

增持 维持

家电行业

2011 年 10 月 20 日

9 月空调内、外销增速均维持低位 ——家用空调行业 9 月数据点评

家电行业分析师：陈子仪
SAC 执业证书编号：S0850511010026
chenzy@htsec.com
021-23219244
联系人：孔维娜
kongwn@htsec.com
021-23219223

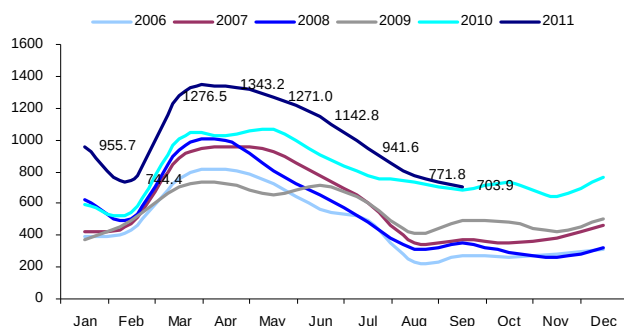
事件：产业在线发布 2011 年 9 月家用空调产销数据。9 月家用空调总产量 702.80 万台，同比下滑 0.03%；总销量 703.90 万台，同比增长 3.14%；库存 1004.46 万台。其中内销 484.00 万台，同比增长 8.40%；出口 219.90 万台，同比下滑 6.82%。今年 1-9 月空调总销量增长 24.87%，其中内、外销分别增长 28.55%、20.73%。

我们的观点及投资建议。9 月空调增速维持低位且较 8 月进一步回落符合我们上月的判断。由于目前出口形势不乐观、地产成交缩量、天气并不配合、且接下来几个月基数压力都非常大，我们判断 10-12 月行业销量增速将维持在目前的低增长水平。龙头企业格力、美的虽然表现明显强于行业，仍保持了双位数的增长，且盈利能力也持续提升，但受制于行业基本面的影响，股价表现不尽如人意。我们认为，家电的最大优势在于行业竞争格局好，龙头企业拥有定价能力，对上下游的议价能力强。在经济不景气，原材料价格下降时，可享受由毛利率提升带动的业绩快速增长（08、09 年便是很好的例子）。因此，我们对三大龙头企业明年业绩维持 20% 的增长仍保有较强的信心。目前格力电器、青岛海尔、美的电器估值均处于历史底部（目前股价对应 2011 年 PE 分别为 9.78 倍、8.42 倍、12.17 倍），具备中长期投资机会，维持“买入”评级。

点评：

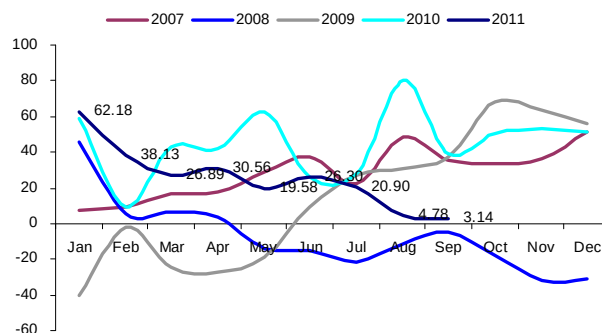
产量同比持平，销量增长维持低位，库存水平较高。9 月家用空调总产量 702.80 万台，同比基本持平，环比下降 7.09%；当月产销率为 100.16%，共计销售 703.90 万台，同比增长 3.14%，环比下降 8.80%；今年 1-9 月行业销量累计增长 24.87%，其中内、外销分别增长 28.55%、20.73%。9 月库存 1004.46 万台，目前库存/销量比值为 1.43，高于去年同期水平（1.13）。空调产销增速自 8 月起明显放缓，一方面是由于去年同期基数较高，另一方面受 9 月天气凉爽、海外经济不景气等因素的影响，9 月增速继续放缓符合我们 8 月点评中的判断。

图 1 2006 年至 2011 年空调总销售趋势图（万台）



资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 2 2007 年至 2011 年空调总销售月增长趋势图（%）



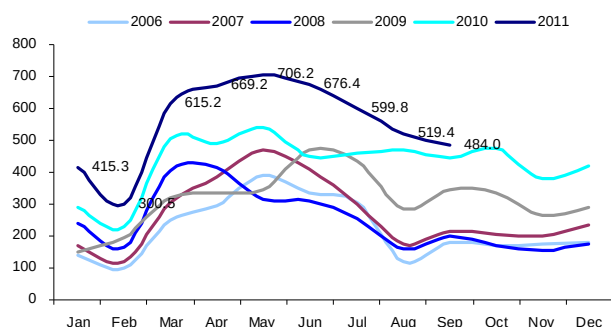
资料来源：产业在线，海通证券研究所

内销增速继续回落至 8.40%。9 月空调内销 484 万台，环比下滑 6.80%，同比增长 8.40%，增速较上月的 10% 继续回落。在去年同期高基数且今年天气明显偏凉的情况下，9 月内销增速继续回落符合预期。此外由于近期空调放量不足，目前渠道库存水平较高。援引产业在线报道，刚刚过去的十一黄金周部分经销商通过降价等方式加紧库存清理，但黄金周空调

