

空调增速将正常回落

增持维持

投资要点:

- 下半年空调增速将回落至 15%左右
- 变频占比反弹，稀土不碍变频普及
- 估值较低，格力、美的、海尔有长期投资价值

报告摘要:

- 行业：空调增速将放缓，7月销量同比增长 21%。**2011 年 7 月家用空调出货量为 942 万台，同比增长 21%；其中内销（600 万台）同比增长 30%，出口（342 万台）同比增长 8%。空调 7 月份产量为 963 万台，同比增长 19%。内销给力，三四级市场爆发，家电下乡销量同比增长 58%；海外市场受欧美经济复苏缓慢影响有所拖累。我们预测未来 5 个月销量将有约 15% 增长。库存量和库存销量比（库存/销量）均出现正常的上升。
- 竞争格局：格力、美的稳居龙头。**2011 年 7 月格力、美销量增长分别为 33%、33%，快于行业（21%）。7 月格力、美的内销市场份额有所增长，达到 65.7%，相比 6 月份提升了 3 个百分点。7 月前五大企业（R5）出口市场份额为 55.2%，相比 6 月出口份额（57.5%）下降了 2.3 个百分点。
- 结构：变频占比反弹，变频高增长可延续。**2011 年 1-6 月，变频空调销量为 1635 万台，同比增长 114%，内销 1226 万台，同比增长 158%，出口 409 万台，同比增长 41%。6 月变频内销占比、出口占比已达到 36.4%、21%，明显好于前三月。空调节能惠民政策的结束对变频空调销量的增长起到推动作用。从 6 月份的变频压缩机（上游）销量来看（同增 103%），变频空调高增长仍将延续。
- 上游（压缩机）监测：排产计划仍显乐观。**空调压缩机 7 月份销量 1049 万台，同比增长 8%，产量为 1061 万台，同比增长 10%。空调压缩机市场份额前 8 大企业 8 月份计划排产 640 万台，同增 36%。下游空调行业仍对市场较为乐观，8 月份出货量同比持续增长可期。
- 投资建议：**格力电器、美的电器、青岛海尔等空调企业具备长期投资价值。虽然下半年增长放缓，但目前估值已处于较低水平。

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		10A	11E	12E	11E	12E		
格力电器	20.60	1.52	1.96	2.38	10.5	8.7	0.45	买入
美的电器	16.13	0.92	1.26	1.59	12.8	10.2	0.43	买入
青岛海尔	11.35	0.76	1.10	1.30	10.3	8.7	0.40	买入
ST 科龙	5.59	0.43	0.45	0.55	12.4	10.2	1.08	未评级

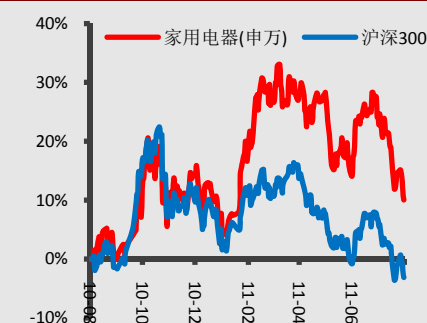
家电行业研究员

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)	3211
流通市值 (亿元)	2586
重点公司 (家)	14
重点公司占行业市值比重	67%

相关研究

空调行业 11 年 7 月报: 空调企业冰火两重天 (2011. 07. 31)

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响 (2011. 07. 19)

