



空调企业冰火两重天

增持 维持

投资要点:

- 上半年空调销量增长高于预期, 预计全年增速可达 25%
- 格力美的乘变频化和政策退出之东风挤压同行生存空间
- 龙头企业表现优异, 格力、美的增长快于行业, 建议继续持有

报告摘要:

- 行业: 上半年销量同比增长 31%。**2011 上半年出货量、内销、出口、产量同比分别增长 31%、35%、27%、30%。内销依然强劲, 三四级市场拉动是重要引擎, 2010 年农村空调保有量提升了 3.8 台(百户家庭); 海外市场增速回落。6 月份内销占比(内销/销量)连续 5 个月攀升, 至 59%。我们依然维持全年行业 25% 的增幅预期。
- 竞争格局: 格力、美的甩掉对手。**2011 年上半年格力、美销量增长分别为 52%、45% 快于行业(31%)。6 月出口前五名份额总和(R5)大幅下滑, 由 4 月份的 66.2% 下滑到 57.5%。而内销集中度有所回升, 6 月内销前五名份额总和达到 80.5%, 较 5 月份提高了 3.6 个百分点。
- 结构: 7 月变频将发力, 变频将占半壁江山。**1-5 月变频空调销量同比增长 124%; 其中内销同比增长 181%, 出口同比增长 40%。节能惠民政策已于 6 月份退出, 变频空调高性价比优势将会凸显, 变频占比将会快速提升, 在变频空调生产有技术优势和产能优势企业将受益。
- 上游(压缩机)监测: 排产计划显示预期乐观。**空调压缩机市场份额前十大企业 7 月份计划排产 1065 万台, 同比增长 29%。由于空调压缩机行业是以销定产, 表明下游空调企业对市场依然乐观。
- 投资建议:**建议继续持有格力电器、美的电器等空调企业。二季度空调行业较高增长, 下半年增长也无忧。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	23.17	1.52	1.96	2.38	11.8	9.7	0.50	买入
美的电器	17.54	0.92	1.26	1.59	13.9	11.0	0.47	买入
青岛海尔	12.70	0.76	1.10	1.30	11.5	9.8	0.45	买入
ST 科龙	6.60	0.43	0.45	0.55	14.7	12.0	1.27	未评级
三花股份	34.78	1.06	1.38	1.83	25.1	19.0	0.90	买入

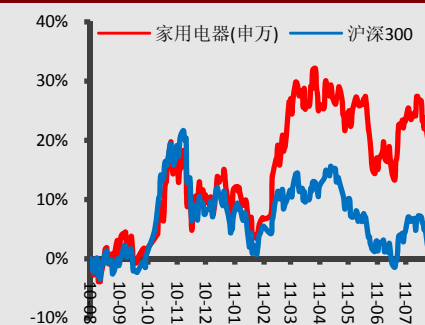
家电研究员

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)	3538
流通市值(亿元)	2791
重点公司(家)	14
重点公司占行业市值比重	66%

相关研究

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响(2011. 07. 19)

2011 年中期策略报告: 保障房是明年厨卫最大蛋糕(2011. 06. 22)

空调行业 11 年 5 月报: 空调和压缩机高增长逐渐明朗(2011. 05. 23)

空调行业 11 年 4 月报: 空调景气可维持龙头发力出口(2011. 04. 23)

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、空调上半年销量超预期高速增长.....	4
（一）内销强劲有力 出口回落	5
（二）大中城市销量有所回落	6
（三）农村市场需求急剧释放	6
（四）库存水平比较稳定	7
二、竞争格局：格力美的挤压同行生存空间.....	8
（一）格力、美的增速遥遥领先	8
（二）内销和出口市场集中度出现分化	8
三、结构优化：变频将占半壁江山.....	9
四、上游（压缩机）监测：排产计划预期乐观.....	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(月度).....	4
图 5: 09-11 年家用空调产量情况(月度).....	5
图 6: 06-11 年家用空调行业内销占比(月度).....	5
图 7: 09-11 年家用空调内销占比-出口占比(月度).....	5
图 8: 09-11 年空调城市零售量(月度).....	6
图 9: 09-11 年空调城市零售额(月度).....	6
图 10: 家用空调家庭保有量走势.....	7
图 11: 家用空调家庭保有量同比增量走势.....	7
图 12: 08-11 年家用空调库存销量比(月度).....	7
图 13: 08-11 年家用空调厂家库存(月度).....	7
图 14: 09-11 年家用空调市场份额(总销量).....	9
图 15: 09-11 年家用空调市场份额(内销).....	9
图 16: 09-11 年家用空调市场份额(出口).....	9
图 17: 09-11 年变频空调销量(月度).....	10
图 18: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度).....	10
图 19: 09-11 年变频空调内销量(月度).....	10
图 20: 09-11 年变频空调出口量(月度).....	10
图 21: 2010-2011 年变频压缩机占比.....	10
图 22: 08-11 年变频空调占比(出货量).....	10
图 23: 09-11 年空调压缩机销量(月度).....	11
图 24: 09-11 年空调压缩机产量(月度).....	11
图 25: 08-11 年空调压缩机厂家库存(月度).....	11

