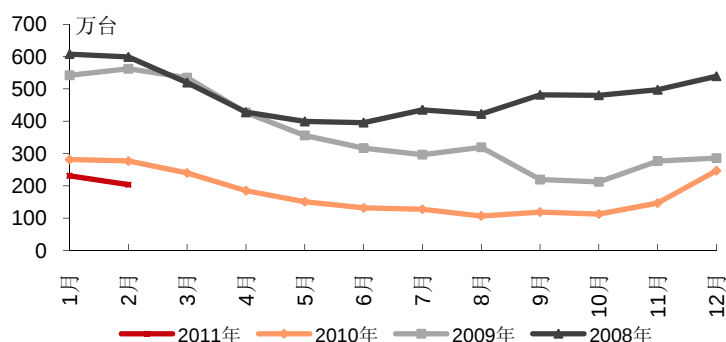
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 17: 09-11 年空调压缩机产量(月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 18: 07-10 年空调压缩机厂家库存 (月度)



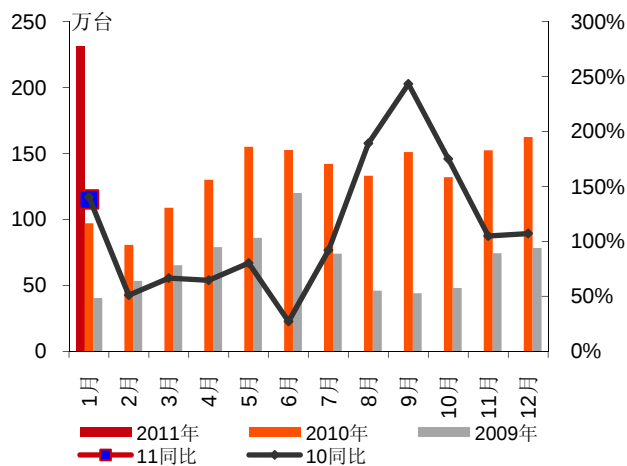
资料来源: 产业在线, 宏源证券

四、结构优化 变频加速

2011 年 1 月变频空调销量为 231 万台, 同比增速高达 **138%**, 显著快于去年平均增速 (97%)。变频占比 (内销) 由 10 年 12 月的 30.4% 大幅升至 1 月的 **42.6%**。对比上游, 1 月变频空调压缩机销量为 274 万台, 延续超 150% 增速, 说明在变频空调需求持续旺盛下, 上游厂商供货明显不足, 产能亟待扩张。

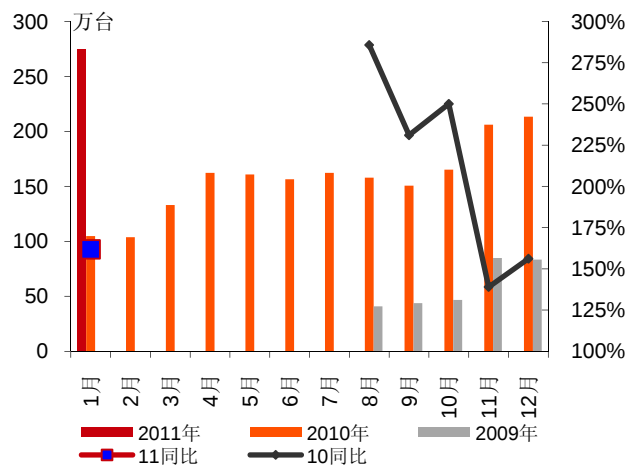
1 月变频更新需求得到加速释放, 我们分析如下: (1) 定频空调节能补贴逐步退出和节前促销活动, 缩短了变频与定频的价格差; (2) 厂商主动调整上市产品结构, 借机优化产品结构以维持盈利水平; (3) 变频节能环保低碳观念推广已得到消费者认可。

图 19: 08-10 年变频空调销量(月度)



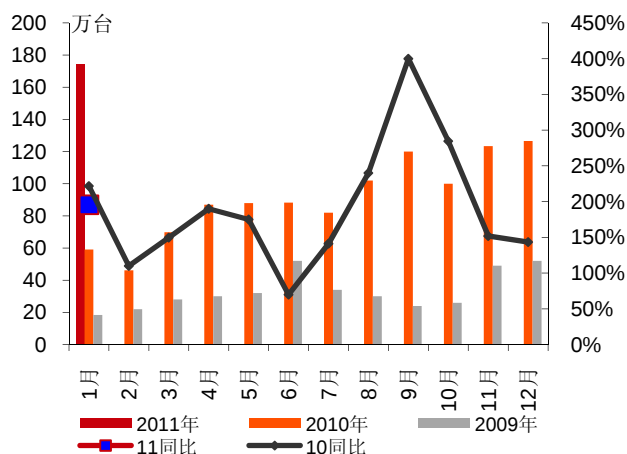
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 20: 08-10 年变频空调压缩机销量(月度)



