

铜价上涨对白电行业影响几何？

—— 家电行业专题报告

刘迟到 执业证书编号： S1230511010012
021-64718888-1225
liuchidao@stoke.com.cn

本报告导读：

- 空调行业受铜价波动影响最大
- 建议关注空调行业龙头企业

投资要点：

■ 价格构成行业收入和利润的要素之一

销售量、价格共同决定了处于家电行业整个产业链各个环节企业的收入和利润增长情况，进而推动家电行业的长期发展。不同于其他报告着重研究拉动家电需求因素进行分析，本篇文章将主要研究通胀环境下，铜、钢材等原材料价格快速上扬对白色家电产业链上下游企业所带来的各种影响；通胀势必影响各个企业的利润水平，进而影响到市场对企业未来发展的预期，因此，还将分析通胀环境下，家电板块选择那类股票跑赢行业的可能性更大。

■ 铜价波动对白电影响：空调>冰箱>洗衣机

志高电器 2006 年-2007 年生产空调每年平均使用铜约 20 万千克，而三年中空调产量分别为 277.4 万台、307.83 万台和 282.2 万台，以此推算的话，2006 年-2008 年每台空调所使用铜分别为 7.2 千克、6.5 千克和 7.1 千克，三年平均为 6.93 千克。

如果将压缩机和电机中铜的成本分解开来，铜在空调成本中所占的比重至少在 40% 以上，因此，铜价的波动对空调行业的盈利状况产生的影响最大，其次为钢材，而塑料和其他成本的变化对空调行业的影响较小；冰箱中铜和钢材的价格波动对其影响均等，铝也对冰箱行业的运行产生了较大影响，洗衣机行业中塑料、电机的价格对其影响较大，板材次之。

■ 空调整机盈利受铜价波动影响较小

目前国内 A 股公司中涉及到白电产业链的包括阀门、蒸发器、冷凝器、压缩机等上游零配件生产企业，以及下游的空调、冰洗整机厂家，产业链中各个细分子行业的技术、规模壁垒和行业集中程度决定了相应行业中公司的盈利能力。虽然从 2000 年-2011 年期间，铜价变化和空调价格变化背离严重，但是从近三年情况来看，空调价格波动幅度要小于铜价变动，并且冰洗价格近三年连续上涨，究其原因主要是终端生产企业一方面依靠其越来越强的市场话语权，议价能力提高，另一方面产品升级更新换代步伐加快，结构改善平抑了铜价变化对终端产品的冲击。

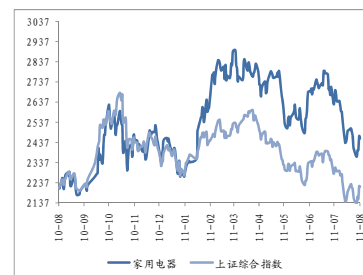
■ 关注具备成本转移能力的行业龙头

在铜等原材料价格大幅上涨的通胀背景下，格力电器、美的电器保持高毛利率水平的能力相对较强，零配件行业中具有全球垄断能力的制冷配件龙头盾安环境、三花股份拥有一定的产品议价能力，因此，毛利率较为稳定，而其他竞争激烈的冷凝器、蒸发器和压缩机等子行业公司受到来自上游的成本压力较大。我们建议在通胀环境下，建议重点关注较强成本转移和议价能力的龙头格力电器、美的电器、盾安环境和三花股份。

行业评级：增持

行业名称：白色家电

家电行业涨跌幅



相关报告

重点关注内销为主、估值低的小家电龙头

——家电行业专题报告之三

家电是房地产的难兄难弟？

——家电行业专题报告之二

以日本为鉴 看中国空调行业

——家电行业专题报告之一



正文目录

1.价格是驱动行业成长的重要因素之一.....	3
2 铜价变化对白电影响最大.....	3
2.1 大宗原材料价格变化从上游传递到下游.....	3
2.2 铜价波动对白电影响：空调>冰箱>洗衣机.....	4
3 空调整机抗通胀能力最强.....	6
3.1 行业集中度：空调最高.....	6
3.2 调整产品结构抵御通胀影响 变频空调比例提速最快.....	7
3.3 2000 年-2011 年空调价格和铜价变化背离.....	8
3.4 定价模式决定行业龙头毛利率较高且稳定.....	10
4 投资建议：关注具备成本转移能力的行业龙头.....	13

图表目录

图表 1：推动家电行业成长的主要因素.....	3
图表 2：白电行业上下游产业链.....	4
图表 3：06 年-08 年志高电器各类原材料生产成本占比.....	4
图表 4：2007 年格力空调原材料占比、2009 年荣事达洗衣机原材料占比.....	5
图表 5：原材料和零部件在白色家电中所占比重估算.....	5
图表 6：空调市场占有率.....	6
图表 7：洗衣机、冰箱市场占有率.....	7
图表 8：各品牌冷凝器、蒸发器和旋转压缩机市场份额.....	7
图表 9：2008 年-2010 年冰箱、洗衣机各类品种国内零售量占比.....	8
图表 10：2008 年-2011 年定频、变频空调内销量占比.....	8
图表 11：2000 年-2011 年空调终端价格、铜价及相应涨跌幅.....	9
图表 12：2008 年-2011 年冰箱和洗衣机销售均价.....	9
图表 13：2004 年-2010 年海立空调压缩机、华意冰箱压缩机均价.....	10
图表 14：04 年至今铜、铝和热轧板价格及涨跌幅.....	11
图表 15：制冷配件公司毛利率变化情况.....	11
图表 16：主要品牌空调毛利率变化情况.....	12
图表 17：主要品牌冰箱、洗衣机产品毛利率变化情况.....	12
图表 18：2004 年-2011 年白电板块主要公司股价涨跌幅相对行业指数表现.....	13