表格

表 1: 2010 年-2011 年家用空调农村市场份额测算.....	7
表 2: 2011 年 6 月家用空调企业销售情况.....	8
表 3: 2011 年 1-6 月家用空调企业销售情况.....	8
表 4: 2011 年企业压缩机排产计划.....	12
表 5: 2010 年企业压缩机排产计划.....	12

一、空调上半年销量超预期高速增长

空调仍保持高位增长，内销往上，出口往下。

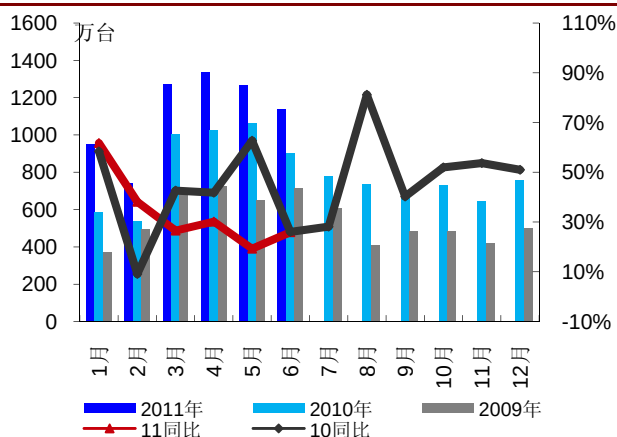
2011年6月家用空调出货量为1139万台，同比增长26%、环比下降10%；其中内销（673万台）同比增长50%、环比下降4%，出口（466万台）同比增长2%、环比下降17%。产量为1157万台，同比增长30%、环比下降7%。内销高速增长与去年6月基数较低有关，去年6月高温天气少导致滞销。下半年内销会回落到约15%的正常增速。

2011年第二季度（4-6月）累计家用空调出货量为3746万台，同比增长25%；其中内销（2041万台）、出口（1705万台）同比分别增长38%、12%。产量（3632万台）同比增长23%，二季度继续维持了一季度的增长趋势。

2011年上半年（1-6月）累计空调出货量为6717万台，同比增长31%，与我们之前的预期一致；其中内销（3366万台）、出口（3351万台）同比分别增长35%、27%。产量6629万台，同比增长30%。

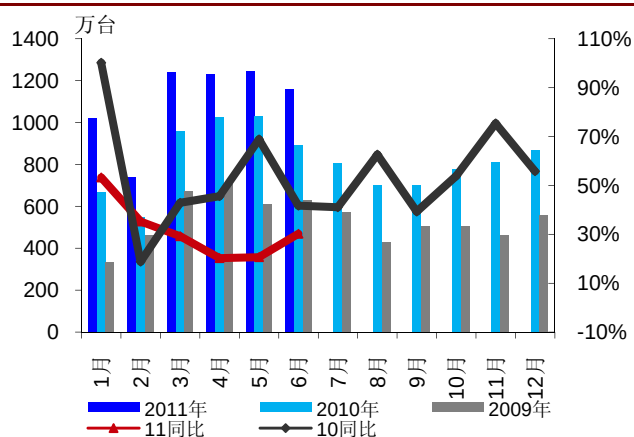
国家统计局公布家用空调6月产量1604万台，同比增长38%，二季度产量（4994万台）同比增速为38%。

图 1：09-11 年家用空调出货量(月度)



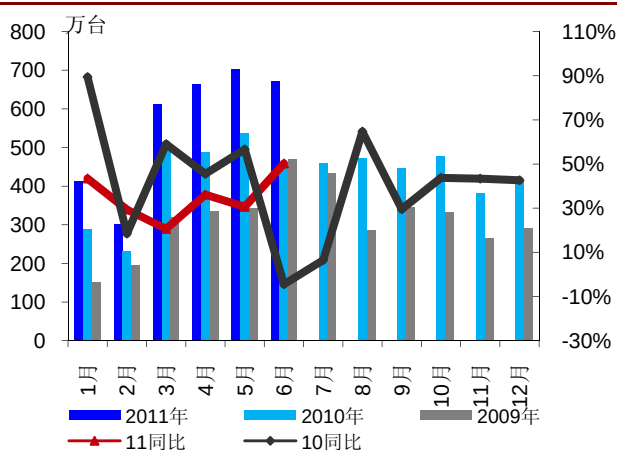
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：09-11 年家用空调产量(月度)



