

高库存和出口低迷或引发产量增速下滑，保持谨慎观望

2012 年家用空调行业投资价值报告

核心观点

1、结合国内外经济形势，我们认为，2012 年的冷年开端的不利局面或许标志着空调行业高速增长期已经过去。2012 冷年以来，空调的生产、内销、出口量增速都出现明显下降，同时工厂和渠道的整体库存同比大幅上升至 2000 万台左右的高位，对企业增产和销售渠道构成明显压力。

2、从历史数据分析，投资者需提防可能出现的空调产量增速持续回落。只有在政策大力扶持、需求大量释放的 2009 冷年，出现过空调产量见底后快速回升，同时库存明显下降的极为有利局面，其他大部分时间，库存和产量基本都呈同向运动态势。空调销量增速拐点明显提前于库存增速拐点，当销量增速回落、远远低于库存增速之后，一般会出现产量和库存双降的“去库存”现象。

3、房地产是空调内销最大变数，但不足为虑。我们预测，2011-2014 年，商品住宅和保障房带动的空调需求不会超过 25%。房地产销售面积是 2012 冷年空调内销的最大不确定因素，但由于房地产拉动的空调销量明显降低，不应过分忧虑房地产对空调销售的不利作用，库存和产能高企才是空调行业面临的重大风险。

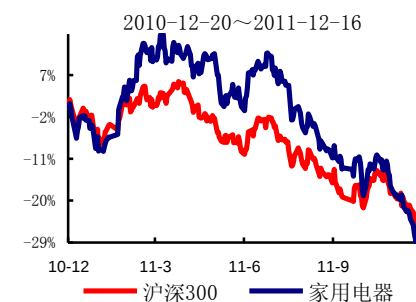
4、我们预测的 2012—2014 年国内空调需求增速为 11.1%、10.9%和 8.8%，三年复合增长率为 10.3%。“十二五”期间，淘汰更新需求未来几年都稳定在国内总需求的 30%左右，仍将是国内空调市场的主力需求；更新需求、城镇和农村保有量增加需求占国内总需求的 80%左右。

5、我们继续维持家用空调行业“短期_中性，长期_A”的投资评级。理由有二：“去库存”和出口萎缩或引发空调产量增速持续回落，10%可能是明年国内空调产量增速的上限；A 股整体估值仍将缓慢回落，空调龙头作为大市值的成熟制造业公司，估值将不可避免地受到不利影响。如果宏观形势不利局面继续恶化，出口量继续显著下滑，同时房地产继续“量价齐跌”，那么挤压家用空调产量的“去库存”局面必将延续，2012 年家用空调产量可能将零增长甚至负增长。

6、我们预计，家用空调行业发生大规模价格战的可能性较小，大宗商品和原材料价格将持续回落，行业整体的盈利能力有望保持相对平稳。

7、在不利的家用空调产销形势下，依据规模、盈利能力、制冷产业链延伸能力、渠道控制能力、股价历史表现、财务安全性来选择投资标的，格力仍然是家用空调行业的首选。需要注意的风险因素是，格力的强势地位导致渠道高库存和经销商的资金压力，销售公司承担更多的经营风险，这在格力的 2011 年三季报中已经体现得非常明显。

行业表现对比图



相关报告

研究员：杨志刚

电话：010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号：S0940511070003

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级	目标价
			10A	11E	12E	10A	11E	12E			
格力电器	000651	16.95	1.52	1.85	2.22	11.15	9.16	7.64	2.97	推荐-A	18.50
美的电器	000527	11.63	1.00	1.17	1.40	11.63	9.94	8.31	2.06	中性-A	12.87

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、2012 冷年开局：产销增速下滑，库存高位徘徊	5
1、产销出口量明显下滑	5
2、空调整体库存升至 2000 万台左右	5
3、出口量连续三月负增长	6
二、国内市场：刚性需求强劲，所占比重最大	7
1、淘汰更新需求是最大需求	7
2、农村空调保有量将高速增长	8
3、城镇保有量有长期提升空间	10
4、商品住宅影响空调销售不明显	11
5、保障房带动空调销售作用不大	12
6、国内总需求三年复合增长 10.3%	13
三、行业格局：库存压制产销，寡头格局强化	14
1、库存压制产量释放，10%或是产量增速上限	14
2、出口或现负增长	15
3、盈利能力平稳，寡头格局强化	16
四、投资建议：继续谨慎观望，格力仍是首选	17
1、维持家用空调行业“短期_中性，长期_A”评级	17
2、投资首选格力电器	18