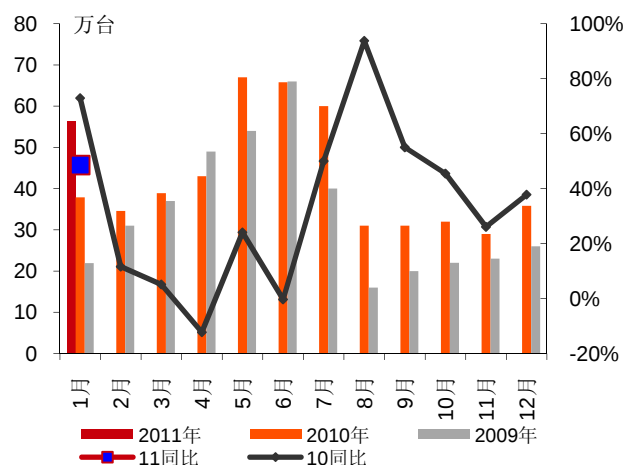
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 21: 08-10 年变频空调内销量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

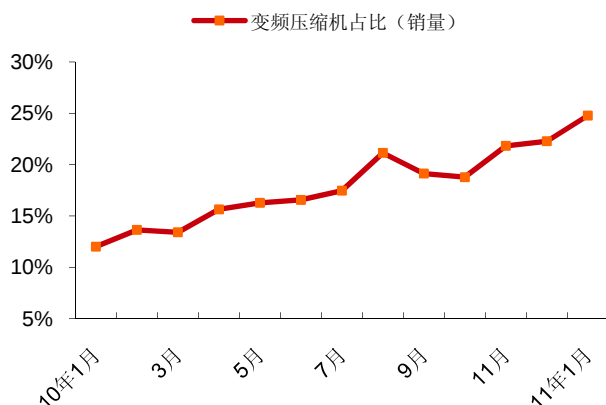
图 22: 08-10 年变频空调出口量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

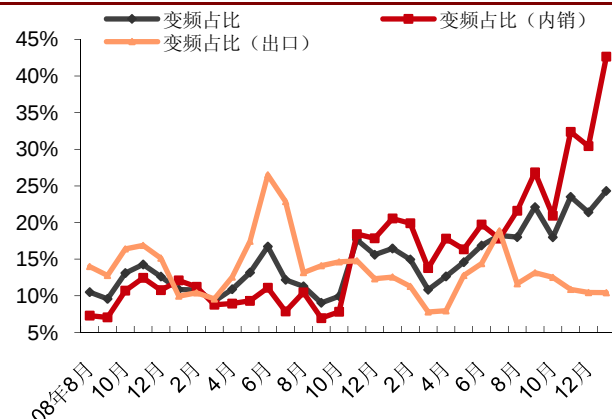
1 月变频空调占比为 24.3%，其中内销、出口中的变频占比为 42.6%、10.4%；1 月变频压缩机销量占比为 25%，可见上下游占比较低，变频替代需求释放空间较大。

图 23: 09-10 年变频压缩机占比



资料来源：产业在线，宏源证券

图 24: 08-10 年变频空调占比(出货量)



资料来源：产业在线，宏源证券

五、日本地震：短期利空，长期向好

日本地震对如空调等白电行业的影响更多体现在需求端，供给端由于全都本土化影响很小。

2010 年中国对日出口空调、冰箱、洗衣机分别为 564 万台、183 万台、272 万台，占出口量比分别为 13%、13%、15%。目前日本是中国第二大家电出口国，短期来看，地震会减缓日本家电需求，对国内企业出口造成一定影响。

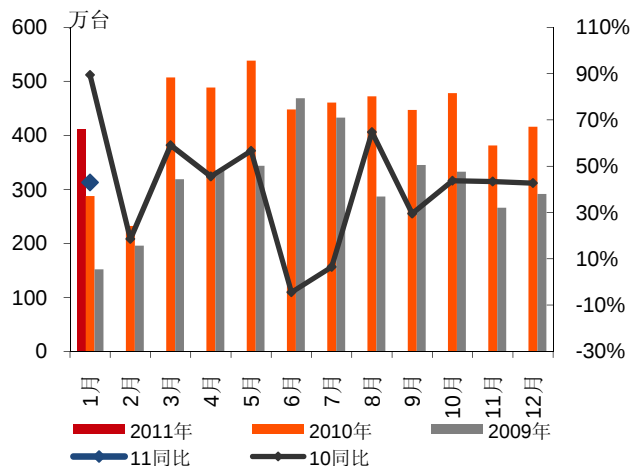
据日本电机工业协会报告显示，2010 年日本国内白电销售额达 2.21 万亿日元，同比增长 11.9%。其中空调 6682 亿日元，冰箱 4424 亿日元，分别同比增长 21.6%、15.7%。2011 年 1 月日本白电销售额 1424 亿日元，同比增长 10.8%，其中空调 407 亿日元，同比增长 48.8%。