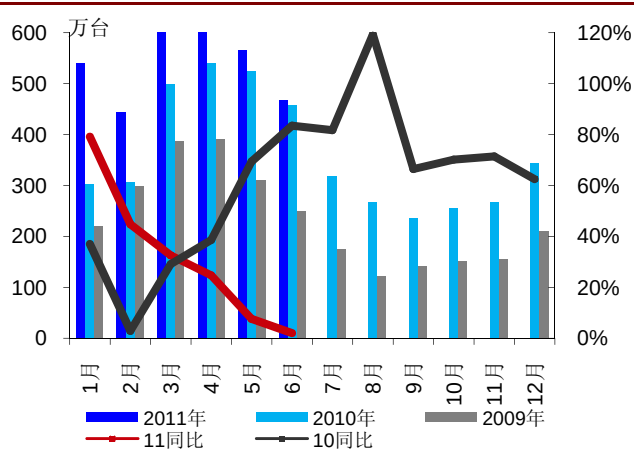
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：09-11 年家用空调内销量(月度)

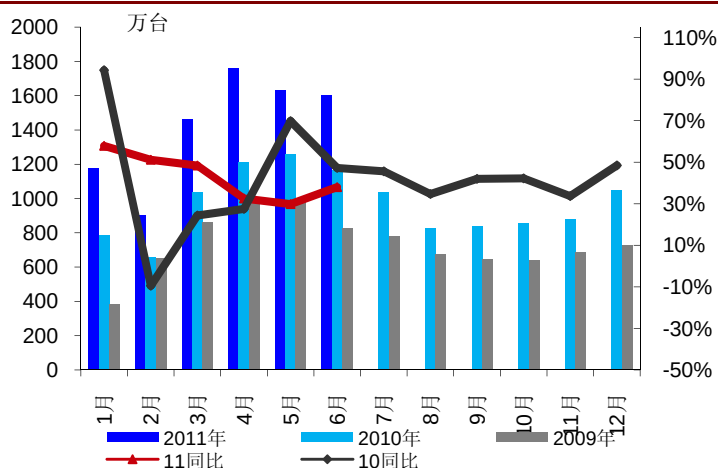


资料来源：产业在线，宏源证券

图 4：09-11 年家用空调出口(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）内销强劲有力 出口回落

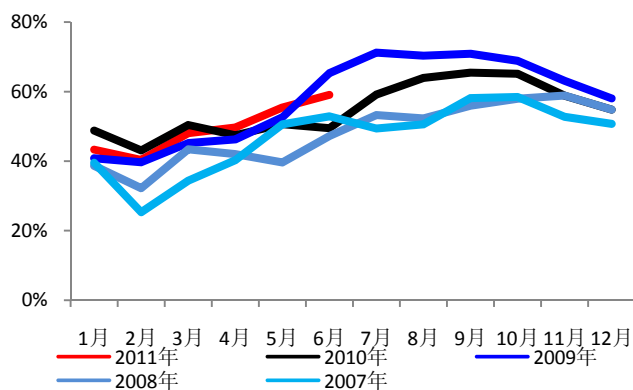
内销占比连续 5 个月攀升。2011 年 6 月空调内销占比（内销/销售）为 59%，连续 5 个月攀升。而出口从 5 月开始，进入低迷状态，出口占比（出口/销售）持续下滑。出口增速下滑是出口占比下降的直接原因，而内销占比的上升可能预示着空调生产企业毛利率水平有望提升（二季度内销占比高于去年同期）。

二季度出口增速下滑原因：

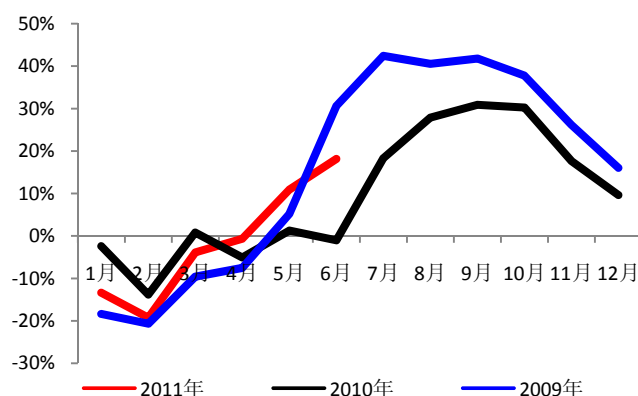
（1）涨价预期造成海外客户提前备货。2010 年底到 2011 年第一季度，考虑原材料价格上涨、人民币升值的压力，部分海外客户提前下单备货，一季度透支了二季度的需求，造成了一季度出口增长明显，二季度出口增幅收窄的现象出现。

（2）欧美经济低迷拖累出口增长。欧美经济的持续低迷打压了海外消费者的消费信心，而人民币升值也限制了空调出口企业的出口增长。

（3）基数原因：去年出口是前低后高，所以今年出口前高后低的概率较大。

图 6：06-11 年家用空调行业内销占比(月度)


资料来源：产业在线，宏源证券

图 7：09-11 年家用空调内销占比-出口占比(月度)


资料来源：产业在线，宏源证券

(二) 大中城市销量有所回落

5月份大中城市销售增速回落。5月空调大中城市零售量同比下降12%，零售额同比增长4%。相对于1-4月份，大中城市空调销售情况有较大的回落。2011年1-5月份空调大中城市累计零售量和零售额分别同比增长5%和22%。