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、空调增速将放缓	4
(一) 农村市场 7 月增长 58%	5
(二) 城市销售保持旺盛，但增速将回落	5
(三) 库存稳中有增	6
二、竞争格局：格力、美的持续发力	6
(一) 格力、美的继续领跑行业	6
(二) 内销和出口市场格局基本稳定	7
三、结构优化：惠民政策退出 变频占比反弹	8
四、上游（压缩机）监测：排产计划仍显乐观	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(月度).....	4
图 5: 09-11 年家用空调产量情况(月度).....	5
图 6: 2011 年 7-8 月全国高温分布图	5
图 7: 09-11 年空调城市零售量(月度).....	6
图 8: 09-11 年空调城市零售额(月度).....	6
图 9: 08-11 年家用空调库存销量比(月度).....	6
图 10: 08-11 年家用空调厂家库存(月度)	6
图 11: 09-11 年家用空调市场份额(总销量).....	7
图 12: 09-11 年家用空调市场份额(内销).....	8
图 13: 09-11 年家用空调市场份额(出口).....	8
图 14: 09-11 年变频空调销量(月度).....	8
图 15: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度).....	8
图 16: 09-11 年变频空调内销量(月度).....	9
图 17: 09-11 年变频空调出口量(月度).....	9
图 18: 2010-2011 年变频压缩机占比	9
图 19: 08-11 年变频空调占比(出货量).....	9
图 20: 09-11 年空调压缩机销量(月度).....	10
图 21: 09-11 年空调压缩机产量(月度).....	10
图 22: 08-11 年空调压缩机厂家库存(月度).....	10

表格

表 1: 2011 年 7 月家用空调企业销售情况.....	7
表 2: 2011 年 1-7 月家用空调企业销售情况	7
表 3: 2011 年企业压缩机排产计划.....	10

一、空调增速将放缓

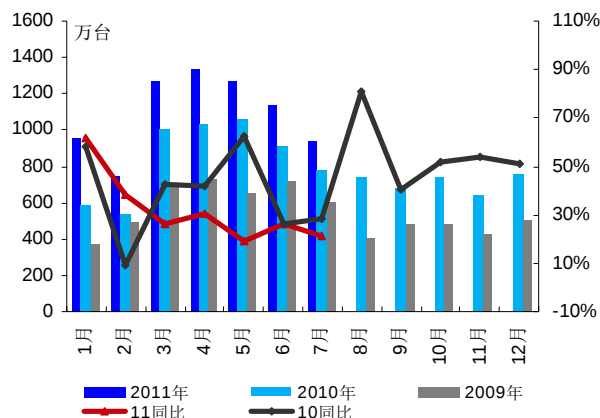
2011年7月家用空调出货量为942万台，同比增长21%；其中内销（600万台）同比增长30%，出口（342万台）同比增长8%。空调7月份产量为963万台，同比增长19%。

7月份空调内销仍保持高速增长，说明国内空调需求旺盛依旧，尤其是三四级市场；出口增速相比去年处于较低水平，主要源于去年基数较高、欧美经济复苏遇阻等。考虑到欧美债务危机（包括加剧人民币升值预期）将影响空调的出口，以及去年内销基数过大，我们预计未来5个月空调销量增速将回落到约15%。

国家统计局公布家用空调7月产量1329万台，同比增长29%。

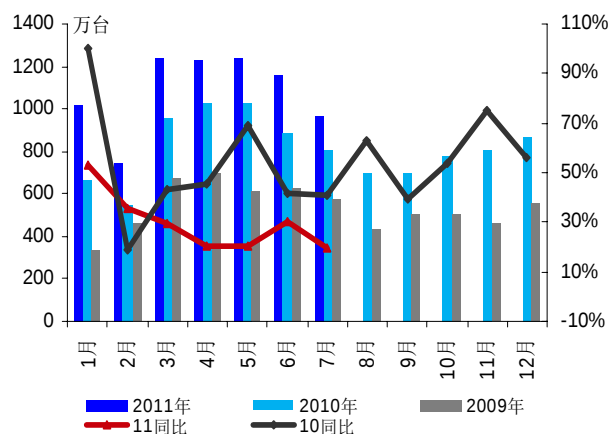
2011年1-7月累计空调出货量7658万台，同比增长30%，其中内销（3966万台）、出口（3693万台）同比分别增长34%、25%。累计产量7592万台，同比增长28%。

图 1：09-11 年家用空调出货量(月度)