销量增长并不及预期(浙江地区连锁卖场空调销量国庆同比下滑幅度约 20%,上海地区苏宁电器空调销量同比下降 30%)。面对一二级市场传统渠道增速的放缓,未来空调主要增长将来自于三四级市场,目前农村空调普及刚刚启动,保有率有大幅提升空间。

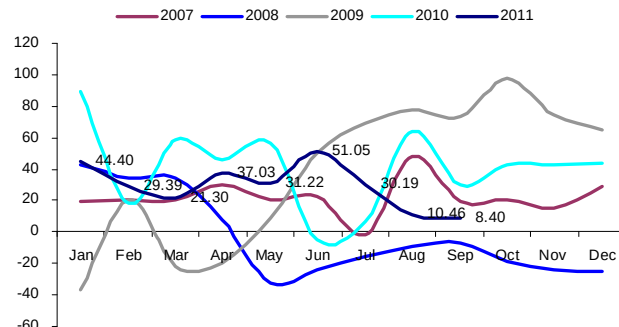
9 月格力内销增速 21%,美的内销增速 19%。据产业在线统计,格力 9 月内销同比增长 21.05%,大幅高于行业平均,环比增长 1.32%,内销量占比同比、环比分别提升 5.0、3.8 个百分点至 47.52%;美的本月内销量同比增长 19.05%,亦远超行业平均,环比下降 16.67%,份额同比提升 2.3、环比下滑 3.1 个百分点至 25.83%;海尔本月表现欠佳,内销量同比下滑 8.82%、环比增长 14.81%,份额同比下降 1.2、环比提升 1.2 个百分点至 6.40%。受格力市占率同比提升的影响,9 月市场集中度环比有所提升,三大品牌份额总计 (CR3) 为 79.75%,同比、环比分别提升 6.1、2.0 个百分点。

图 3 2006 年至 2011 年空调月度内销量 (万台)



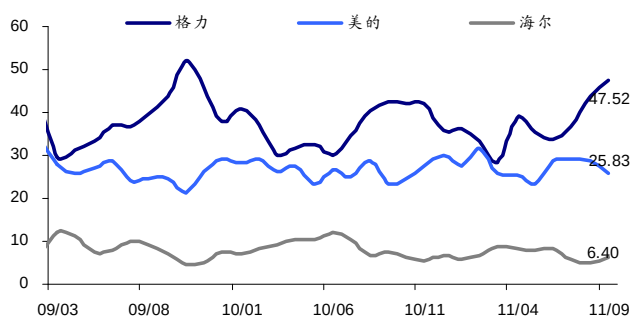
资料来源:产业在线,海通证券研究所

图 4 2007 年至 2011 年空调内销月度增速 (%)



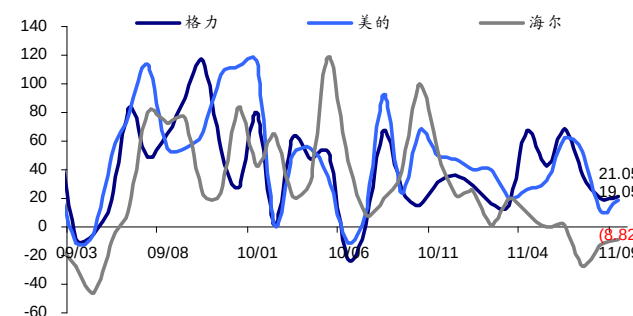
资料来源:产业在线,海通证券研究所

图 5 2009 年至今家用空调三大品牌内销量占比 (%)



资料来源:产业在线,海通证券研究所

图 6 2009 年至今家用空调三大品牌内销量增速 (%)