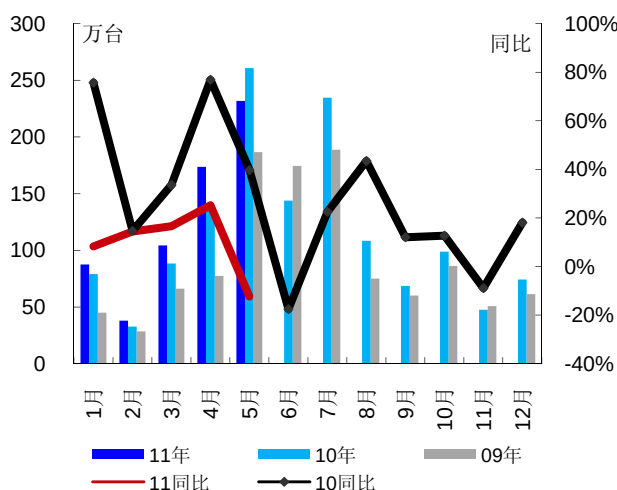
5月份销售情况回落原因：

(1) 4月份空调促销透支5月份销量。由于五一小长假，家电卖场提前在4月底促销，加上6月份节能惠民政策的退出导致的空调涨价预期，造成了4月份销量大增，从而透支了5月份的需求。4月份大中城市零售量和零售额分别同比增长25%、47%，大大高于1-3月份幅度。

(2) 5月份南方持续大面积降雨，老天“不给力”。2011年5月5日到31日，我国南方地区出现了6次大范围强降雨过程，江南、华南降雨日数普遍在12到18天。连续降雨一方面抑制了家庭对空调的刚性需求，另一方面也限制了家电销售渠道的正常周转。

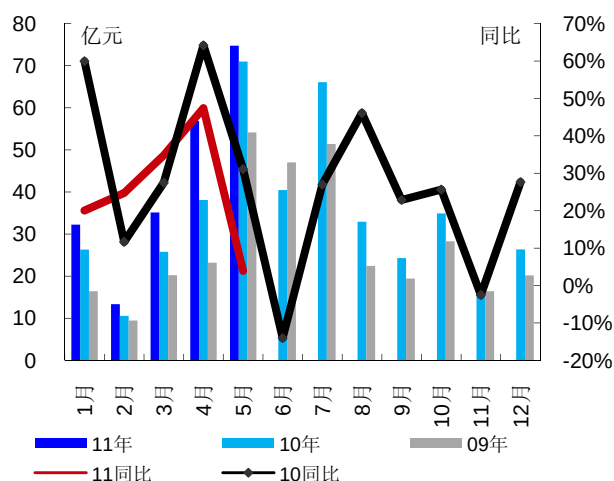
(3) 2010年5月份基数太大。由于2010年5月天气异常高温和政策效果推动，城市零售量和零售额分别同比增长77%、64%，去年5月的基数太大导致了今年同比增速大幅下滑。5月份城市零售量和零售额环比增幅分别达到34%、31%。

图 8：09-11 年空调城市零售量(月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

图 9：09-11 年空调城市零售额(月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

(三) 农村市场需求急剧释放

2010 年空调农村保有量增长幅度巨大。2010 年农村每百户家庭家用空调拥有量为 16 台，相比 2009 年保有量增长 3.8 台。2010 年空调农村保有量的提升一方面反映了家电下乡等政策效果显现，另一方面也表明农村市场巨大。在农村空调保有量很低的情况下，我们认为未来农村市场将是空调行业增长的核心引擎之一。

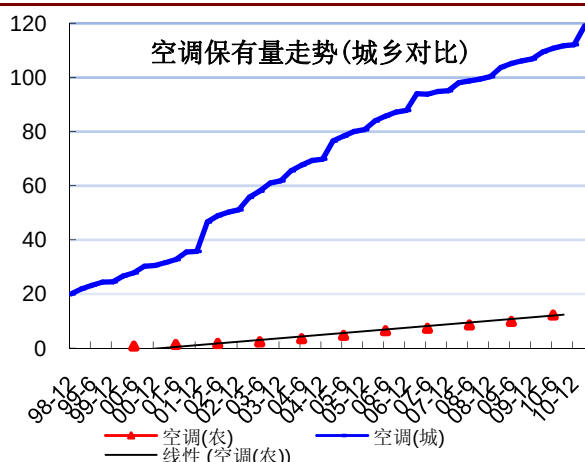
三四级市场的空调需求快速释放，正处于爆发期。根据我们的测算，空调 2011 年上半年农村占比已达 37.9%，而 2010 年上半年家用空调的农村占比为 21.1%。空调的农村占比快速增长，表明了农村市场对空调需求正在爆发。

表 1: 2010 年-2011 年家用空调农村市场份额测算

	家电下乡销量 (万台)	家电下乡销量占农村家电销量比例	空调占农村家电销量比例	空调农村市场销量 (万台)	空调总内销 (万台)	空调的农村占比 (内销)
2010 上半年	3249	80%	13%	528	2501	21.1%
2011 上半年	5094	60%	15%	1276	3366	37.9%