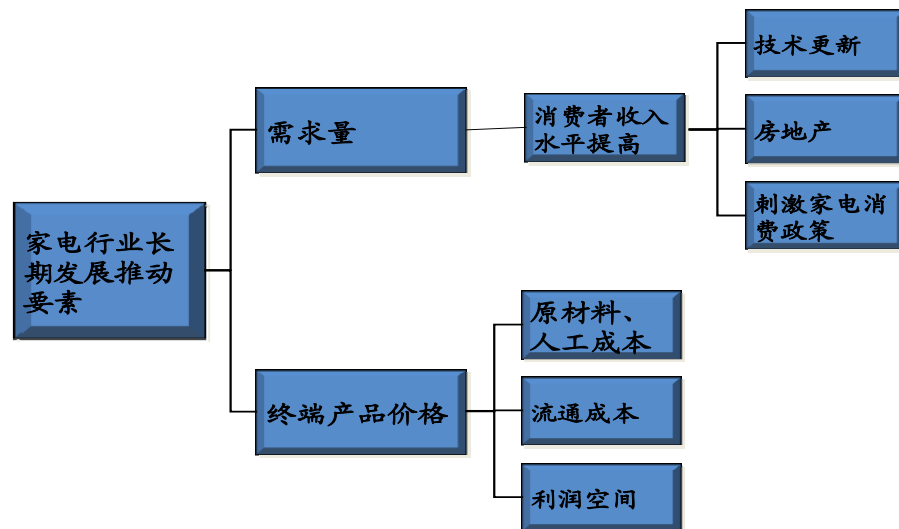




1. 价格是驱动行业成长的重要因素之一

家电作耐用消费品之一，驱动行业成长的核心动力来自于消费者收入水平提高后，对生活水平改善的诉求，而房地产、产品技术更新带来的需求以及各类刺激家电消费的政策等等只是外在因素，间接加速了行业的成长。消费者购买家电拉动行业销量的提高，销售价格是推动家电行业发展的另一因素，销售量、价格共同决定了处于家电行业整个产业链各个环节企业的收入和利润增长情况，进而推动家电行业的长期发展。

图表 1：推动家电行业成长的主要因素



资料来源：浙商证券研究所

本报告与其他报告的主要不同之处：

- 不同于其他报告着重研究拉动家电需求因素进行分析，本篇文章将主要研究通胀环境下，铜、钢材等原材料价格快速上扬对白色家电产业链上下游企业所带来的各种影响。
- 通胀势必影响各个企业的利润水平，进而影响到市场对企业未来发展的预期，因此，本文将着重分析通胀环境下，家电行业选择那类股票跑赢行业的可能性更大。

2 铜价变化对白电影响最大

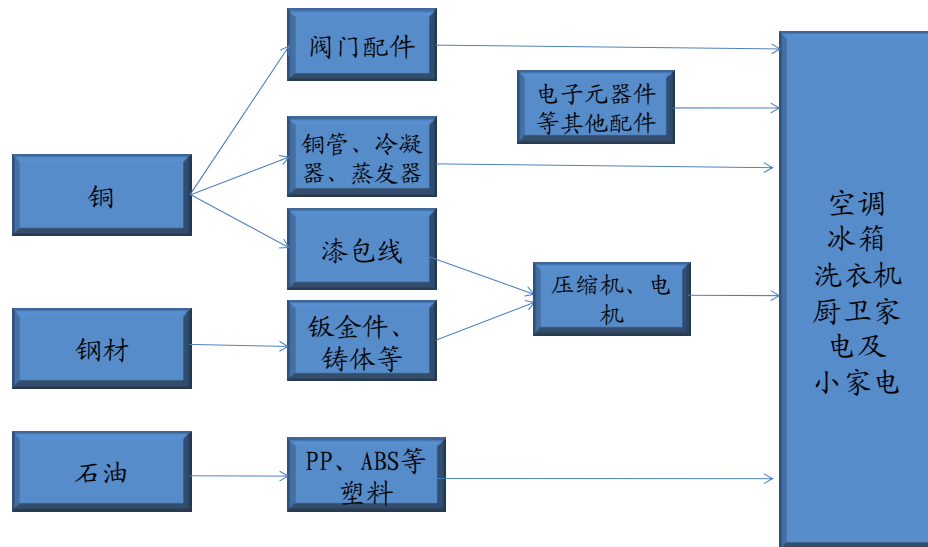
2.1 大宗原材料价格变化从上游传递到下游

白色家电作为典型的资本和劳动密集型行业，无论空调、冰箱和洗衣机，还是厨卫及小家电等细分行业，原材料成本占总成本的比例至少在 85%以上，铜、钢材和石油三类大宗原材料处于整个行业产业链的上游，阀门配件、冷凝器和蒸发器以及漆包线、外观钣金件、压缩机和电机等位于行业的中游，而格力、美的、海尔等整机生产企业处于产业链的下游（本报告未将苏宁、国美等家电连锁企业包含在内），另外石油的价格还和运输流通成本息息相关，因此，原材料价格的大幅波动将直接或者间接的影响到行业产业链的发展状况。





图表 2：白电行业上下游产业链



资料来源：浙商证券研究所

2.2 铜价波动对白电影响：空调>冰箱>洗衣机

由于铜和钢板大部分并不直接应用于冰箱、洗衣机和空调的生产，而是压缩机、电机、冷凝器、蒸发器等中游产品的主要原材料，因此，对各类原材料在整机生产中所占比例较难估计，目前市场上估算比例也不尽相同，即使在和企业的沟通调研过程中也难以确定具体的比例。因此，我们整理了 08 年以来白电整机生产企业公开或者非公开发行中，相应家电企业招股说明书里的关于产品成本占比的资料。

图表 3：06 年-08 年志高电器各类原材料生产成本占比

	2006年	百分比 (%)	2007年	百分比 (%)	2008年	百分比 (%)
原材料及零部件						
压缩机	10355.63	28.00	1,271,182	27.3	1,417,334	28.7
铜	9871.30	26.70	1,104,405	23.7	1,285,542	26
塑胶片	185,706	5	275,335	5.9	373,338	7.6
铝	222,083	6	267,894	5.7	237,497	4.8
钢板	188,765	5.1	226,309	4.9	372,438	7.5
其他(1)	862,408	23.3	1,181,477	25.4	885,108	17.9
总计	3,481,655	94.1	4,326,602	92.9	4,571,257	92.5
直接人工成本	110,046	3	85,197	1.8	92,130	1.8
水电	18,343	0.5	22,337	0.5	28,373	0.6
生产成本	51,906	1.4	135,452	2.9	166,596	3.4
其他	37,968	1	90,229	1.9	82,294	1.7
总成本	3,699,918	100	4,659,817	100	4,940,650	100