自 2009 年 5 月实施家电环保点补贴制度以来，日本家电销售异常火爆，反映了日本家电市场的巨大空间。长期来看，中国作为日本家电最大生产基地之一，将会受益于灾后重建的新增需求，长期看好对日的出口市场。

六、空调已具必需消费品属性

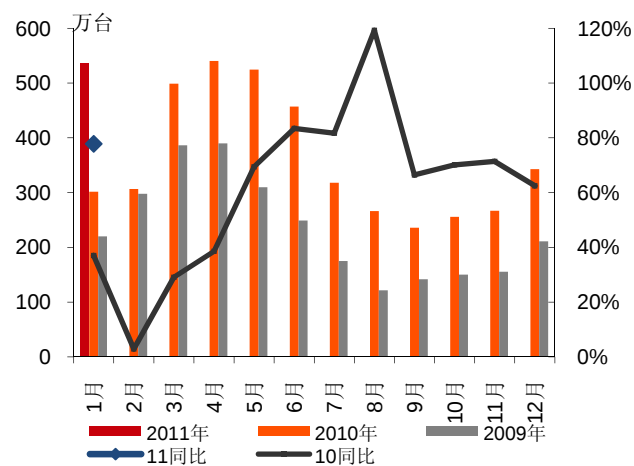
空调内销季节性特征趋弱（现象）。产业在线数据显示，2010 年各月内销均匀，无明显季节性变化，说明空调受天气变化影响逐渐变小，空调必需品属性增强。

图 25：09-11 年家用空调内销量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 26：09-11 年家用空调出口量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

居民收入稳步增长（根本原因）。2010 年城镇居民人均可支配收入 19109 元，同比增长 7.8%；农村居民人均纯收入 5919 元同比增长 10.9%；而空调城市均价仅微增 0.7%。在通胀背景下，空调明显“便宜”。居民实际消费能力与空调性价比的一高一低，加速了空调向家用必需消费品转变的进程。

表 3：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。

七、持续成本压力难以避免

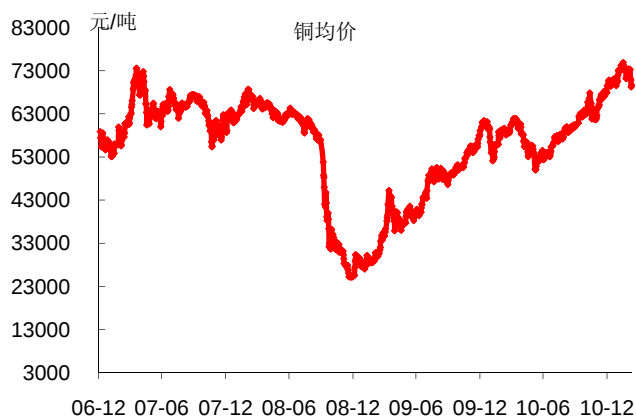
由于格力、美的的成本转嫁能力较强，大宗商品的上涨并没有影响到去年下半年空调企业的盈利水平，但铜价持续上涨，格力、美的等空调企业要持续转嫁给经销商和供货商的压力在加大，自身要承担一部分，未来将有可能通过涨价和优化产品结构来缓解成本压力。

我们假定原材料成本对企业盈利的影响时滞为 1-2 个季度，则今年一季度空调企业的成本同比将上升 6-7%，二季度同比上升 4-6%。

表 4: 原材料价格影响成本测算

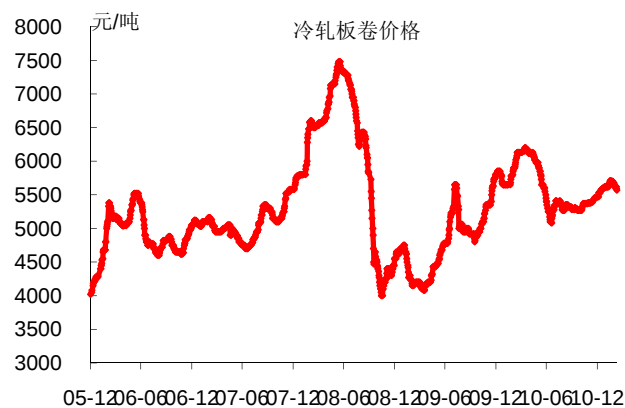
季度	铜价涨幅	钢价涨幅	铜导致空调成本上升幅度	钢导致空调成本上升幅度	主要原材料价格对成本上升影响程度
10Q3	23.2%	4.10%	5.8%	1.4%	7.2%
10Q4	22.1%	2.46%	5.5%	0.9%	6.4%
11Q1	23.2%	-3.85%	5.8%	-1.3%	4.4%
成本占比	25%	35%			

图 27: 铜价走势



资料来源: 上海金属网, 宏源证券

图 28: 钢材: 冷轧板价格



资料来源: 我的钢铁网, 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，曾任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、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、万家乐、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份。

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	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。