



空调景气可持续 龙头发力出口 增持 维持

投资要点:

- 从压缩机产销、库存和空调厂家库存预判空调二季度增速可期
- 预计变频空调今年70%增长,盈利水平通过产品优化维持
- 龙头企业出口份额显著上升,建议继续持有格力电器、美的电器

报告摘要:

- 空调上半年有望超30%增长。**2011年一季度出货量、内销、出口、产量同比分别增长39%、29%、49%、38%。一季度产销高速增长,二季度将回归平稳增长,由于旺季备货和海外市场回暖等因素,预计上半年空调需求旺盛,增速可超30%。库存平稳运行:3月库存相比往年处于高位,但库存销量比仅为0.87,目前库存水平合理。
- 竞争格局:出口集中度提高。**1-3月格力、美的销量增长分别为54%、44%快于行业(39%),格力出口翻番增长。出口前五名份额总和(R5)由去年的57%提高到今年一季度的68.4%,空调巨头积极调整战略加大海外市场开拓力度,格力、美的、海尔今年出口市场份额较去年分别增加了7.5、4、1.3个百分点。
- 结构优化:变频今年增速将超70%。**1-2月变频空调销量同比增长139%,继续维持高速增长。我们预测2011年变频空调销量2750万台,同比增长72%,其中内销为2104万台,同比增长93%,出口为646万台,同比增长28%。保守预计今年变频占比达24%,其中内销市场变频占比为34%,出口市场变频占比为12%。
- 上游(压缩机)监测:持续扩产,预期乐观。**空调压缩机2011年3月份销量为1129万台,同增16%;产量为1115万台,同增17%。1-3月累计销量、产量分别同比增长24%、22%。
- 投资建议:**建议继续持有格力电器、美的电器等空调企业。二季度空调行业仍将维持较高增长,估值仍在合理区域。

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		10A	11E	12E	11E	12E		
格力电器	22.06	1.52	1.86	2.24	11.9	9.8	0.51	买入
美的电器	18.16	0.92	1.22	1.54	14.9	11.8	0.55	买入
青岛海尔	27.81	1.52	1.92	2.43	14.5	11.4	0.57	买入
ST科龙	8.23	0.43	0.45	0.55	18.3	15.0	1.58	未评级
三花股份	33.22	1.06	1.38	1.83	24.0	18.2	0.86	买入

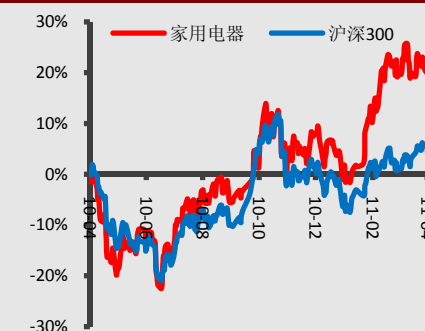
家电研究员

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)	3792
流通市值(亿元)	2702
重点公司(家)	14
重点公司占行业市值比重	72%

相关研究

家电下乡和以旧换新11年4月报:农村空调进入快速普及期(2011.04.07)

空调行业11年3月报:短期成本压力长期需求向好(2011.03.20)

家电下乡和以旧换新11年3月报:以旧换新超预期,家电龙头更强(2011.03.07)

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)

空调行业11年1月报:低估值与高成长双重驱动(2011.01.20)

目录

一、空调一季度如期高增长.....	4
（一）预计内销同增 20%以上.....	5
（二）库存平稳运行.....	5
二、竞争格局：出口集中度提高.....	6
（一）双寡头出口成亮点.....	6
（二）格力美的海外大扩张.....	7
三、结构优化：变频今年增速将超 70%.....	7
三、上游（压缩机）监测：持续扩产，预期乐观.....	9