图表目录

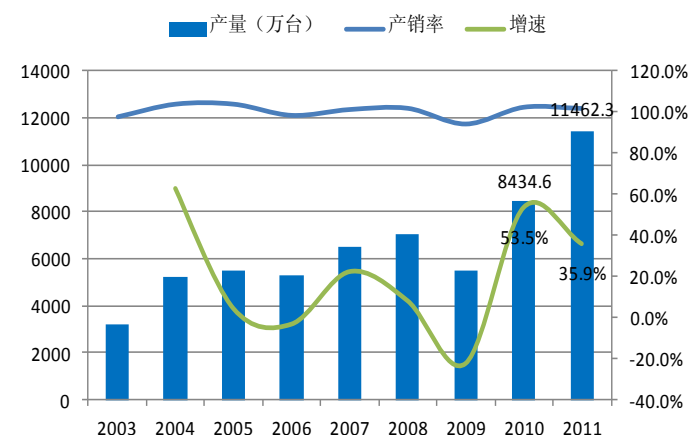
图 1: 2011 冷年空调产量/增速/产销率	5
图 2: 2011 冷年空调内销/外销量及增速	5
图 3: 各冷年末空调整体库存量 (万台)	6
图 4: 空调库存/销量比	6
图 5: 空调库存、产量对比 (万台)	6
图 6: 空调单月库存 (万台)、单月产量同比增速 (%)	6
图 7: 空调单月产量、出口量同比增速 (%)	7
图 8: CR3 公司空调出口量同比增速 (%)	7
图 9: 分地区空调出口比重	7
图 10: 分地区空调出口增速 (%)	7
图 11: 城镇家庭空调保有量	8
图 12: 农村家庭空调保有量	8
图 13: 城镇家庭和农村家庭恩格尔系数	8
图 14: 扣除 CPI 影响的城镇和农村居民人均现金收入	8
图 15: 扣除 CPI 的空调均价和农村居民人均现金收入	9
图 16: 2010 年农村居民家庭电器保有量	9
图 17: 家电下乡销售总量和空调销售总量	9
图 18: 城镇/农村家庭空调保有量、五年复合增长率	9
图 19: 日本家庭空调保有量、五年 CAGR	10
图 20: 中国城镇居民家庭每百户空调保有量、五年 CAGR	10
图 21: 2010 年城镇居民家庭平均每百户拥有空调数量	10
图 22: 商品住宅施工面积、竣工面积单月同比增速	11
图 23: 商品住宅竣工、销售面积单月同比增速	11
图 24: 2011-2014 年国内预测空调需求量分解 (万台)	14
图 25: 格力总资产结构	14
图 26: 国内空调压缩机工厂库存量	14
图 27: 欧盟失业率	15
图 28: 欧元区经济景气度指标	15
图 29: 美国经济景气度指标	15
图 30: 日本经济景气度指标	15
图 31: 格力、美的产量份额	16
图 32: 格力、美的工厂出货量份额	16
图 33: 国内空调企业数量	16
图 34: 大宗商品价格走势与空调行业毛利率	16
图 35: 国内铜、铝价格走势	17
图 36: 空调用镀锌板价格走势	17
图 37: 国内 ABS 树脂 (757K) 价格走势	17
图 38: 空调行业、格力、美的分季度毛利率	17
图 39: 沪深 300PE 与空调行业 PE (TTM 整体法) 对比	18
图 40: 2006-2012 年 A 股解禁规模	18
图 41: 格力电器相对沪深 300 指数涨幅	18
图 42: 美的电器相对沪深 300 指数涨幅	18
图 43: 格力电器货币资金+应收票据在总资产中的比重	19
图 44: 格力与空调行业整体毛利率对比	19
表 1: 根据内销量预测的 2011-2014 年国内空调更新需求	8
表 2: 2011-2014 年农村家庭空调保有量/需求预测	9
表 3: 2011-2014 年城镇家庭空调保有量/需求预测	11
表 4: 2011-2014 年商品住宅销售带动空调需求预测	12
表 5: 部分省市保障房建设进度	12
表 6: 2011-2014 年保障房预测竣工量逐年分解	13