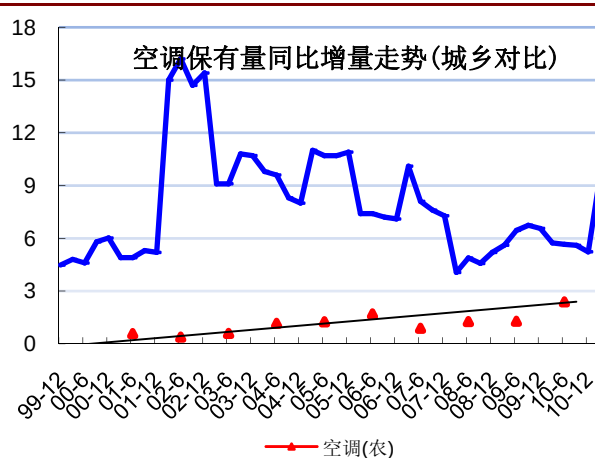
资料来源: 商务部, 产业在线, 宏源证券

图 10: 家用空调家庭保有量走势



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

图 11: 家用空调家庭保有量同比增量走势



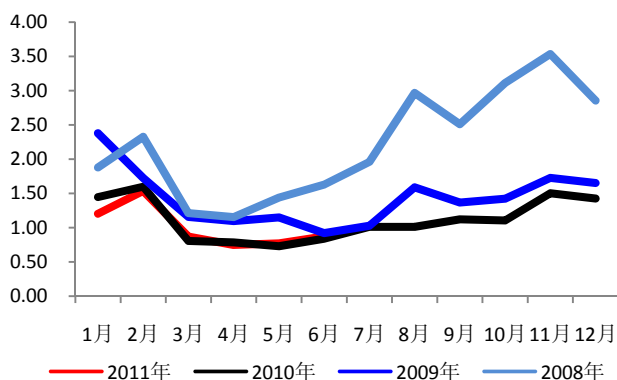
资料来源: 国家统计局, 宏源证券

我们认为虽然出口有所低迷, 但随着农村需求的快速释放和城市市场处于更新换代高峰期, 整个行业销量全年同比增长 25% 无忧。

(四) 库存水平比较稳定

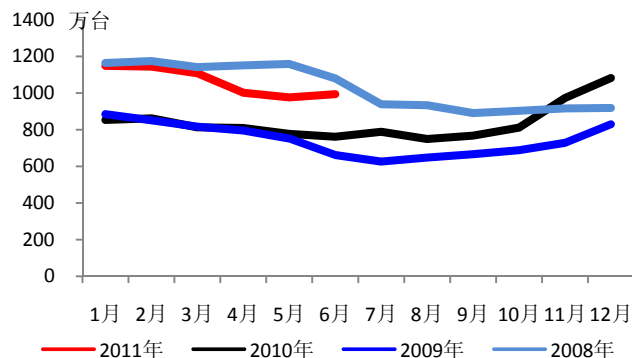
库存水平维持稳定。6 月库存为 994 万台, 库存销量比为 0.87, 处于历史较低水平。

图 12: 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 13: 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：格力美的挤压同行生存空间

（一）格力、美的增速遥遥领先

两大巨头销量持续高速增长。6月格力、美的两大巨头虽然在海外市场的增速有所放缓（格力、美的出口同比增速分别为1%、13%），但是凭借其在国内市场的快速增长（格力、美的内销同比增速分别为68%、63%），其销量同比增速遥遥领先行业水平（格力、美的销量同比增速分别为41%、40%）。

空调产业格局渐进佳境，格力、美的销量高速增长同时盈利也客观增长，而其他空调企业的空调业务盈利增长较为困难。

表 2：2011 年 6 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（万台）	库存同比
格力	41%	68%	1%	262	10%
美的	40%	63%	13%	353	74%
海尔	5%	2%	14%	11	-50%
志高	10%	67%	-22%	13	-13%
海信科龙	17%	43%	-29%	55	2%

资料来源：产业在线，宏源证券

表 3：2011 年 1-6 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	52%	42%	72%
美的	45%	36%	54%
海尔	16%	8%	28%
志高	16%	25%	8%
海信科龙	26%	46%	2%

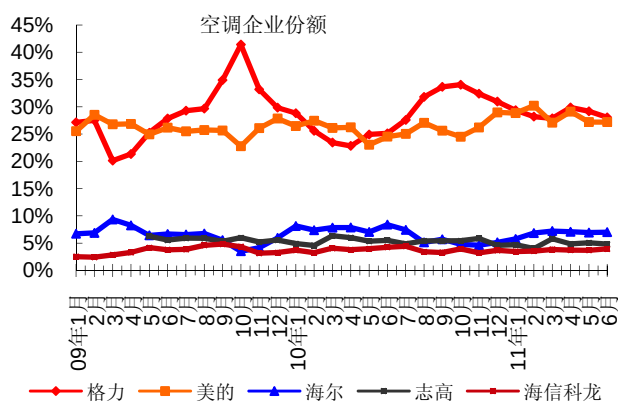
资料来源：产业在线，宏源证券

（二）内销和出口市场集中度出现分化

内销市场集中度回升。6月格力、美的（R2）内销市场份额为63.7%，相比5月（59.0%）提高了4.7个百分点，2011年上半年两大巨头内销市场份额为62.8%。6月前五大企业（R5）市场内销市场份额为80.5%，相比5月（76.9%）提高了3.5个百分点。内销市场逐渐向行业巨头倾斜。