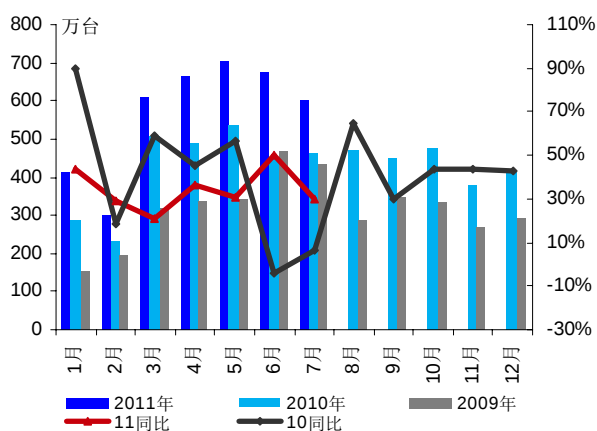
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：09-11 年家用空调产量(月度)



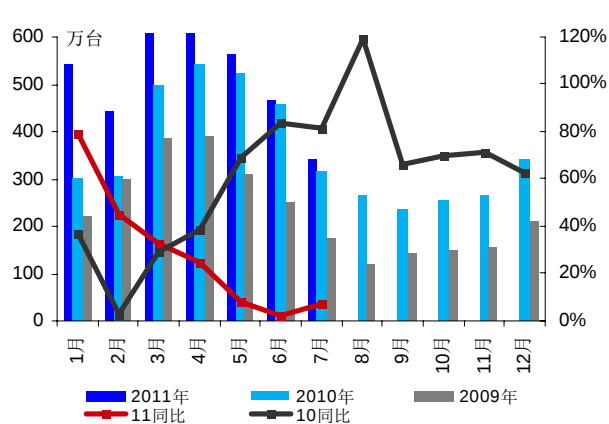
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：09-11 年家用空调内销量(月度)



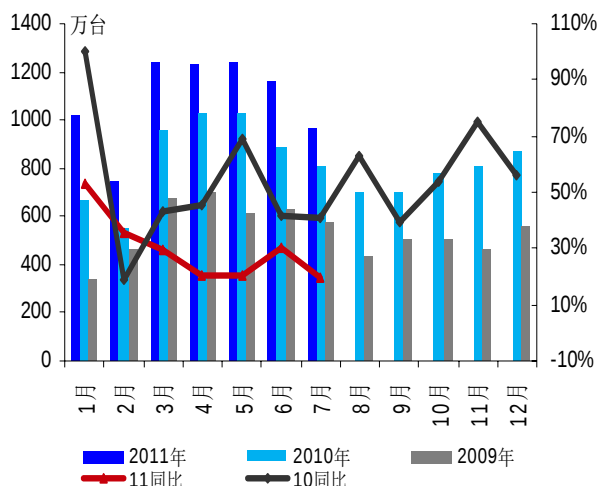
资料来源：产业在线，宏源证券

图 4：09-11 年家用空调出口(月度)



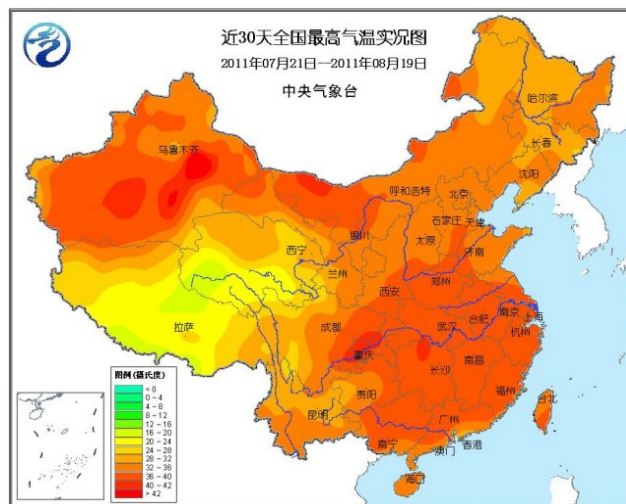
资料来源：产业在线，宏源证券

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

图 6: 2011 年 7-8 月全国高温分布图



资料来源: 中国气象台, 宏源证券

(一) 农村市场 7 月增长 58%

7 月家电下乡空调销售猛增, 凸显政策效应。2011 年 7 月家电下乡销量 751 万台, 销售额 199.7 亿元, 同比分别增长 12% 和 25%。其中, 空调销售额达 42 亿元, 同比增长 58%, 环比增长 60%。