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: 09-11 年家用空调产量情况(月度).....	5
图 6: 09-11 年空调城市零售量(月度).....	5
图 7: 09-11 年空调城市零售额(月度).....	5
图 8: 08-11 年家用空调库存销量比(月度).....	6
图 9: 08-11 年家用空调厂家库存(月度).....	6
图 10: 09-11 年家用空调市场份额(总销量).....	7
图 11: 09-11 年家用空调市场份额(内销).....	7
图 12: 09-11 年家用空调市场份额(出口).....	7
图 13: 09-11 年变频空调销量(月度).....	8
图 14: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度).....	8
图 15: 09-11 年变频空调内销量(月度).....	8
图 16: 09-11 年变频空调出口量(月度).....	8
图 17: 2010-2011 年变频压缩机占比.....	9
图 18: 08-11 年变频空调占比(出货量).....	9
图 19: 09-11 年空调压缩机销量(月度).....	9
图 20: 09-11 年空调压缩机产量(月度).....	9
图 21: 08-11 年空调压缩机厂家库存(月度).....	10

表格

表 1: 2011 年 3 月家用空调企业销售情况.....	6
表 2: 2011 年 1-3 月家用空调企业销售情况.....	6
表 3: 2011 年变频空调销售预测.....	8
表 4: 2011 年企业压缩机排产计划.....	10
表 5: 2010 年企业压缩机排产计划.....	10

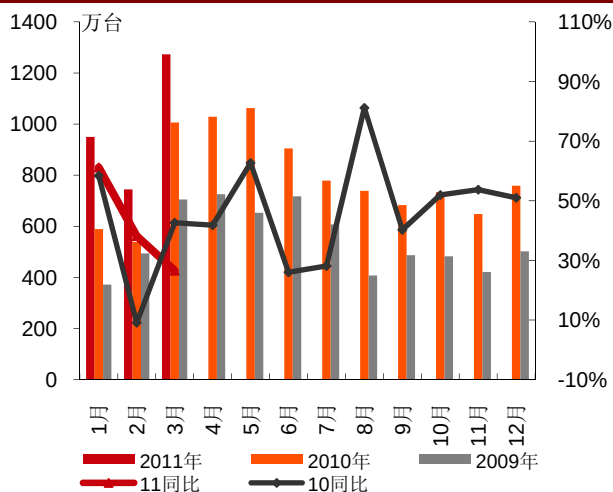
一、空调一季度如期高增长

2011年3月家用空调出货量为1273万台，同比增长27%、环比增长71%；其中内销（612万台）同比增长21%、环比增长104%，出口（661万台）同比增长33%、环比增长49%。产量为1237万台，同比增长29%、环比增长67%。空调环比大幅提升，经销商为旺季销售铺货。

2011年1-3月累计家用空调出货量2967万台，增速达39%。内销（1322万台）、出口（984万台）、产量（1753万台）同比分别增长29%、49%、38%。一季度产销高速增长，二季度将回归平稳增长，由于旺季备货和海外市场回暖等因素，预计上半年空调需求旺盛，增速可超30%。

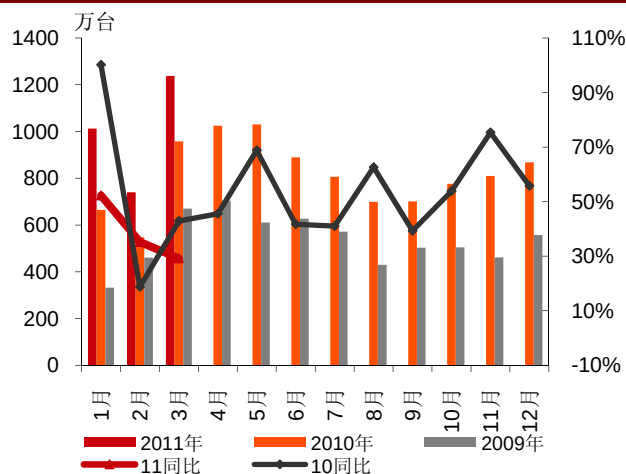
国家统计局公布家用空调3月产量1463万台，同比增长41%，一季度累计增速达48%。

图 1：09-11 年家用空调出货量(月度)