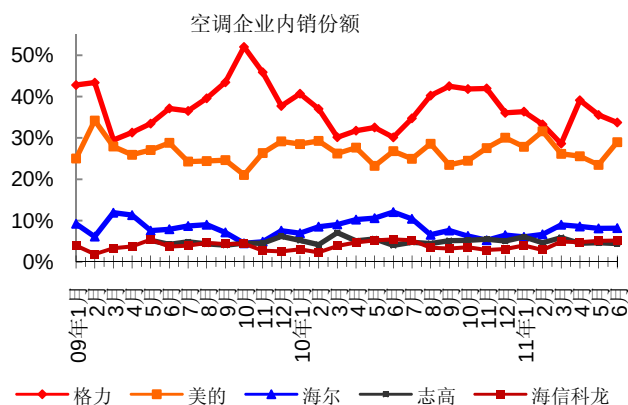
出口集中度出现大幅下跌。6月格力、美的（R2）出口市场份额为44.6%，相比5月（53.1%）下降了8.5个百分点，2011年上半年两大巨头内销市场份额为52.6%。6月前五大企业（R5）出口市场份额为57.5%，相比5月下降了8.8个百分点。

图 14: 09-11 年家用空调市场份额(总销量)



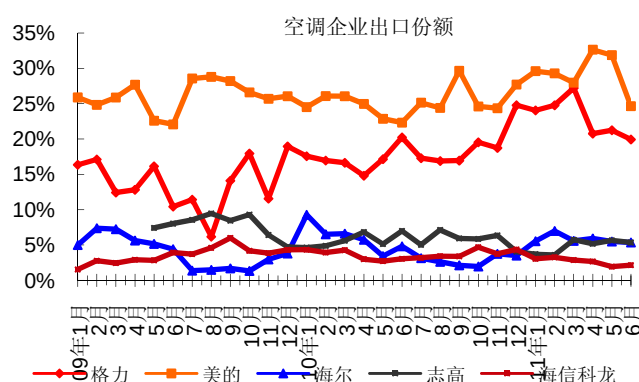
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 15: 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 16: 09-11 年家用空调市场份额(出口)



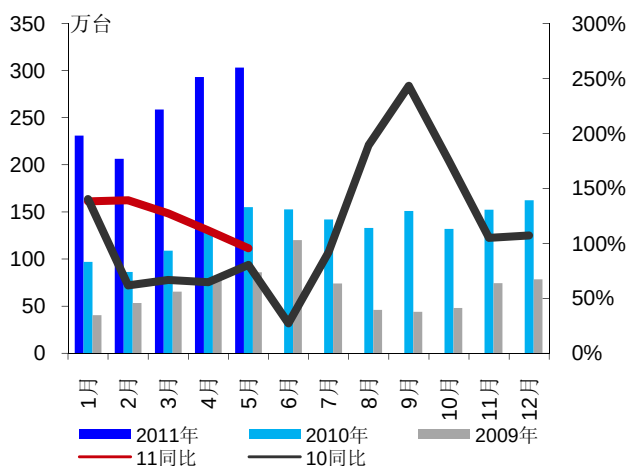
资料来源: 产业在线, 宏源证券

三、结构优化: 变频将占半壁江山

节能惠民政策退出利好变频空调。实施近两年的空调节能惠民政策已于 6 月 1 号功成身退, 高能效定频空调的价格优势将不复存在, 而性价比更高的变频空调将会进入规模化普及时代。在制造变频空调领域有技术优势和规模优势的企业将会在产品转型过程中把竞争对手抛在更后面。

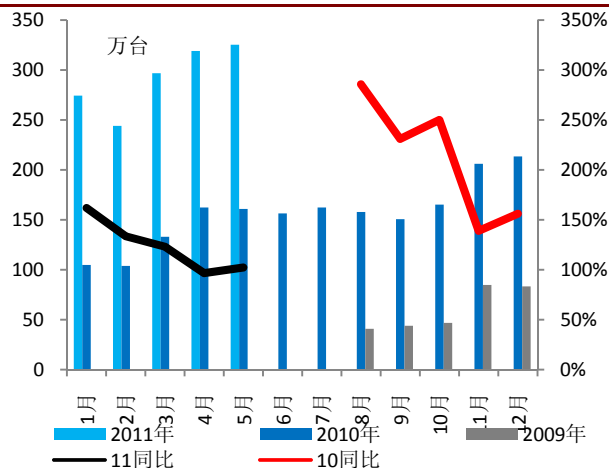
5 月变频空调内销占比下降是因为商家促销定频空调所致。2011 年 1-5 月变频空调销量 (1292 万台) 同比增长 124%; 其中内销 (982 万台)、出口 (310 万台) 分别同比增长 181%、40%。5 月变频空调销量占比、内销占比、出口占比分别为 23.9%、32.5%、13.2%。5 月份变频空调内销占比 (32.5%) 相比 4 月 (33.4%) 有所下降, 但这是由于节能惠民政策于 6 月份退出, 商家集中在 4 和 5 月份促销定频空调, 以出清定频空调库存备货变频空调所致。我们预计 6 月份开始变频空调内销占比将会加速上升。