以下因素使得农村市场对空调的需求加速释放:

(1) 消费者需求: 三四级市场对家电的消费走“彩电→洗衣机→冰箱→空调”路线, 随着过去 3 年农村对冰箱的飞速普及, 目前已到空调环节了。

(2) 厂商推动渠道扩张: 空调厂商对三四级市场日益重视, 品牌专卖店不断推广, 销售渠道稳步完善, 售后服务保障加强。

(3) 硬件条件改善: 农村电网改造工程推广。

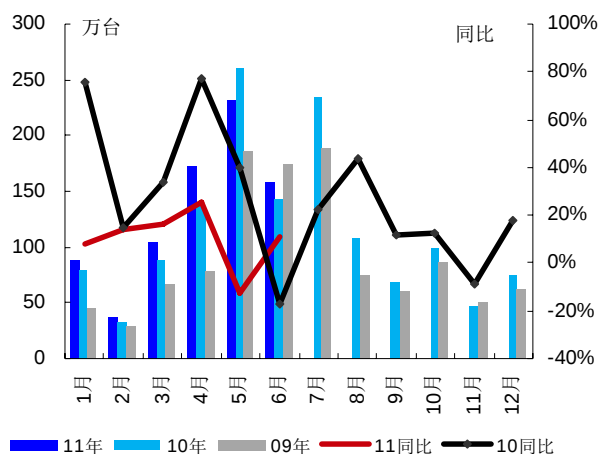
(二) 城市销售保持旺盛, 但增速将回落

6 月份大中城市销售增速回升。6 月空调城市零售量同比增长 11%, 零售额同比增长 27%; 较 5 月份销售有所回升。

2011 年 1-6 月份空调大中城市零售量累积同比增长 6%, 零售额累积同比增长 23%。

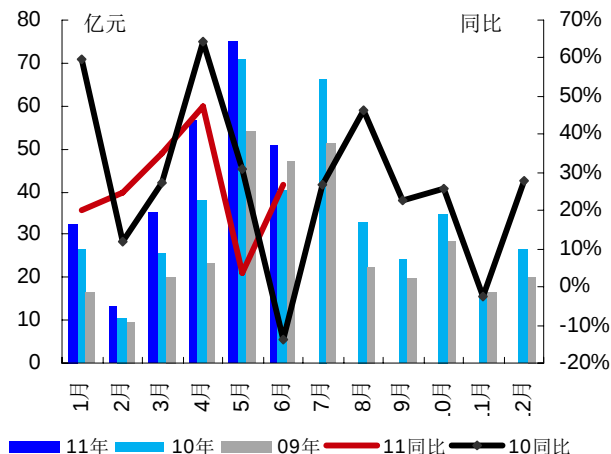
由于 7、8 月份全国大部分地区出现高温天气, 空调销售仍将保持旺销, 但由于基数原因, 增速将有所回落。

图 7: 09-11 年空调城市零售量(月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

图 8: 09-11 年空调城市零售额(月度)