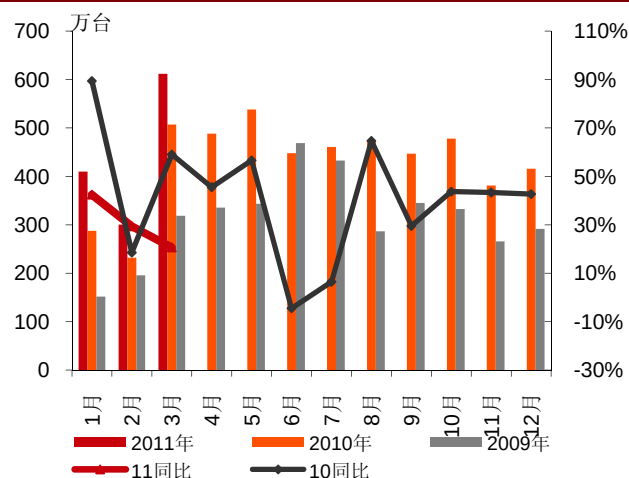
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：09-11 年家用空调产量(月度)



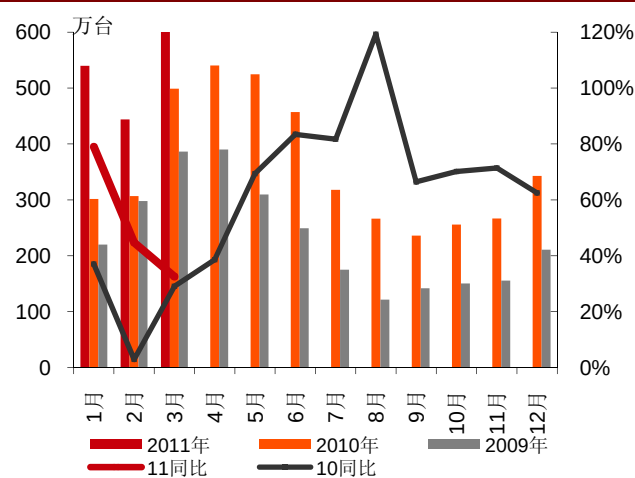
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：09-11 年家用空调内销量(月度)



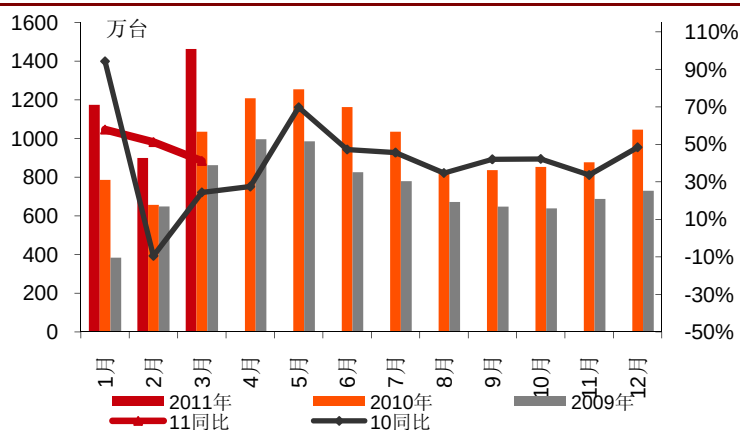
资料来源：产业在线，宏源证券

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

图 5：09-11 年家用空调产量情况(月度)