表 7: 2011-2014 年国内空调需求量预测	13
---------------------------------	----

一、2012 冷年开局：产销增速下滑，库存高位徘徊

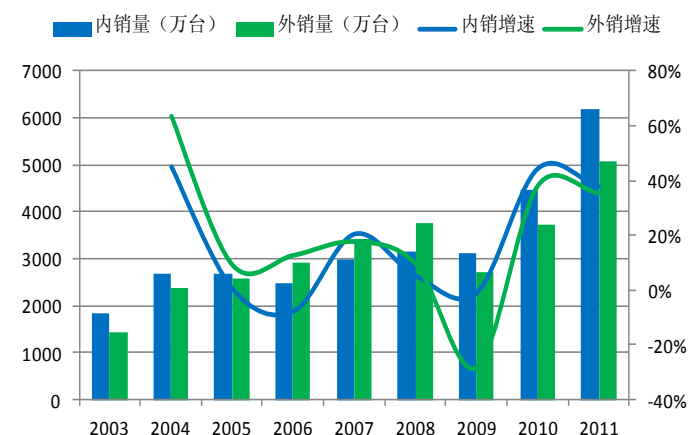
2011 冷冻年度（2010.8-2011.7），空调行业经历了全行业的繁荣，产量、内销量、外销量均达到历史高点，产量和销量增速也维持在 35%以上的高位，仅次于 2010 年。

图 1：2011 冷年空调产量/增速/产销率



资料来源：产业在线

图 2：2011 冷年空调内销/外销量及增速



资料来源：产业在线

但 2012 冷年以来，空调的生产、内销、出口量增速都出现明显下降，同时库存同比大幅上升至 2000 万台左右的高位，对企业增产和销售渠道构成明显压力。结合国内外经济形势，我们认为，2012 年的冷年开端的不利局面或许标志着空调行业高速增长期已经过去。

1、产销出口量明显下滑

根据产业在线数据，2011 冷年前三个月（8 月—10 月），我国空调产量为 756.4 万台、702.8 万台和 614.4 万台，同比增长 8.5%、-0.03%和-20.7%；销量为 771.8 万台、703.9 万台和 593.1 万台，同比增长 4.8%、3.1%和-19.0%；出口量分别为 252.40 万台、219.90 万台和 195.3 万台，同比分别下降 5.3%、6.8%和 23.7%；内销量分别为 519.4 万台、484.0 万台和 397.8 万台，同比增长 10.5%、8.4%和-16.4%。总体来看，月度增速呈明显的下降态势。

10 月的空调数据对白电股价构成明显冲击。10 月空调产量出现 2009 年 5 月以来的首次同比下降，出口量是 2009 年 6 月以来的最大降幅，内销量下降 16.4%，是 2009 年 4 月以来的最大降幅。

2012 冷年前三个月，空调生产、销售、内销、出口量分别为 2073.6 万台和 2068.8 万台、1401.2 万台和 667.6 万台，同比分别增长-4.6%、-3.8%、0.6%和-12%，产销量增速均显著低于 2009 年和 2010 年同期水平，出口量的下降最为明显。

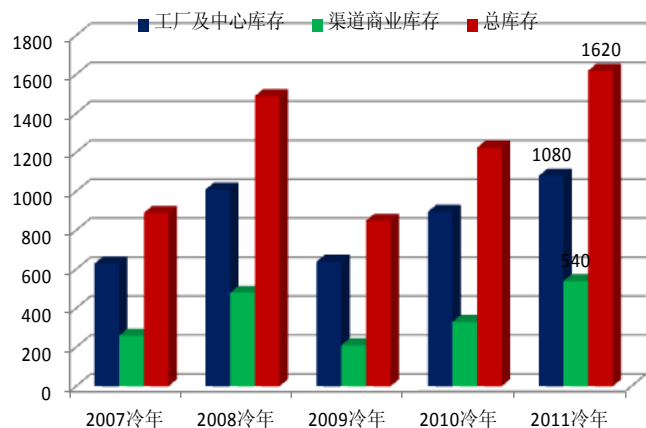
2、空调整体库存升至 2000 万台左右

根据产业在线的数据，2011 年 8 月—10 月，空调厂家库存量分别维持在 1005.56 万台、1004.46 万台和 1025 万台的高位。根据《空调销售》提供的数据，2011 冷年结束时，工厂空调库存为 1080 万台，渠道商业库存为 540 万台，合计高达 1620 万台，为 5 个冷年以来的最高水平，约占 2011 冷年销售总量的 14.2%。截至 10 月底，空