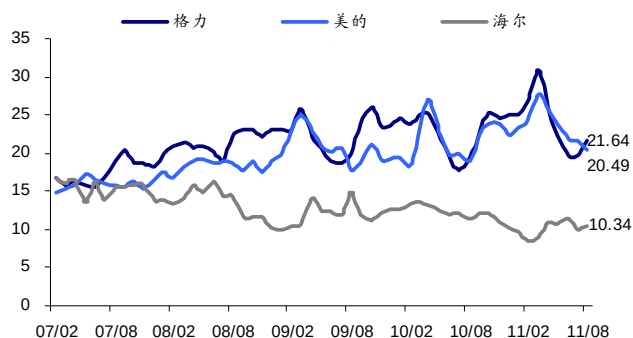
资料来源:产业在线,海通证券研究所

在零售市场份额方面,中怡康 8 月监测数据显示,空调市场零售量同比下滑 26.56%,零售额同比下滑 16.35%。同期产业在线内销出货增速为 10.46%。

其中,格力零售市场表现较好,销售量份额同比、环比分别上升 2.1、1.8 个百分点至 21.64%;美的表现亦尚佳,销量份额同比提升 1.5、环比下降 1.0 个百分点至 20.49%;海尔表现欠佳,销量份额同比下降 1.2、环比提升 0.3 个百分点至 10.34%。三大品牌销售额份额分别为 24.27%、20.09%和 10.92%。同时,内销市场集中度环比有所提升,三大品牌份额总计 (CR3) 为 52.74%,同比、环比分别提升 2.5、1.1 个百分点。

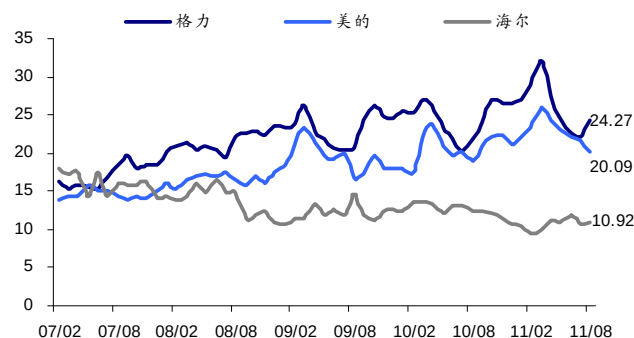
据中怡康市场监测数据,8 月变频空调占比环比下滑 0.5 个百分点至 41.81%;空调市场整体均价环比提升 5.68%,而格力、美的空调均价分别环比变动 5.86%、2.82%。

图 7 2007 年至今家用空调三大品牌市场销售量占比 (%)



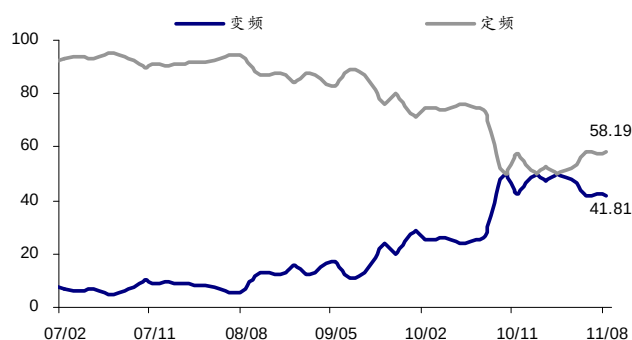
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 8 2007 年至今家用空调三大品牌市场销售额占比 (%)



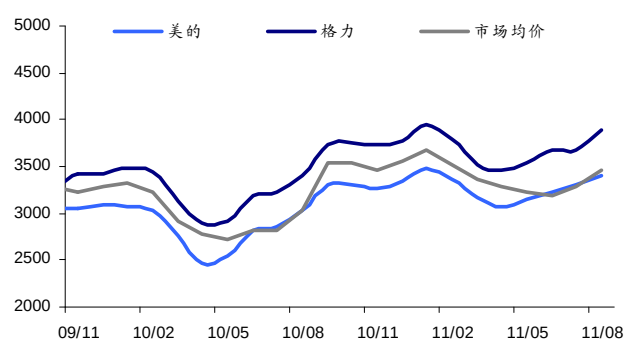
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 9 2007 年至 2011 年内销市场变频空调销售量占比 (%)



资料来源：中怡康，海通证券研究所

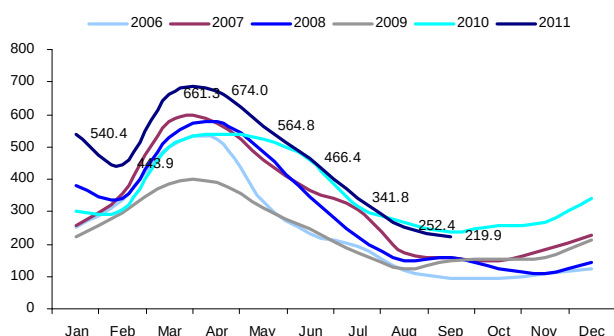
图 10 2009 年至 2011 年空调市场均价趋势 (元)