资料来源：国家统计局，宏源证券

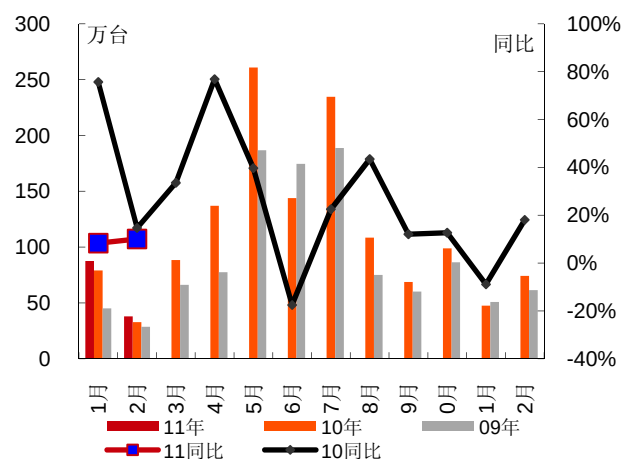
（一）预计内销同增 20% 以上

大中城市销售平稳增长。2 月空调大中城市零售量、零售额分别同比增长 10%、25%，保持平稳增长态势，我们预计大中城市空调销售增速可超 10%。

三四级市场权重提高。据商务部数据显示，3 月下乡空调销售额同比增速高达 398%。经我们测算，10 年 11 月和 11 年 3 月空调的农村市场销量占比分别约为 14%、17%-18%，下乡空调销售快速增长，潜力逐步释放。

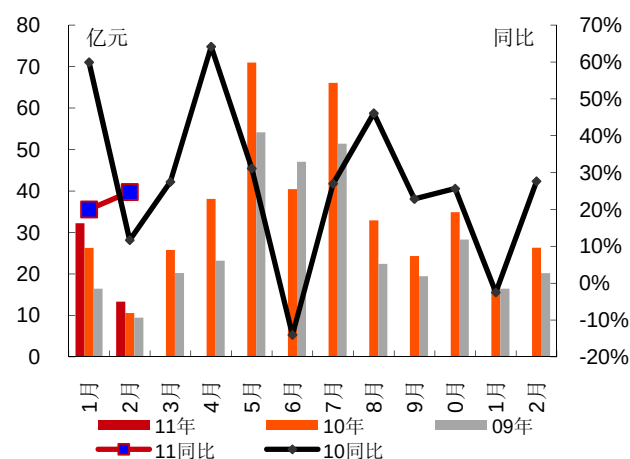
长期来看，空调内销需求向好，我们预计全年可达 20% 以上的增速。

图 6：09-11 年空调城市零售量(月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

图 7：09-11 年空调城市零售额(月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

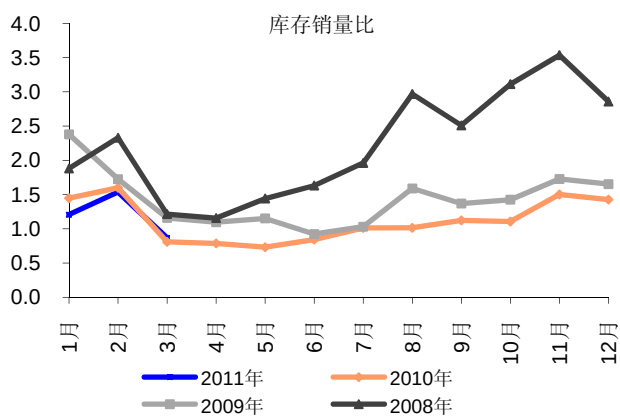
针对海外市场空调出口的详细分析请见 3 月 20 日发布的报告《短期成本压力 长期需求看好》。

（二）库存平稳运行

库存水平维持稳定。3 月库存为 1105 万台，相比往年处于高位，但库存销量比仅为 0.87，仅比去年低，目前库

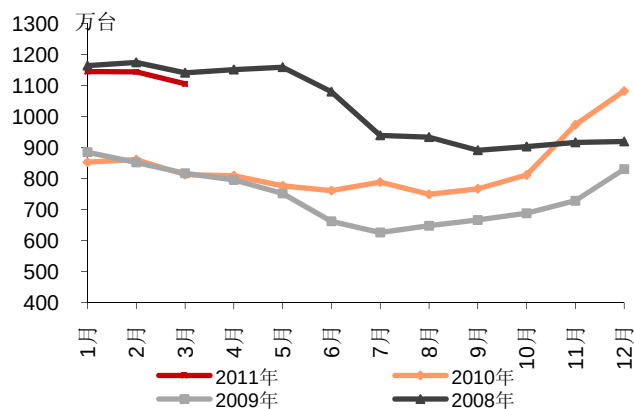
存水平合理。

图 8: 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 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