调库存/销量比升至 1.7，也是近两年来的高位。

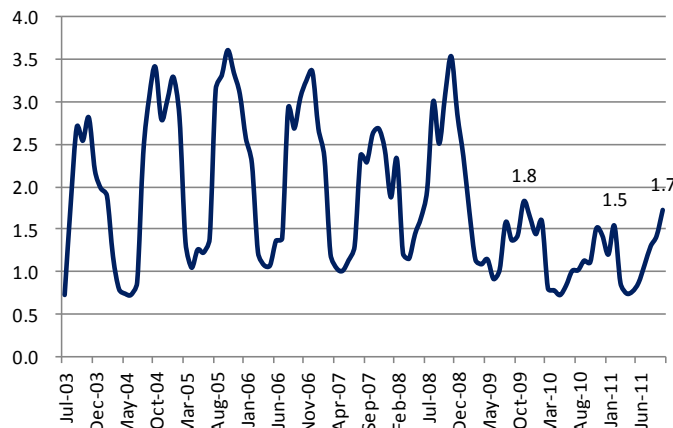
部分空调厂商、研究机构估算，目前工厂和渠道的空调合计库存大约为 2000 万台。我们认为，如果这个数据属实，那么 2012 年家用空调总产量或最多只能实现个位数的增长。