资料来源：中怡康，海通证券研究所

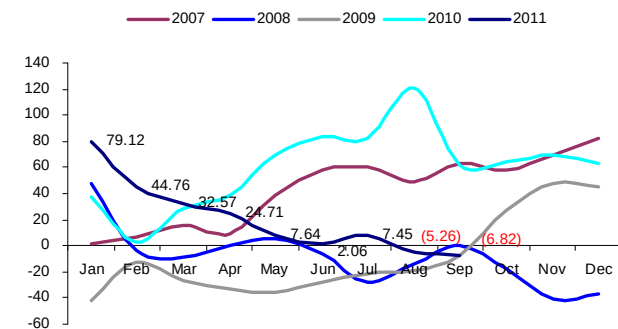
出口连续第二个月负增长，同比下滑 6.82%。9 月空调实现出口 219.90 万台，同比下滑 6.82%，环比下滑 12.86%；1-9 月出口累计同比增长 20.73%。在人民币升值、原材料涨价、劳动力成本提高等因素影响下，下半年空调出口增速明显放缓。一方面欧美经济低迷使得出口订单有所下滑，另一方面空调出口价格上涨也使得国外客户推迟了订单计划（据悉近期广交会上空调出口价格上涨幅度近 20%）。尽管在各种因素下短期出口形势较不明朗，但长期来看新兴市场的普及率很低，欧美市场有大量更新需求，空调出口仍有较大的增长空间。

图 11 2006 年至 2011 年空调出口趋势图 (万台)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 12 2007 年至 2011 年空调出口月增长趋势图 (%)



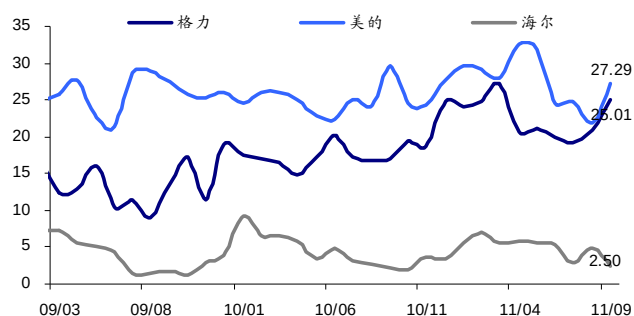
资料来源：产业在线，海通证券研究所

在外销出货量方面，9 月三大品牌份额总计（CR3）为 54.80%，同比、环比分别提高 6.1、7.2 个百分点，主要源于格力的本月出口份额提升幅度较大。

格力、海尔本月出口表现较好。据产业在线统计，8 月份格力、美的、海尔出口量占比分别为 25.01%、27.29%和 2.50%。本月格力出口表现优异，销量同比、环比分别增长 37.50%、3.77%，份额同比、环比分别提升 8.1、4.0 个百分点。海尔

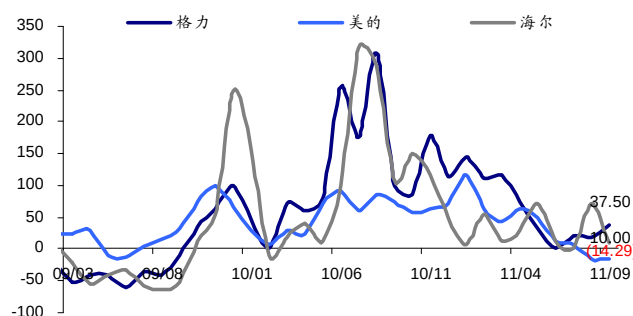
本月出口表现较好，出口量同比增长 10.00%、环比下降 54.17%；出口份额同比提升 0.4、环比下降 2.3 个百分点。美的本月表现弱于行业平均，出口量同比下滑 14.29%、环比增长 9.09%；出口份额同比下降 2.4、环比提升 5.5 个百分点。

图 13 2009 年至今家用空调三大品牌出口量占比 (%)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 14 2009 年至今家用空调三大品牌出口量同比增速 (%)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

我们的观点及投资建议。9 月空调增速维持低位且较 8 月进一步回落符合我们上月的判断。由于目前出口形势不乐观、地产成交缩量、天气并不配合、且接下来几个月基数压力都非常大，我们判断 10-12 月行业销量增速将维持在目前的低增长水平。龙头企业格力、美的虽然表现明显强于行业，仍保持了双位数的增长，且盈利能力也持续提升，但受制于行业基本面的影响，股价表现不尽如人意。我们认为，家电的最大优势在于行业竞争格局好，龙头企业拥有定价能力，对上下游的议价能力强。在经济不景气，原材料价格下降时，可享受由毛利率提升带动的业绩快速增长（08、09 年便是很好的例子）。因此，我们对三大龙头企业明年业绩维持 20% 的增长仍保有较强的信心。目前格力电器、青岛海尔、美的电器估值均处于历史底部（目前股价对应 2011 年 PE 分别为 9.78 倍、8.42 倍、12.17 倍），具备中长期投资机会，维持“买入”评级。

风险提示。行业增速放缓。

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。