资料来源：志高电器招股说明书

附注 1：其他(1)中包括用于生产的其他零部件，如电子控制系统、制冷剂、电源线、电容器和其他小零件

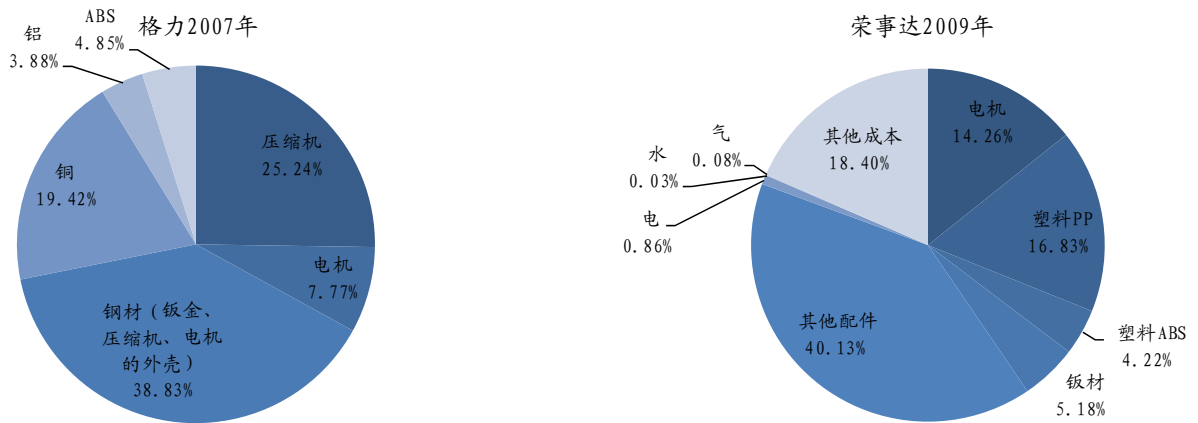
志高电器 2006-2007 年生产空调每年平均使用铜约 20 万千克，而三年中空调产量分别为 277.4 万台、307.83 万台和 282.2 万台，以此推算的话，2006 年-2008 年每台空调所使用铜分别





为 7.2 千克、6.5 千克和 7.1 千克，三年平均为 6.93 千克。

图表 4：2007 年格力空调原材料占比、2009 年荣事达洗衣机原材料占比



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

07 年志高压缩机、铜在原材料及零部件中成本占比为 29.38%、25.52%，而同期格力电器中压缩机、铜在总成本的比例为 25.24%、19.42%，如果将电机中铜的成本计算在内，铜在格力空调内的成本占比应在 22% 左右；从荣事达的原材料占比来看塑料（PP、ABS）在洗衣机中的占比为 21.05%，钣金为 5.18%，电机和其他配件分别为 14.26% 和 40.13%，由于荣事达产品以波轮和双缸洗衣机中低端为主，因此，塑料在洗衣机中的成本占比相对较高，从整个行业平均水平来看，塑料在洗衣机中的成本占比应该在 17%-20% 之间。

截至到 8 月 11 日，2011 年我国国内铜均价为 69285 元/吨，和 07 相比上涨 12.5%，其他钢材、塑料等原材料也均有不同幅度的上涨。因此，参照格力、志高以及荣事达公布的原材料成本占比数据，我们简单估算了当前各类原材料在空调、冰箱和洗衣机中成本占比情况。

图表 5：原材料和零部件在白色家电中所占比重估算

	空调		冰箱		洗衣机
压缩机	25%—30%	压缩机	25%—30%	电机	19—25%
铜	30%—35%	蒸发管、冷凝管	15%—20%	塑料 PP	20%—25%
钢铁板材（不含压缩机、电机钢材占比）	10%—15%	塑胶件	10%—15%	塑料 ABS	5%—10%
塑料	10%—15%	侧板钢材	20%—25%	钣金	10—15%
其他	5%—25%	其他	10%—20%	其他	25%—47%

资料来源：浙商证券研究所

从以上的图表中可以看到，如果将压缩机中铜的成本分解开来，铜在空调成本中所占的比重至少在 40% 以上，因此，铜价的波动变化对空调行业的盈利状况产生的影响最大，其次为钢材，塑料和其他成本的变化对空调行业的影响较小；冰箱中铜和钢材的价格变化对行业盈利影响均等，铝也对其行业运行产生了较大影响，洗衣机行业中塑料、电机的价格对其影响较大，钣金材料次之。





由于大宗原材料铜、钢材、石油等价格往往是联动的，只是波动浮动大小不一，同时白色家电中原材料和零部件众多，因此，在通胀的环境中，假设一种原材料价格不变进行敏感性分析的参考价值不大，在此不作分析。

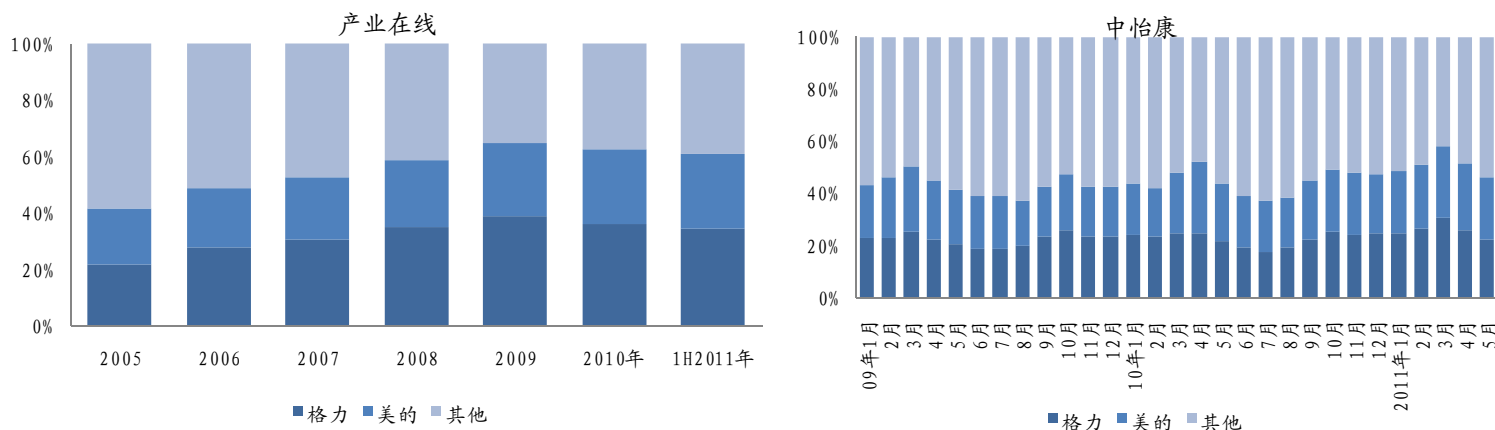
3 空调整机抗通胀能力最强

目前国内 A 股公司中涉及到白电产业链的包括阀门、蒸发器、冷凝器、压缩机等上游零配件生产企业，以及下游的空调、冰洗整机厂家，产业链中各个细分子行业的技术、规模壁垒和行业集中程度决定了相应行业中公司的盈利能力。