图 3：各冷年末空调整体库存量（万台）



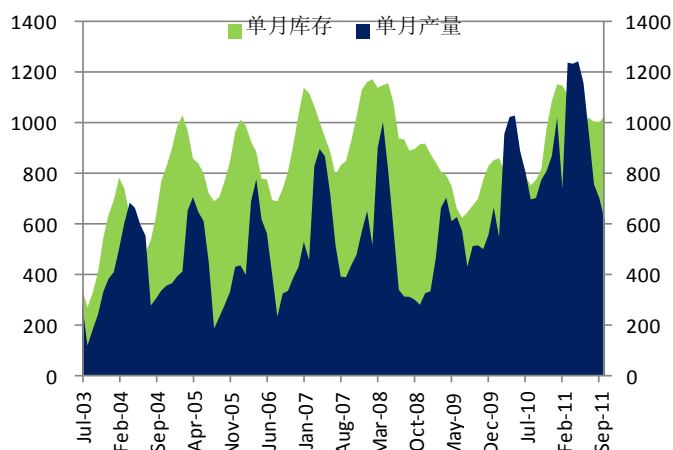
资料来源：《空调销售》

图 4：空调库存/销量比



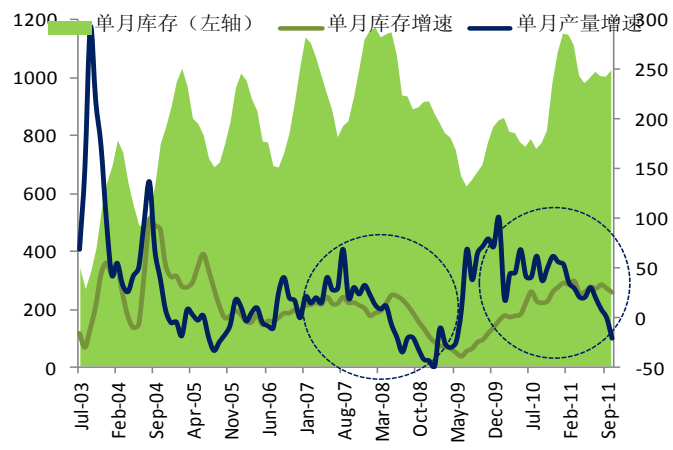
资料来源：产业在线

图 5：空调库存、产量对比（万台）



资料来源：产业在线

图 6：空调单月库存（万台）、单月产量同比增速（%）



资料来源：产业在线

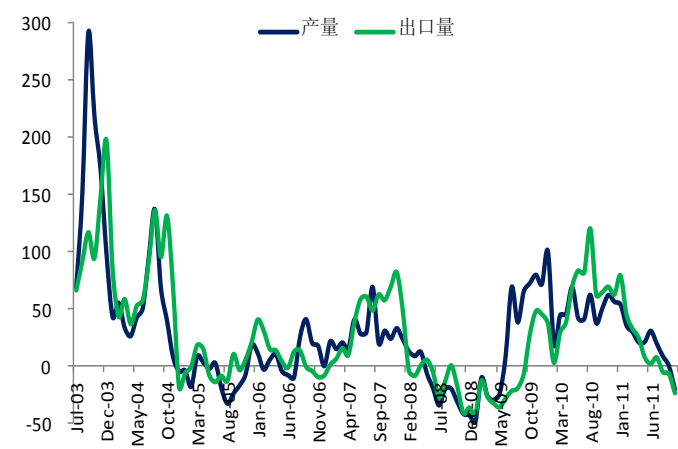
从历史数据可以看出，只有在政策大力扶持、需求大量释放的 2009 冷年，出现过空调产量见底后快速回升，同时库存明显下降的极为有利局面，其他大部分时间，库存和产量基本都呈同向运动态势。空调销量增速拐点明显提前于库存增速拐点，当销量增速回落、远远低于库存增速之后，一般会出现产量和库存双降的“去库存”现象。从历史数据分析，投资者需提防可能出现的空调产量增速持续回落。

3、出口量连续三月负增长

根据产业在线数据，2011 冷年前三个月，空调出口总量同比下降 12%；在生产空调的上市公司中，仅格力、海尔实现了出口量的连续同比增长，美的出口量同比下降 15% 以上。9 月，我国向六大洲的空调出口量全部同比下降，合计占空调出口量 70% 以上的亚洲、北美洲、拉丁美洲、欧洲，出口量全部出现负增长。

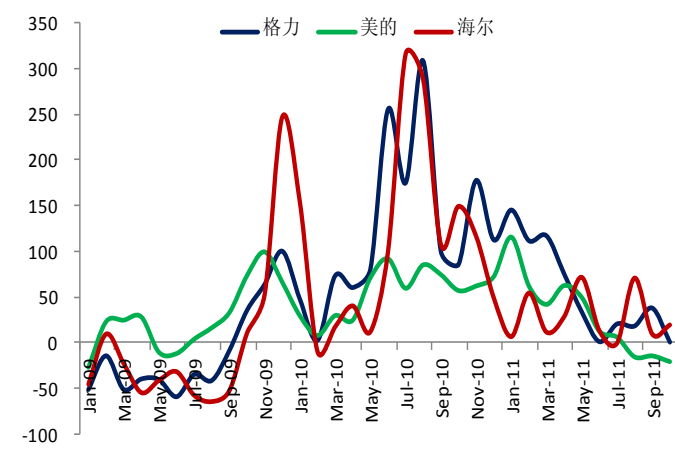
我们认为，从目前国际经济形势来看，空调出口形势无法乐观，2012 冷年出口负增长是大概率事件。