二、竞争格局：出口集中度提高

(一) 双寡头出口成亮点

3 月份格力（50%）、美的（31%）销量增长快于行业（27%）。1-3 月格力（54%）、美的（44%）销量增长快于行业（39%）。格力出口继续保持翻倍增长，近期凭借其技术创新和品牌优势多次拿下海外千万订单，随着出口旺季的需求释放，预计格力出口仍能保持高速增长。

表 1: 2011 年 3 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	50%	14%	117%	307	18%
美的	31%	20%	42%	368	52%
海尔	16%	20%	12%	22	-29%
志高	16%	0%	36%	29	273%
海信科龙	20%	52%	-11%	62	149%

资料来源：产业在线，宏源证券

表 2: 2011 年 1-3 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	54%	19%	119%
美的	44%	31%	56%
海尔	19%	17%	21%
志高	13%	24%	4%
海信科龙	40%	89%	26%

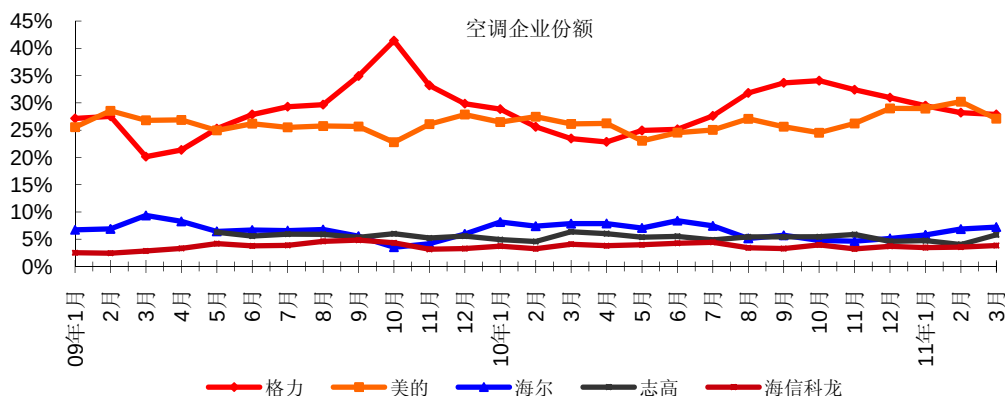
资料来源：产业在线，宏源证券

(二) 格力美的海外大扩张

内销市场双寡头在3月旺季前市场份额正常回调。

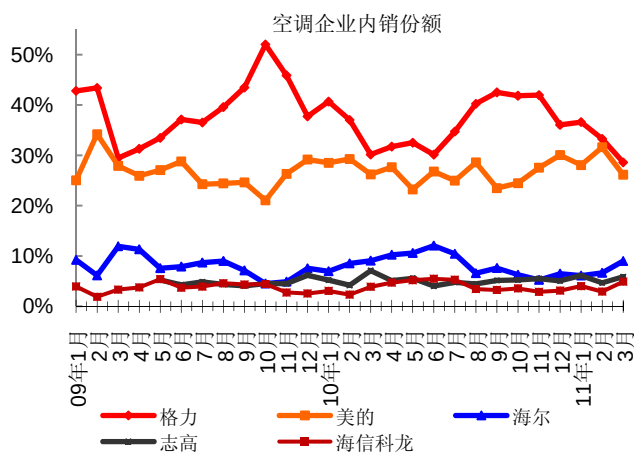
出口格局一反往年常态，出口前五名份额总和（R5）由去年的57%提高到今年一季度的68.4%，出口市场也像内销一样集中度进一步提升，空调巨头积极调整战略加大海外市场开拓力度，格力、美的、海尔今年出口市场份额较去年分别增加了7.5、4、1.3个百分点，尤其格力出口翻番增长。

图 10: 09-11 年家用空调市场份额(总销量)