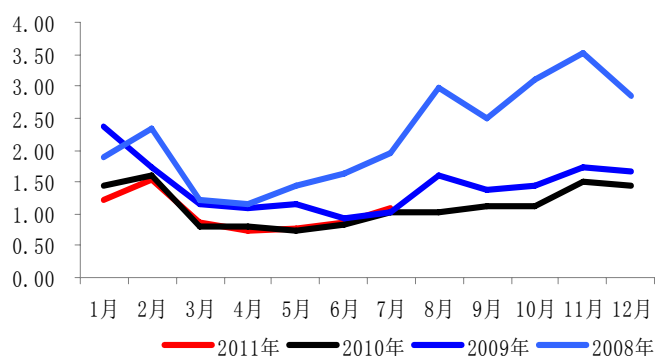


资料来源：中怡康，宏源证券

（三）库存稳中有增

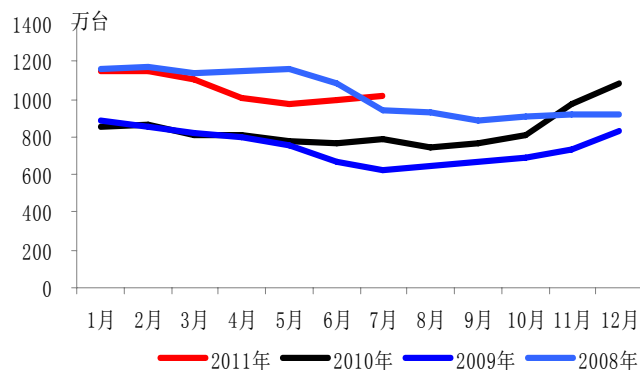
库存量较 6 月份增加。库存量和库存销量比（库存/销量）均出现正常的上升。7 月库存为 1016 万台，库存销量比为 1.08。建议关注未来几月的库存变化，若销量低于预期，厂家应适时调整库存。

图 9: 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 10: 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、美的持续发力

（一）格力、美的继续领跑行业

格力、美的销量同比增速远快于同行业。7 月格力、美的海外市场增速有所回升（格

力、美的出口同比增速分别为 20%、6%)，国内市场同比增长依然强劲(格力、美的内销同比增速分别为 37%、52%)。海内外市场的不俗表现使得两巨头 7 月销量同比增速分别为 33%、33%，远优于同行业平均 21% 的增速。

表 1: 2011 年 7 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	33%	37%	20%	277	14%
美的	33%	52%	6%	363	70%
海尔	-22%	-27%	0%	11	-21%
志高	18%	14%	25%	6	-67%
海信科龙	-1%	8%	-24%	54	1%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

表 2: 2011 年 1-7 月家用空调企业销售情况

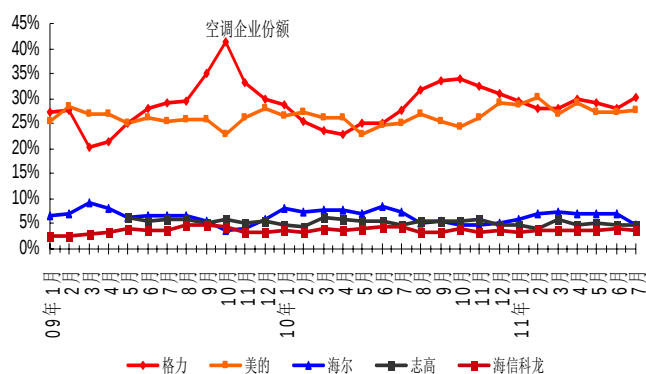
企业	销量同比	内销同比	出口同比
格力	49%	41%	66%
美的	43%	38%	49%
海尔	11%	2%	26%
志高	17%	24%	10%
海信科龙	22%	39%	-1%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

(二) 内销和出口市场格局基本稳定

内销市场集中度依旧。7 月格力、美的(R2)内销市场份额为 65.7%，相比 6 月(62.7%)提高了 3 个百分点。7 月前 5 大企业(R5)市场内销份额为 80.1%，内销市场集中度较高。

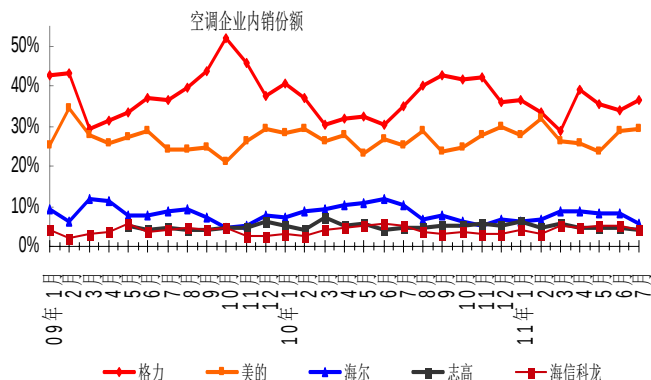
图 11: 09-11 年家用空调市场份额(总销量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