3.1 行业集中度：空调最高

05 年以来，空调行业持续整合，集中度提升，龙头格力、美的垄断能力不断加强：根据产业在线的统计数据，格力、美的 2005 年内销量市场占有率之和为 42%，09 年达到 65% 后一直保持在 60% 以上，中怡康统计的数据显示格力、美的在一、二线城市零售量的市场份额一直在 50% 上下徘徊，两者之间的差距显示出，格力、美的在农村市场表现的更加强劲。

图表 6：空调市场占有率



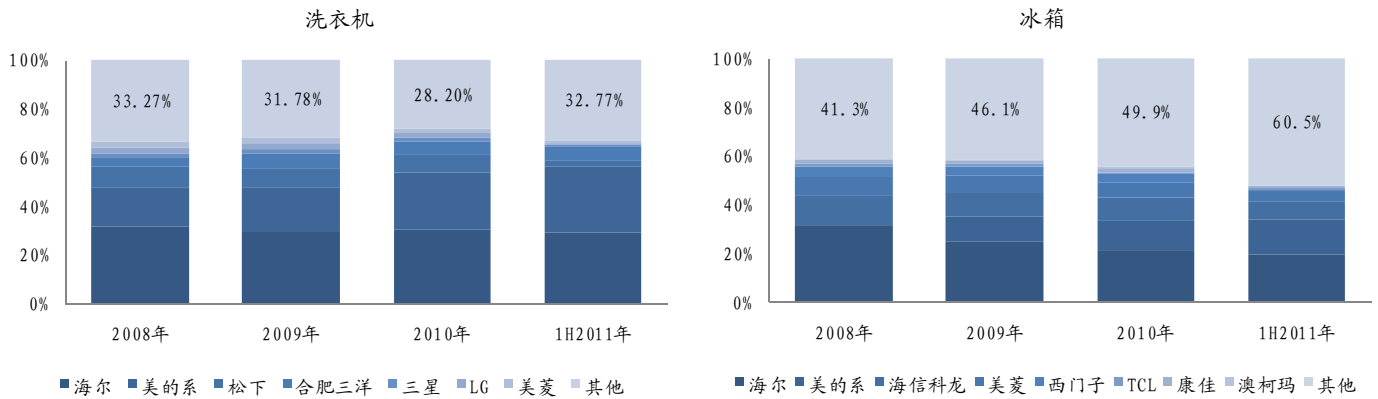
资料来源：产业在线、浙商证券研究所

相对来讲，冰洗行业的集中度较低，2010 年之前，除海尔一家独大外，其他品牌市场占有率较为接近，但 2010 年初以来，美的加大对洗衣机领域的投入，美的系洗衣机的市场占有率从 08 年的 16.45% 迅速上升到 11 年上半年的 26.89%，冰箱也从 09 年的 11.9% 上升到 11 年上半年的 16.9%。





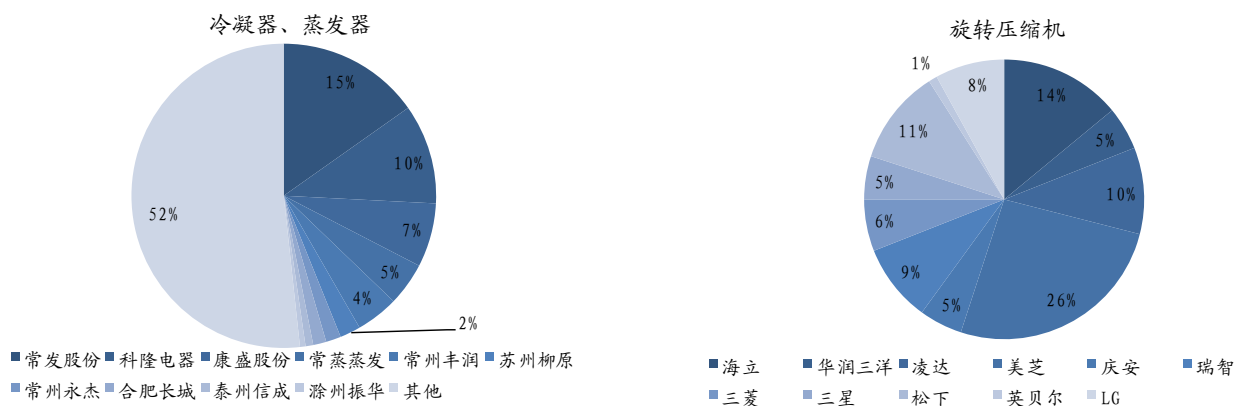
图表 7：洗衣机、冰箱市场占有率



资料来源：产业在线、浙商证券研究所

上游零配件产业链中，空调阀门生产企业三花、盾安基本垄断了全球的截止阀、四通阀市场，其他细分子行业中，由于技术、规模壁垒较低，参与者众多，集中度相对不高。2009 年我国冷凝器、蒸发器行业龙头常发股份市场占有率仅为 15.2%，排名第二、第三的科隆电器和康盛股份市场占有率分别为 10.6%、6.8%，其他生产两器的中小厂家市场份额达到 51.7%。2011 冷年旋转压缩机行业中，美芝、海立、凌达和松下的市场份额分别为 26%、14%、10%、11%，行业集中度也较低。