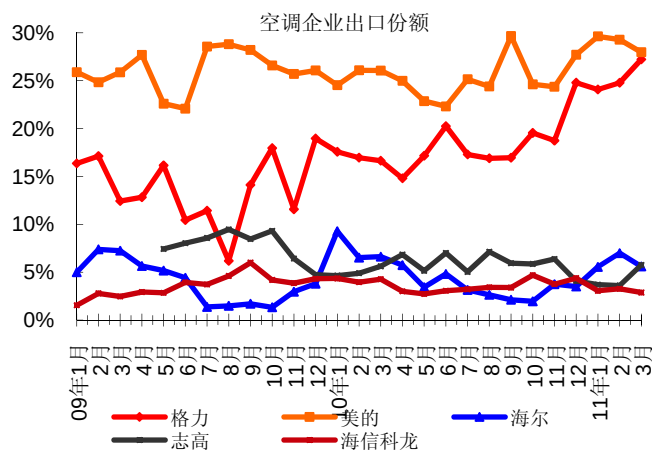
资料来源：产业在线，宏源证券

图 11: 09-11 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: 09-11 年家用空调市场份额(出口)



资料来源：产业在线，宏源证券

三、结构优化：变频今年增速将超 70%

在空调企业力推下，变频普及势不可挡：2011 年 1-2 月变频空调出货量同比增长 139%，继续维持高速增长。

我们对今年变频空调增长和变频占比的预测：

经测算，我们预测 2011 年变频空调将继续高速增长（2010 年变频增长 98%），预计总销量为 2750 万台，同比增长 72%，其中内销为 2104 万台，同比增长 93%，出口为 646 万台，同比增长 28%。

同时保守预计今年全年变频占比可达 24% (2010 年为 17%), 其中内销市场变频占比为 34% (2010 年为 21%), 出口市场变频占比为 12% (2010 年为 11%)。

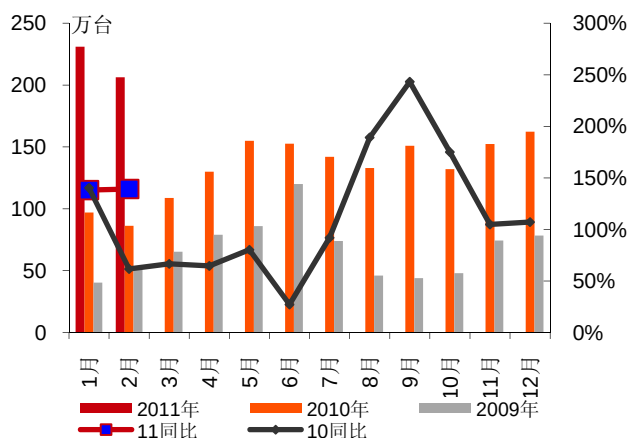
假设 2011 年前六大空调企业变频销量合计占全行业 80%, 家用空调销量增速为 22%。

表 3: 2011 年变频空调销售预测

前六大企业	变频销量目标	各企业占行业比重 (E)	(单位: 万台)	2010 年	2011 年 (E)	同比增速 (E)
美的	800	29%	变频空调	1602	2750	72%
格力	600	22%	内销	1092	2104	93%
海尔	400	15%	出口	506	646	28%
海信科龙	200	7%	家用空调	9472	11366	22%
志高	100	4%	变频占比	17%	24%	
奥克斯	100	4%	内销占比	21%	34%	
合计	2200	80%	出口占比	11%	12%	

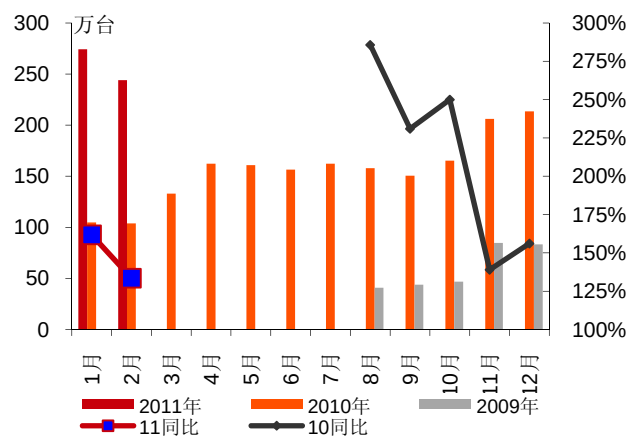
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 13: 09-11 年变频空调销量(月度)