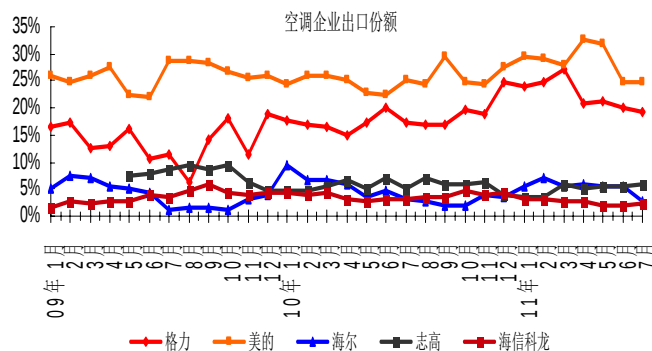
出口集中度有所下降。7月格力、美的(R2)出口市场份额分别为19.3%、24.9%，基本维持了6月（格力、美的出口市场份额分别为19.9%、24.7%）的水平。7月前五大企业（R5）出口市场份额为55.2%，相比6月出口份额（57.5%）下降了2.3个百分点。

图 12: 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 13: 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

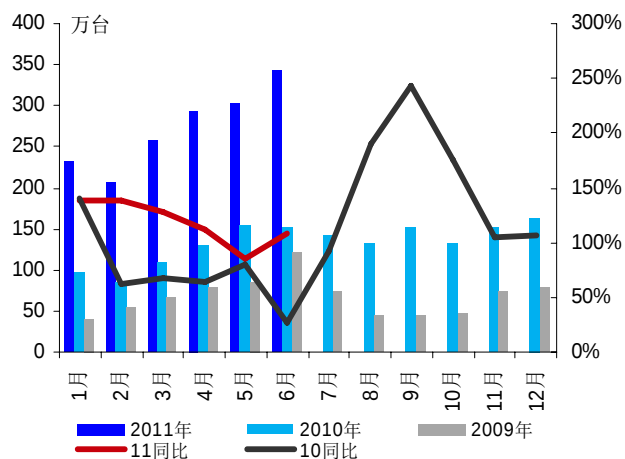
三、结构优化：惠民政策退出 变频占比反弹

2011 上半年变频销量强劲。2011 年 1-6 月，变频空调销量为 1635 万台，同比增长 114%，其中变频内销 1226 万台，同比增长 158%，出口 409 万台，同比增长 41%。

变频空调发展保持强劲势头，6 月变频内销占比、出口占比已达到 36.4%、21%，明显好于前三月，说明节能惠民工程退出前的促销定频活动结束。实施近两年的空调节能惠民政策已于 6 月 1 日功成身退，尽管稀土价格高高在上，但长期来看仍无法阻止变频空调普及的步伐。从 6 月份的变频压缩机（上游）销量来看（同增 103%），变频空调高增长仍将延续。

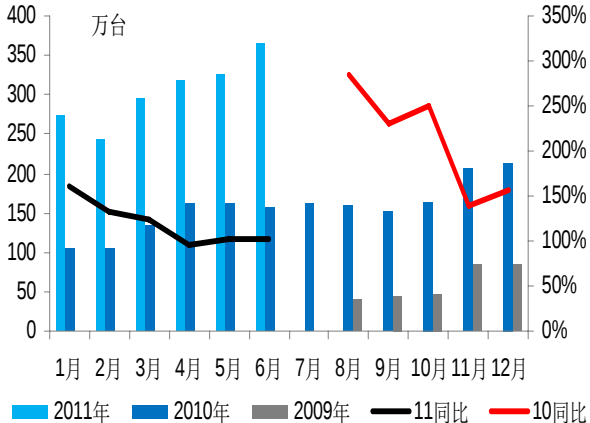
2011 年上半年，两大企业格力、美的合计占变频空调市场的 58.25%，略好于他们在整个空调行业的市场地位（两大空调企业的份额总和为 56.9%）。

图 14: 09-11 年变频空调销量(月度)