图 7：空调单月产量、出口量同比增速（%）



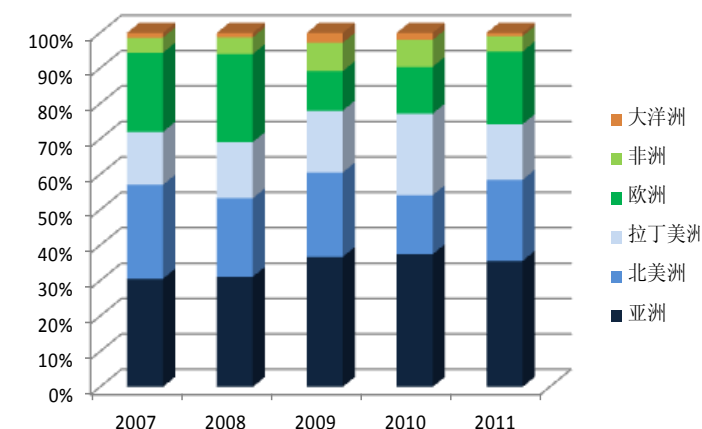
资料来源：产业在线

图 8：CR3 公司空调出口量同比增速（%）



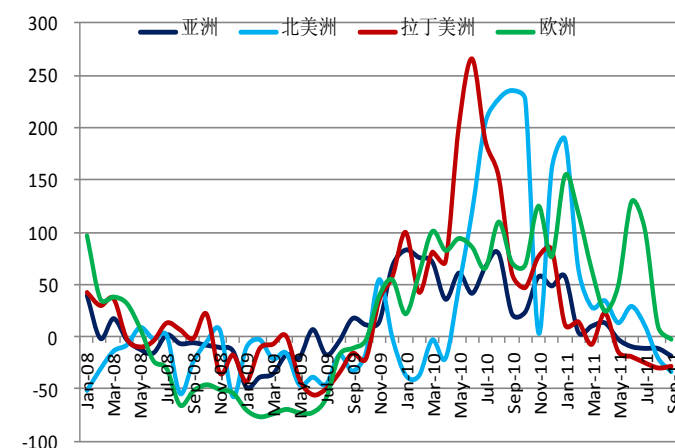
资料来源：产业在线

图 9：分地区空调出口比重



资料来源：产业在线

图 10：分地区空调出口增速（%）



资料来源：产业在线

二、国内市场：刚性需求强劲，所占比重最大

我们把国内的空调需求分解为淘汰更新需求、城镇保有量增加需求、农村保有量增加需求、新增商品房带动需求和新增保障房带动需求。我们认为，存量空调淘汰更新需求和农村保有量增加需求是刚性最大、比重最大的需求，2011 年分别占预测国内总需求的，受经济形势影响较小，而城镇保有量增加需求和房地产带动的需求弹性相对较大，和受宏观经济形势影响更大一些。因此，国内需求增长较出口增长更为确定，但在一定程度上受制于高库存压力，工厂出货量增速应低于终端销售增速。

1、淘汰更新需求是最大需求

我们按照产业在线统计的 2001—2006 年的国内空调出厂销售数量，估算了 2011-2014 年度的空调淘汰更新需求（2001 年和 2002 年的内销量根据 2000—2002 冷冻年度的空调内销量估算）。

空调的使用寿命为 8-10 年，假设空调从第 8 年开始，分三年更新完毕。在以旧

换新政策的拉动和 2011 年底以前政策退出的预期下，2001 和 2002 年的空调集中更新期为 2010 年和 2011 年。我们预计，虽然家电以旧换新政策逐步退出，但 2012 年是 2004 年空调更新需求大规模释放的年份，2004 年的空调内销需求为 2834 万台，基数较高，可有力支撑 2012 年的更新需求增长。

中国家电协会日前发布的《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》预计，家电更新将成为城镇需求主流，“十二五”期间将有 1.2 亿台空调超过使用寿命，平均每年更新 2300 万台，和我们的预计基本一致。

表 1: 根据内销量预测的 2011-2014 年国内空调更新需求

(万台)	2001E	2002E	2003	2004	2005	2006	2011E	2012E	2013E	2014E
内销量	1502.7	1729.9	2084.5	2834.3	2634.1	2646.5				
淘汰更新需求							2103.5	2140.5	2500.0	2679.1

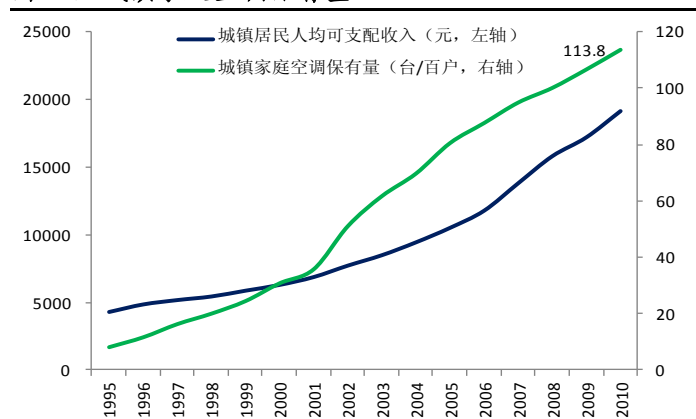
资料来源：产业在线、国都证券研究所

2、农村空调保有量将高速增长

2010 年，农村居民家庭空调保有量为 16 台/百户，仅仅为城镇居民家庭 1997 年的水平。2009 年农村居民家庭恩格尔系数已经达到城镇居民 90 年代末的水平。按照 1995 年的可比价格计算，2010 年农村居民人均现金收入为 5242 元，高于 1998 年城镇居民的人均收入水平，接近 1999 年的城镇居民收入水平（5560 元）。