图表 8：各品牌冷凝器、蒸发器和旋转压缩机市场份额



资料来源：产业在线、浙商证券研究所

3.2 调整产品结构抵御通胀影响 变频空调比例提速最快

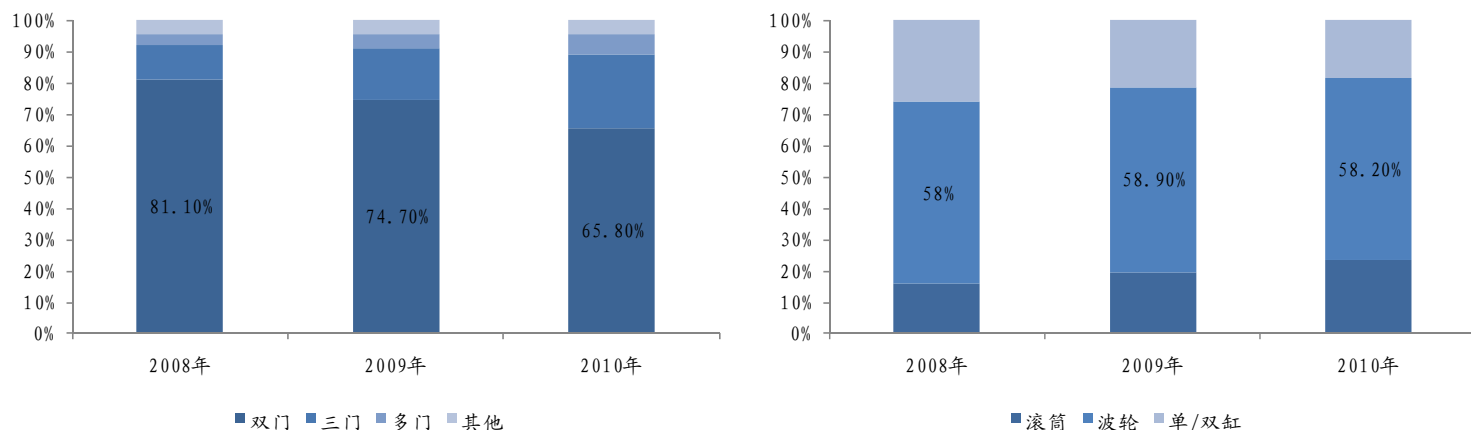
在持续通胀和消费升级的大环境下，整机生产企业通过加大技术开发，生产不同型号和类型的产品，提高产品附加值，变相提价转移成本压力是抵御通胀的主要手段。

2008 年传统的双门冰箱国内零售量占比分别为 81.1%，2010 年相应下降到 65.8%，而三门和对开门冰箱销量合计占比却从 14.4%上升到 29.7%；滚筒洗衣机占比则从 08 年的 15.9%上升到 23.4%，2011 年 5 月三门以上冰箱和滚筒洗衣机的销量占比分别达到了 35.6%、27.35%，冰洗行业消费升级趋势明显。





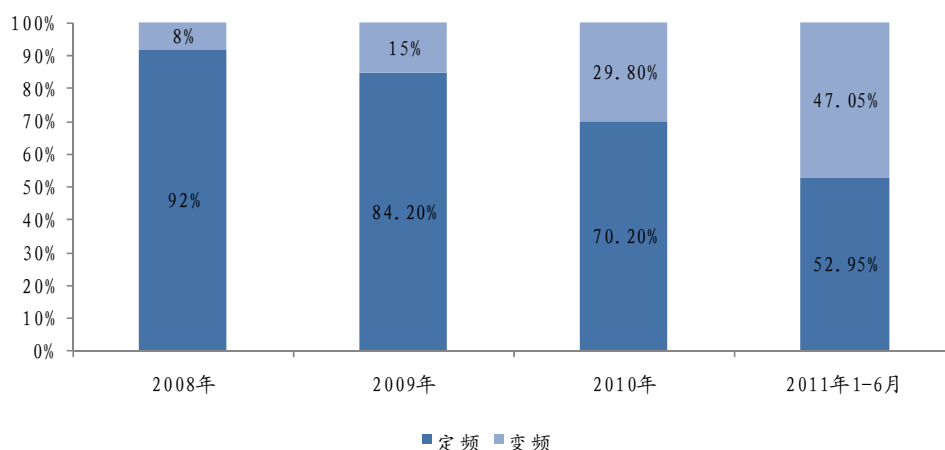
图表 9: 2008 年-2010 年冰箱、洗衣机各类品种国内零售量占比



资料来源: 中怡康、浙商证券研究所

2008 年—2011 年上半年变频空调内销量市场份额分别为 8%、15%、29.8%和 47.05%，变频空调的市场份额不断提高，今年上半年累计销量接近半壁江山，其主要原因是一方面变频空调标准实施后，格力、美的等企业大力推广，规模化生产，加快了变频空调的消费者认知度，另一方面定频空调国家补贴下降后，定频、变频之间的差价缩小，变频空调的吸引力提高。

图表 10: 2008 年-2011 年定频、变频空调内销量占比



资料来源: 中怡康、浙商证券研究所

3.3 2000 年-2011 年空调价格和铜价变化背离

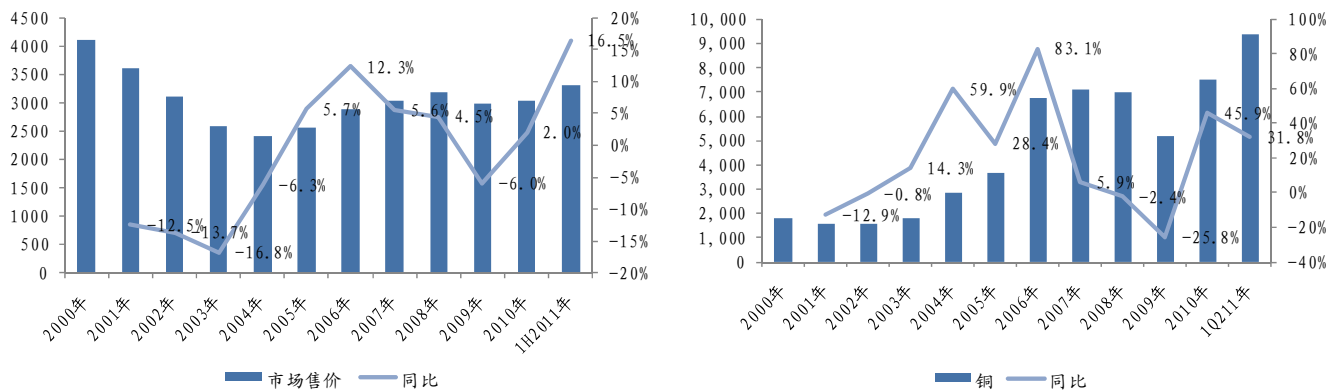
2000 年铜价每吨为 1814.52 元美元/吨，2011 年上半年铜均价为 9399.8 元/吨，国内空调均价为 3312 元/台，2000 年空调终端销售均价为 4113 元/台，2011 年铜价和 2000 年相比上涨 4.2 倍，而空调均价下降 19.5%，出现如此大的反差，究其原因主要有以下两点：一、虽然空调行业品牌集中度提升，但是竞争日趋激烈，行业利润空间压缩；二、规模化生产后，摊销到每台空调上的成本大幅下降；三、铜在空调中所占比重虽然较大，但整机生产企业仍能通过采取挤压上游配件行业利润等手段进行调控（2000 年-2010 年海立压缩机销售均价仅上涨 3.75%。）