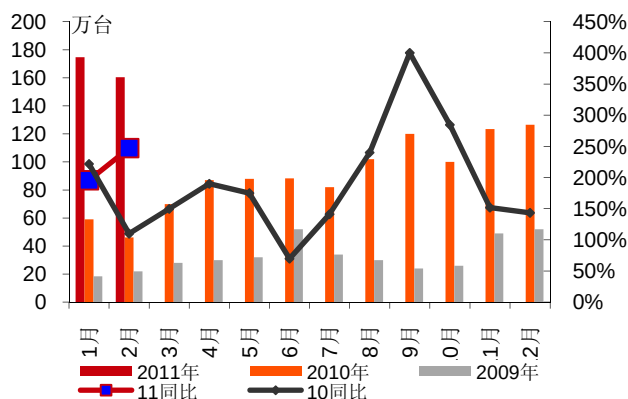
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 14: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度)



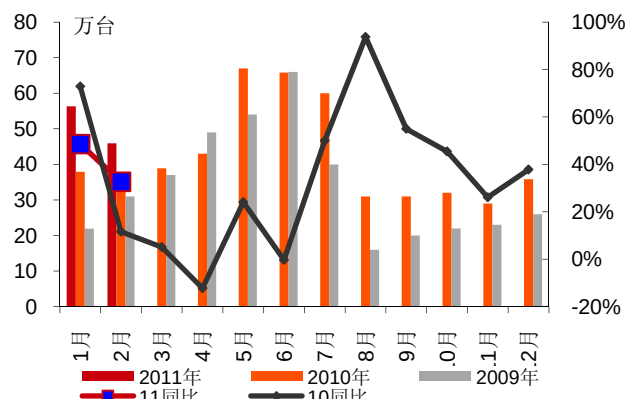
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 15: 09-11 年变频空调内销量(月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

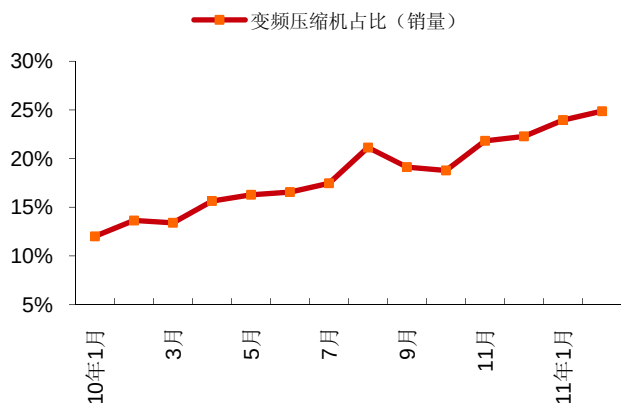
图 16: 09-11 年变频空调出口量(月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

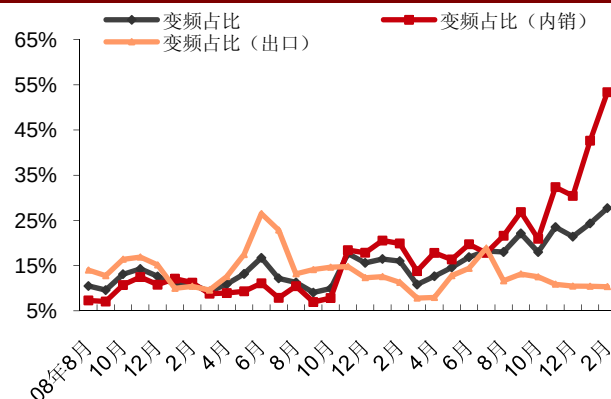
2月变频空调占比为27.7%，其中内销、出口中的变频占比分别为53.4%、10.3%；内销的变频占比再次出现大幅提升（12月30.4%→1月42.6%→2月53.4%），印证了变频替代黄金时期的到来。

图 17: 2010-2011 年变频压缩机占比



资料来源：产业在线，宏源证券

图 18: 08-11 年变频空调占比(出货量)