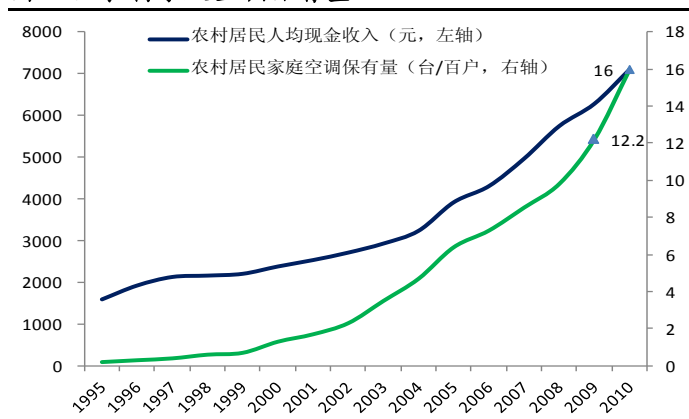
此外，如果扣除 CPI 因素影响，将 2010 冷年的空调平均价格还原为 2001 冷年的价格，空调的实际价格是不断下降的，10 年间大约下降了 32.5%。同期，农村居民扣除 CPI 因素的实际人均现金收入增长 121.4%。而在 2001 年，农村居民实际人均现金收入还买不了一台空调。在农村家庭电器保有量中，空调保有量显著低于冰箱等其他电器。这些有利因素，都将支撑农村空调市场保持高速增长。