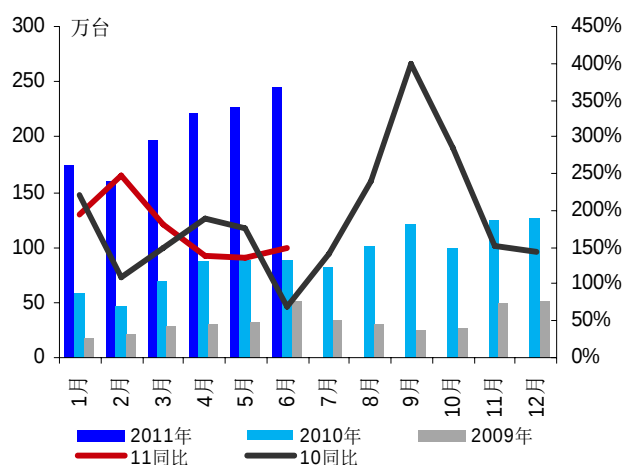
资料来源：产业在线，宏源证券

图 15: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度)



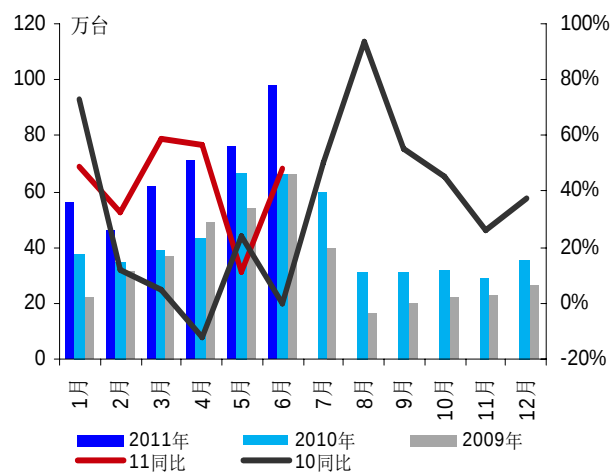
资料来源：产业在线，宏源证券

图 16: 09-11 年变频空调内销量(月度)



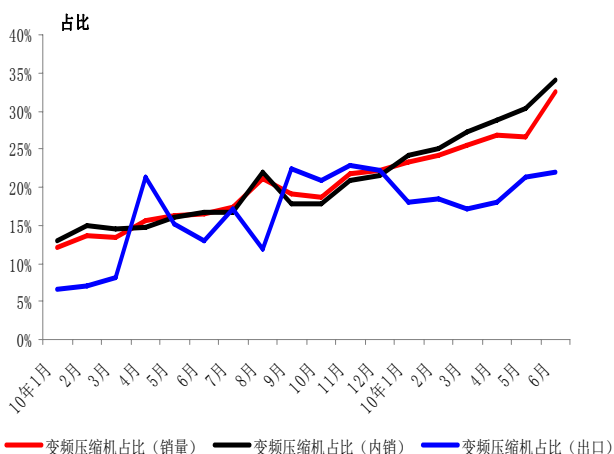
资料来源：产业在线，宏源证券

图 17: 09-11 年变频空调出口量(月度)



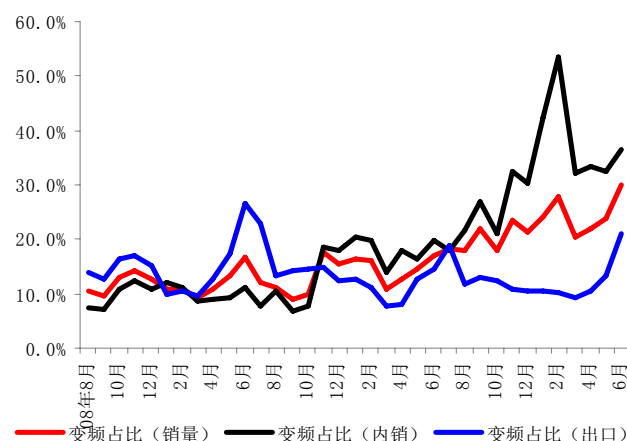
资料来源：产业在线，宏源证券

图 18: 2010-2011 年变频压缩机占比



资料来源：产业在线，宏源证券

图 19: 08-11 年变频空调占比(出货量)