图 17: 09-11 年变频空调销量(月度)



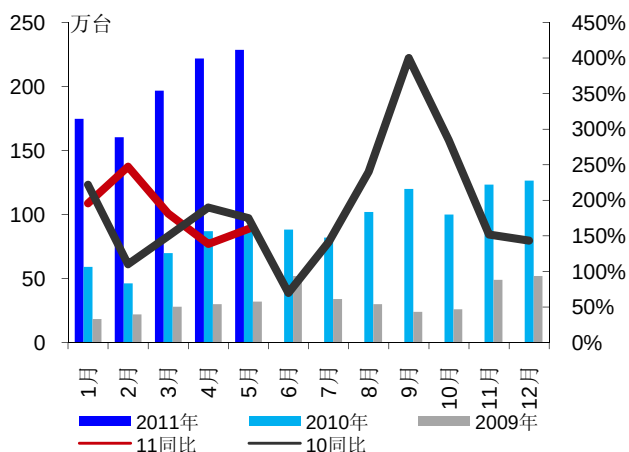
资料来源：产业在线，宏源证券

图 18: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度)



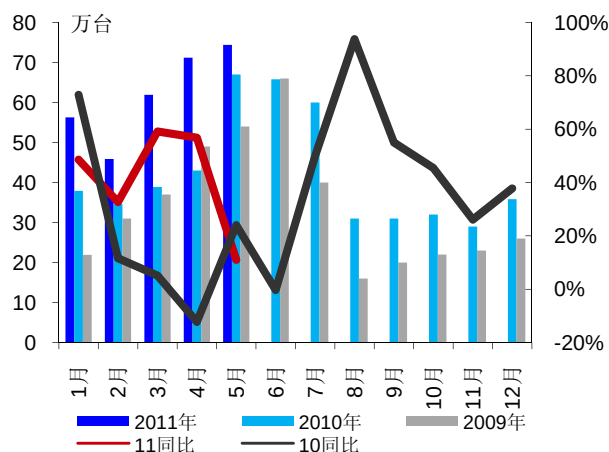
资料来源：产业在线，宏源证券

图 19: 09-11 年变频空调内销量(月度)



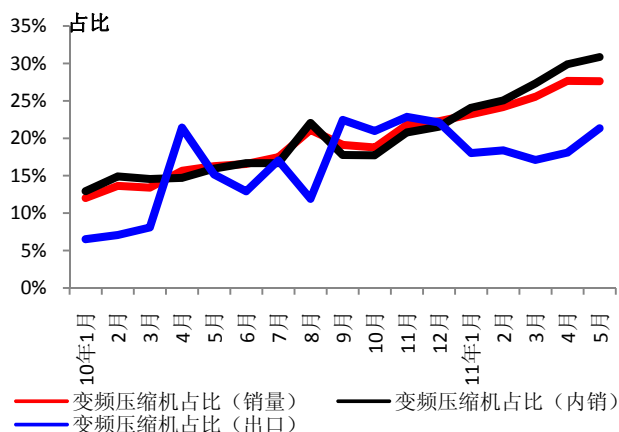
资料来源：产业在线，宏源证券

图 20: 09-11 年变频空调出口量(月度)



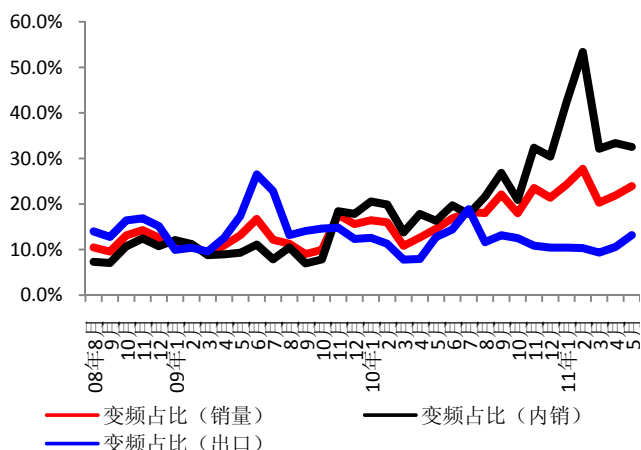
资料来源：产业在线，宏源证券

图 21: 2010-2011 年变频压缩机占比



资料来源：产业在线，宏源证券

图 22: 08-11 年变频空调占比(出货量)