对比铜价和空调价格的涨跌幅还可以发现，铜价的变化和空调价格的变化涨跌幅度还是趋于一致的，除个别年份外，空调价格上涨和下跌的方向和铜价变化是一致的，只是幅度要远小于铜价变化。

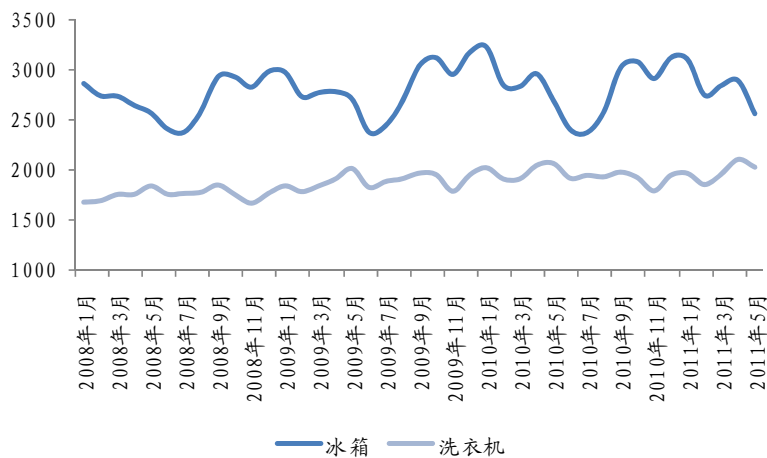
图表 11：2000 年-2011 年空调终端价格、铜价及相应涨跌幅（单位：元/台、美元/吨）



资料来源：中怡康、国家信息中心、浙商证券研究所

由于缺乏长期的统计样本，我们仅能得到 08 年至今年 5 月份冰洗产品的价格，2008 年冰箱、洗衣机每台均价分别为 2718 元，1760 元，2011 年前 5 个月冰箱均价为 2830 元/台，1985.6 元。冰箱、洗衣机均价上涨幅度分别为 4.13%和 12.8%。

图表 12：2008 年-2011 年冰箱和洗衣机销售均价（单位：元/台）



资料来源：中怡康、浙商证券研究所

虽然从 2000 年-2011 年约 11 年的长期来看，铜价变化和空调价格变化背离严重，但是从近三年情况来看，空调价格波动幅度要小于铜价变动（铜仅是主要成本之一，终端消费品并不随上游同幅度改变），并且冰洗价格近三年连续上涨，究其原因主要是终端生产企业一方面依靠其越来越强的市场话语权，议价能力提高，另一方面产品升级更新换代步伐加快，结构改善平抑了铜价变化对终端产品的冲击。

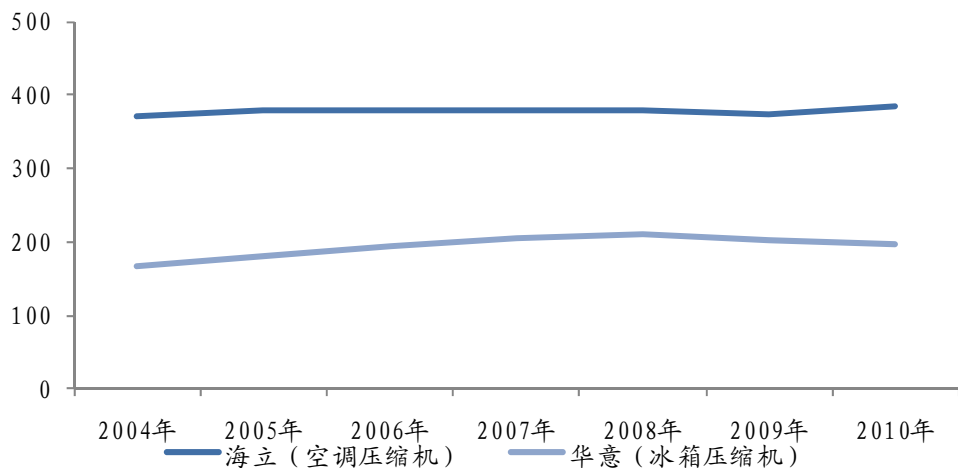




3.4 定价模式决定行业龙头毛利率较高且稳定

不同的行业集中度决定了不同的定价模式，如盾安、三花垄断能力强，所以取得了和下游一定的议价能力，产品采取原材料成本+固定的毛利率形式，而如禾盛等彩涂板生产企业采取的是吨成本+固定加工费的形式，因此，在铜价大幅上涨的过程中，两类企业同样是面对较大的成本上涨压力，前者成本转移能力要优于后者。竞争激烈的压缩机行业受挤压的更为严重，2004年海立空调压缩机均价为372元/台，2010年均价为386元/台，7年间几无变化，而华意冰箱压缩机04年均价为166元/台，2010年上涨18.8%，达到197元/台。

图表 13: 2004年-2010年海立空调压缩机、华意冰箱压缩机均价（单位：元/台）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

从企业的盈利角度来看，毛利率是衡量产品盈利能力的最基本的指标，成本和销售价格直接决定了毛利率的情况，其中原材料成本是主要因素，而销售单价不但受成本变化的影响，也受到产品结构、流通费用、市场策略等其他因素的影响。因此，在以下的分析中我们主要分析通胀对各个上市公司毛利率的分析。