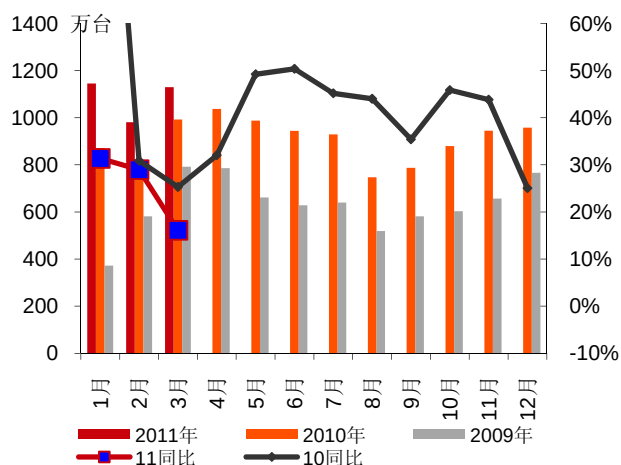
资料来源：产业在线，宏源证券

三、上游（压缩机）监测：持续扩产，预期乐观

压缩机出货仍保持旺盛，产能趋紧，但增速较前两月有所放缓。空调压缩机2011年3月份销量为1129万台，同比增长16%；产量为1115万台，同比增长17%。1-3月累计销量、产量分别同比增长24%、22%。

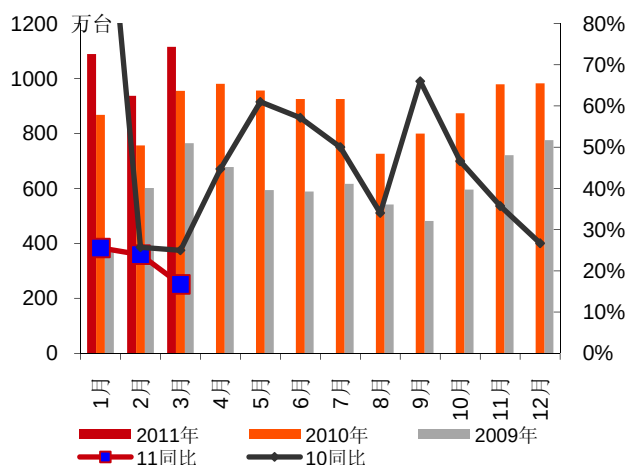
库存190万台，环比下降7%，3月库存是近5年同期最低量，表现出压缩机供不应求。

图 19: 09-11 年空调压缩机销量(月度)

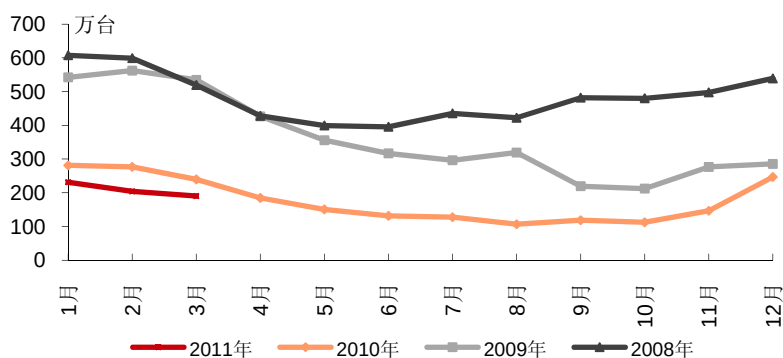


资料来源：产业在线，宏源证券

图 20: 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 21: 08-11 年空调压缩机厂家库存(月度)


资料来源: 产业在线, 宏源证券

相比去年压缩机排产计划, 厂家扩产趋势明显。

表 4: 2011 年企业压缩机排产计划

企业 (万台)	4 月	3 月	2 月	1 月
美芝		280-290	240	240
瑞智	98	90		85
LG	93	90	73	85
海立		175	140	150
松下	115	118	100	110

资料来源: 产业在线, 宏源证券

表 5: 2010 年企业压缩机排产计划

企业 (万台)	4 月	3 月	2 月	1 月
美芝	190	195	130	210
瑞智	80	85	68	80
LG	85	85	60	86
海立	140	130	120	140
松下	105	95	90	110

资料来源: 产业在线, 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。