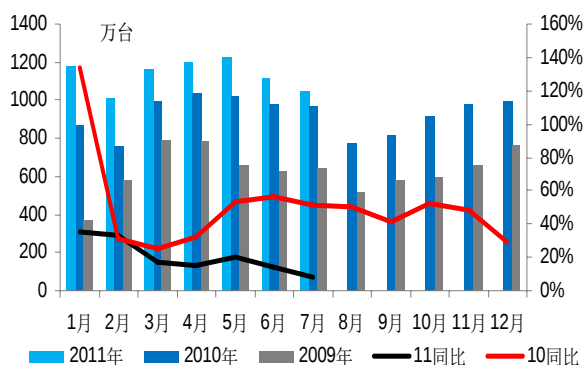
资料来源：产业在线，宏源证券

四、上游（压缩机）监测：排产计划仍显乐观

空调进入淡季，压缩机增速放缓。空调压缩机 7 月份销量 1049 万台，同比增长 8%，产量为 1061 万台，同比增长 10%。而空调压缩机 1-7 月份销量、产量均同比增长 20%。

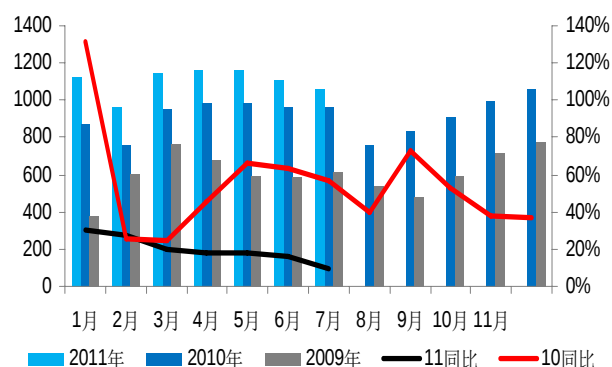
库存正常回升。2011 年 7 月空调压缩机库存 190 万台，同比增长 46%，相比 6 月 178 万台的库存有所回升。空调压缩机 7 月份销量增速回落，空调销售即将进入淡季，空调压缩机库存量将增加。

图 20: 09-11 年空调压缩机销量(月度)



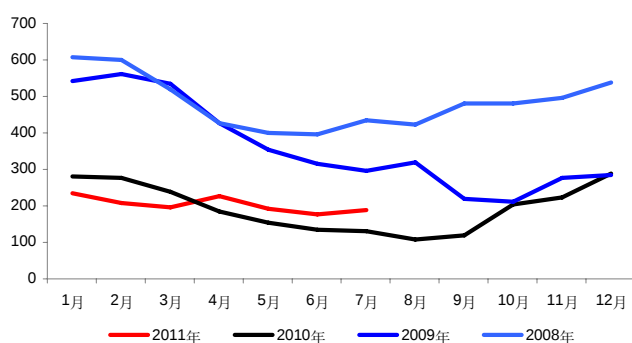
资料来源：产业在线，宏源证券

图 21: 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 22: 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

表 3: 2011 年企业压缩机排产计划

企业(万台)	8 月	7 月	6 月	5 月	4 月
重点企业(R8/R10)同比增速	36%	29%	26%	16%	24%
广州美芝		285	280	285	290
上海海立	120	180	180	180	170
松下万宝	120	120	120	118	115
珠海凌达	148	148	116	127	112
瑞智	89	90	100	100	98
天津 LG	48	77	80	85	93
三菱电机	35	65	65	70	65
苏州三星	30	10	50	53	
西安庆安		40	65	50	57
华润三洋	50	50	50	58	52

资料来源：产业在线，宏源证券

空调压缩机重点企业 8 月份排产计划同比增长 36%，下游空调行业持续增长可期。

从已公布的空调压缩机企业 8 月份排产计划来看，市场份额前 8 大企业（R8，但缺失美芝、庆安的数据）8 月份计划排产 640 万台，同比增长 36%。虽然大部分压缩机企业都开始进行设备检修，空调行业进入产销淡季，但是从企业 8 月排产来看，仍保持了较高增速。所以我们认为下游空调行业仍对市场较为乐观，8 月份出货量同比持续增长可期。

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、丹甫股份。

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。