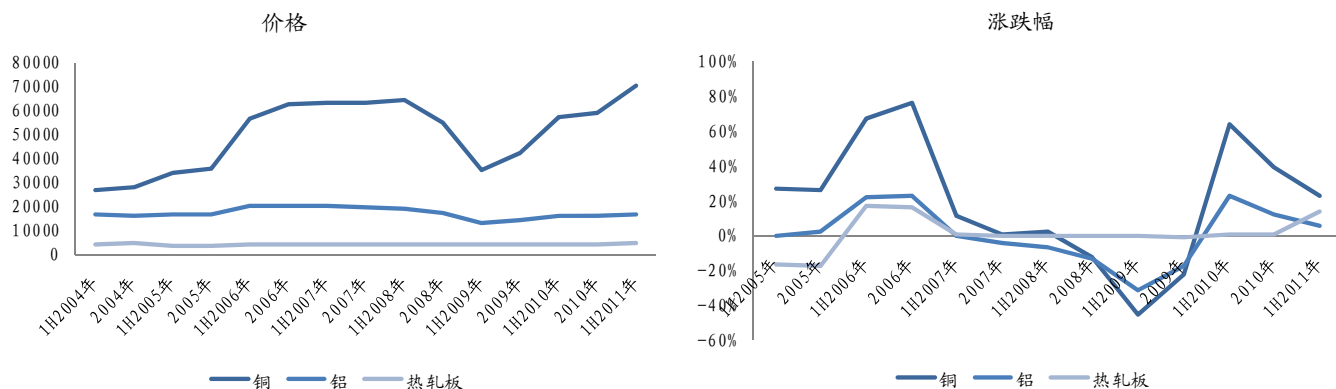
由于仅在半年报及年报中上市公司披露其分项业务毛利率的变化情况，我们以半年毛利率的变化来考察企业对通胀的成本转移能力，分别从冰箱、洗衣机和空调整机、制冷零配件（压缩机和阀门配件、冷凝器和蒸发器及彩涂板）两个板块研究。

2004年1-6月，国内铜、铝和热轧板的均价分别为26635元/吨、16605元/吨和4323元/吨，2011年上半年，以上三类金属的价格分别达到70341元/吨、16691.1元/吨和4812元/吨，上涨幅度分别为1.64倍、0.52%和11.3%，虽然铜价波动幅度最大，但三类金属上涨和下跌的方向基本一致。铜价上涨幅度最大的年份为06年和10年，11年上半年铜均价达到历史新高。09年铜价下跌幅度最大。





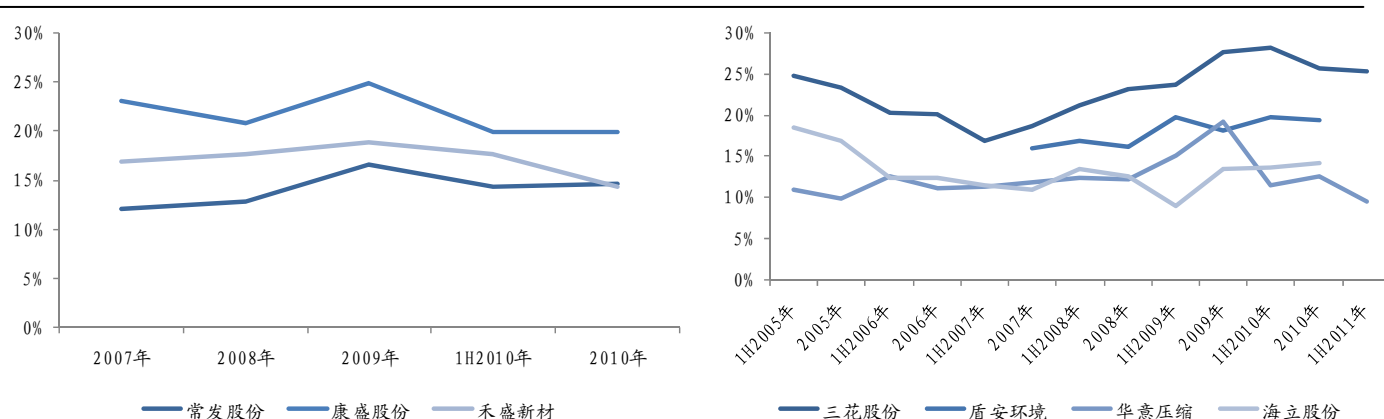
图表 14: 04 年至今铜、铝和热轧板价格及涨跌幅 (单位: 元/吨)



资料来源: Bloomberg、浙商证券研究所

从可比数据来看,原材料价格大幅上涨的 2010 年,常发股份、康盛股份和禾盛新材的产品毛利率同比分别下降 1.96、4.85 和 4.58 个百分点,三花股份、华意压缩 10 年毛利率同比下降 1.95 个百分点、6.78 个百分点,盾安环境(阀门产品)和海立股份毛利率上升 1.34 个百分点和 0.77 个百分点,11 年上半年三花股份和华意压缩的毛利率下降 2.81 个百分点、2.05 个百分点,禾盛新材产品 PCM、VCM 产品毛利率均下降 3 个百分点以上。

图表 15: 制冷配件公司毛利率变化情况



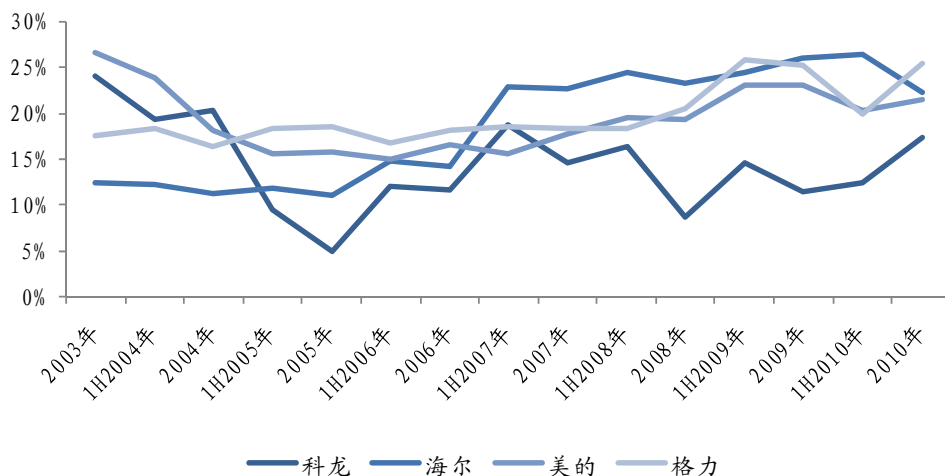
资料来源: wind、浙商证券研究所

我们将国家高效节能补贴计入格力、美的、海尔和科龙后,重新测算四家公司空调产品的毛利率,09 年铜价低位运行期间,格力、美的和海尔三家公司毛利率达到或接近历史最高水平,而 10 年,科龙空调毛利率大幅上升(补贴力度较大),格力维持稳定,而海尔和美的同比分别下降了 3.72 和 1.54 个百分点,11 年上半年格力空调产品毛利率同比下降 2.05 个百分点。格力 11 年上半年毛利率出现较大幅度的下降,一方面与节能补贴力度下调有关,但主要原因仍是上游原材料成本上涨过快导致。