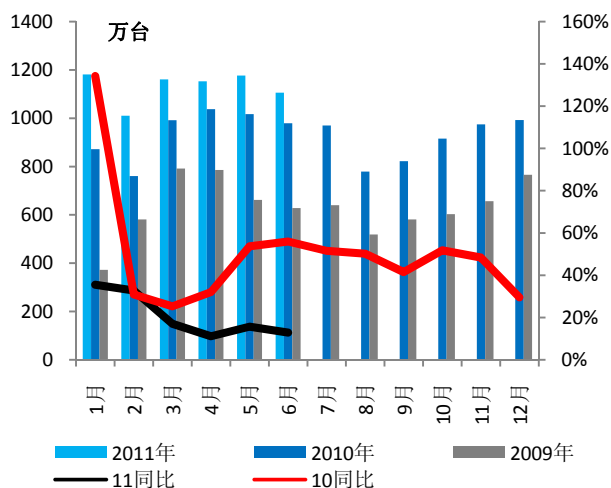
资料来源：产业在线，宏源证券

四、上游（压缩机）监测：排产计划预期乐观

压缩机出货仍保持旺盛，但增速较5月有所放缓。空调压缩机2011年6月份销量为1106万台，同比增长13%；产量为1122万台，同比增长17%。4-6月累计销量、产量都同比增长了20%。

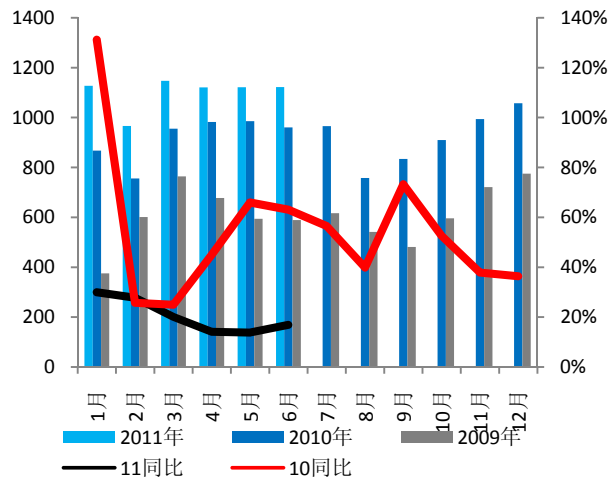
2011年6月库存168万台，环比下降10%，6月库存处于历史较低水平，这说明6月份空调压缩机行业销售情况比较乐观，这也证实了下游空调行业6月份产量增速比较高的事实。

图 23: 09-11 年空调压缩机销量(月度)



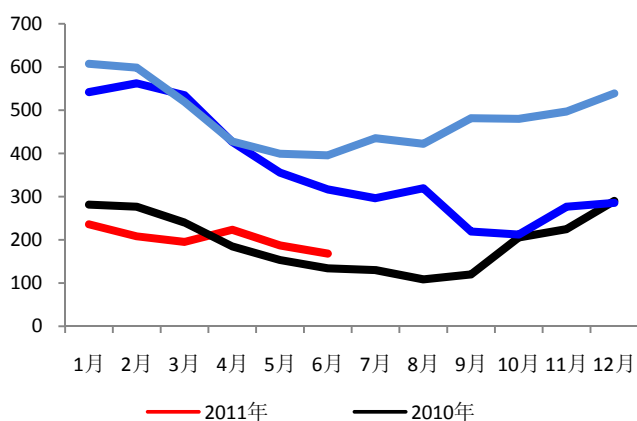
资料来源：产业在线，宏源证券

图 24: 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 25: 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

空调压缩机重点企业 7 月份排产计划同比增速达到 29%，下游空调行业持续增长可期。从空调压缩机企业公布的 7 月份排产计划来看，市场份额前 10 大企业（R10）7 月份计划排产 1065 万台，同比增长 29%。由于空调压缩机行业是以销定产，因此可以认为下游空调行业对需求持续看好，7 月份同比销量持续增长可期。

表 4: 2011 年企业压缩机排产计划

企业 (万台)	7 月	6 月	5 月	4 月
广州美芝	285	280	285	290
上海海立	180	180	180	170
松下万宝	120	120	118	115
珠海凌达	148	116	127	112
瑞智	90	100	100	98
天津 LG	77	80	85	93
三菱电机	65	65	70	65
苏州三星	10	50	53	
西安庆安	40	65	50	57
华润三洋	50	50	58	52

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)	7 月	6 月	5 月	4 月
广州美芝	195	195	195	190
上海海立	120	140	140	140
松下万宝	110	100	115	105
珠海凌达	100	95	95	
瑞智	80	80	85	80
天津 LG	50	50	90	85
三菱电机	57	65	65	55
苏州三星	23	50	75	45
西安庆安	40	42	50	57
华润三洋	50	58	58	7

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、四川长虹、万和电气、华帝股份、爱仕达、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 jiahaozen@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。