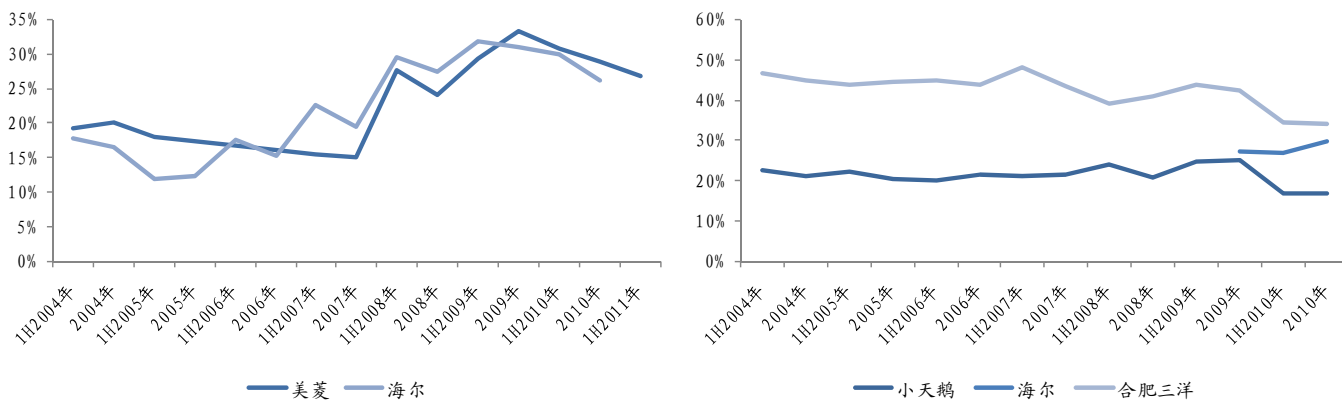
图表 16: 主要品牌空调毛利率变化情况



资料来源: wind、浙商证券研究所

相对来讲洗衣机来讲,冰箱毛利率下降幅度更大: 由于市场策略的变化导致小天鹅 10 年毛利率变化较大, 但是相应的期间费用率下降, 而合肥三洋则开始大幅进入三四级和海外市场, 因此这两家公司总体仍保持较高的盈利能力, 海尔洗衣机的毛利率仍保持在 25% 以上, 2010 年达到 29.7% 的历史高点; 10 年美菱、海尔冰箱毛利率分别下降 4.3 个百分点和 4.8 个百分点, 11 年上半年美菱冰箱毛利率同比下降 3.9 个百分点。

图表 17: 主要品牌冰箱、洗衣机产品毛利率变化情况



资料来源: wind、浙商证券研究所

综上所述, 从历史的情况来看, 在铜价大幅上涨的情况下, 上游零配件和原材料生产企业毛利率下降幅度和公司所占比例要远大于整机龙头企业, 尤其是对以成本+固定吨加工费的企业尤为明显, 对空调整机企业的毛利率影响最小, 从大到小依次为冰箱>空调>洗衣机。





4 投资建议：关注具备成本转移能力的行业龙头

我们梳理了 2004 年以来家电行业白电板块主要上市公司股价涨跌幅情况，如 2004 年上半年格力电器跑赢白电行业指数，则返回值为 1，否则的话为 0，并将铜价上涨 10%以上视为对家电企业成本造成较大影响，04 年-07 年上半年铜价连续 3 年上涨，07 年-09 年铜均价下跌或持平，10 年至今，铜价又重新攀升来到历史高位。在我们测算的 16 个阶段内，跑赢概率超过 50%的仅有格力电器、美的电器、盾安环境、海立股份，其中格力电器和美的电器跑赢行业指数的次数分别为 11 次和 12 次，在 04 年-07 年上半年期间，格力电器、美的电器均跑赢行业指数，除 09 年外，盾安环境 07 年母公司阀门资产注入后，全部跑赢行业指数。

图表 18：2004 年-2011 年白电板块主要公司股价涨跌幅相对行业指数表现

板块	公司简称	1H2004年	2004年	1H2005年	2005年	1H2006年	2006年	1H2007年	2007年	1H2008年	2008年	1H2009年	2009年	1H2010年	2010年	1H2011年	合计	跑赢	跑输
白色家电整机	格力电器	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	11	8	3
	美的电器	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	12	9	3
	青岛海尔	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	5	4	1
	美的电器	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	2	0	2
	ST科龙	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1	1	0	0	5	2	3
	合肥三洋	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	5	1	4
	小天鹅A	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	1	1	1	0	6	3	3
	三花股份	0	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1	0	6	5	1
白色家电零配件	盾安环境		0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1	1	8	4	4
	禾盛新材												0	1	1	0	2	2	0
	常发股份													1	1	0	2	2	0
	康盛股份													1	1	0	2	2	0
	海立股份	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	1	8	6	2
	华意压缩	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0	6	4	2

资料来源：wind、浙商证券研究所

在铜等原材料价格大幅上涨的通胀背景下，格力电器、美的电器保持高毛利率水平的能力相对较强，零配件行业中具有全球垄断能力的制冷配件龙头盾安环境、三花股份拥有一定的产品议价能力，因此，毛利率较为稳定，而其他竞争激烈的冷凝器、蒸发器和压缩机等子行业公司受到来自上游的成本压力较大。虽然毛利率只是衡量公司盈利能力的指标之一，但是也是最基础和最基本的指标，毛利率变化进而影响到盈利预期的变化，股价走势上基本反映了市场对其未来盈利的预期，因此，我们建议在通胀环境下，建议重点关注较强成本转移和议价能力的龙头格力电器、美的电器、盾安环境和三花股份，目前格力电器、美的电器 11 年的估值仅为 11 倍左右，已经接近历史低位建议重点关注。





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