图 11: 城镇家庭空调保有量



资料来源：国家统计局、WIND

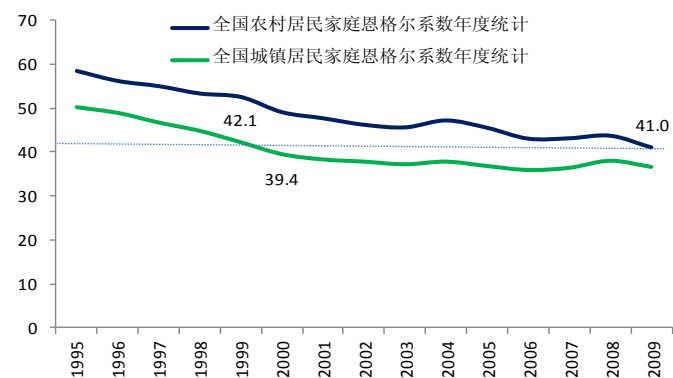
图 12: 农村家庭空调保有量



资料来源：国家统计局、WIND

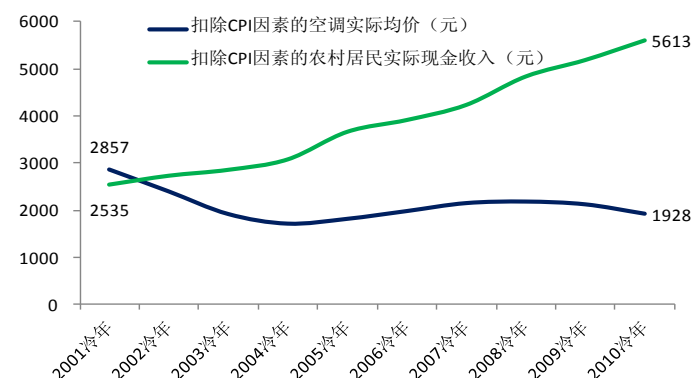
图 13: 城镇家庭和农村家庭恩格尔系数

图 14: 扣除 CPI 影响的城镇和农村居民人均现金收入

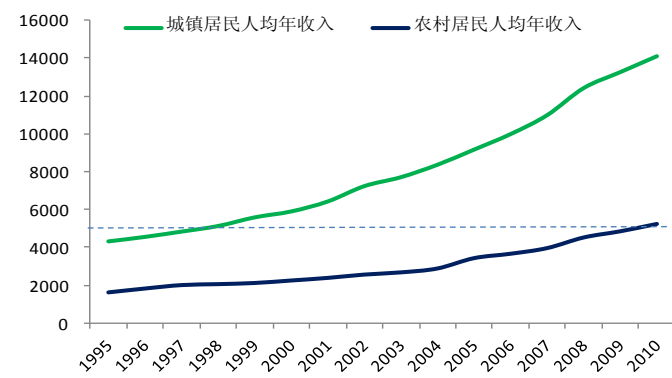


资料来源：国家统计局

图 15: 扣除 CPI 的空调均价和农村居民人均现金收入

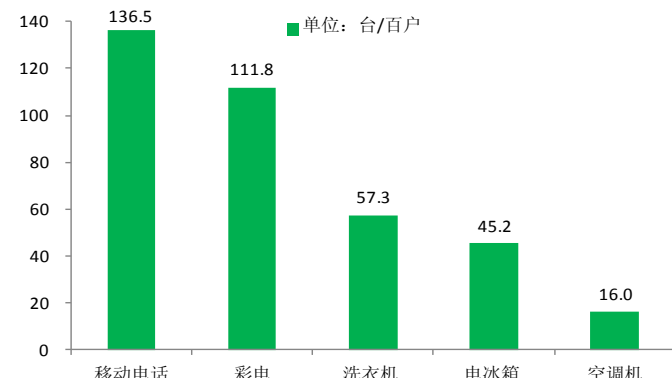


资料来源：WIND、《空调销售》、国都证券研究所



资料来源：WIND、国都证券研究所

图 16: 2010 年农村居民家庭电器保有量



资料来源：国家统计局

基于保有量、收入水平、恩格尔系数的对比，再加上中国普通劳动力价格不断上涨的现实，农村空调市场容量和增长潜力非常类似 90 年代末的城镇空调市场，保有量将迎来快速增长期和普及期。我们保守预测，“十二五”期间的农村空调保有量年复合增长率至少将达到 **21.9%**（对应 2015 年末的保有量为 43.1 台/百户），低于 1997-2002 年城镇家庭保有量 25.7%（16.3 台/百户—51.1 台/百户）的复合增速。

表 2: 2011-2014 年农村家庭空调保有量/需求预测

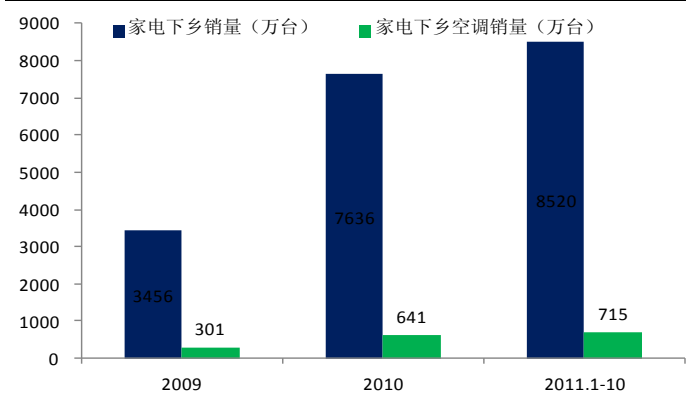
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
保有量 (台/百户)	6.4	7.3	8.5	9.8	12.2	16.0	20.8	26.0	31.2	37.4
YOY	36.2%	14.1%	17.0%	15.0%	24.5%	30.8%	30%	25%	20%	20%
保有量增加需求 (万台)							1066.5	1270.9	1270.9	1525.0

资料来源：国家统计局、国都证券研究所

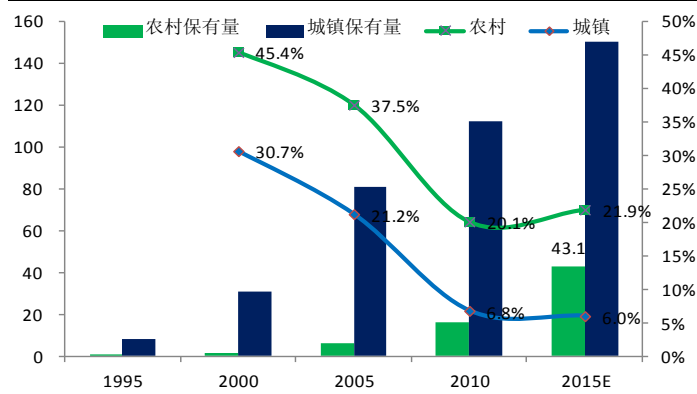
根据 2009 年和 2010 年家电下乡销售总量、总金额、空调产品所占比重，以及今年空调在三四级市场的旺销形势，我们预计，2011 年 1-10 月，家电下乡空调销量至少可达 715 万台。由于农村家庭空调保有量基数很低，“十二五”期间即使按照 **21.9%** 的 CAGR 增长，2015 年的保有量也仅为 43.1 台/百户，明显低于 2002 年城镇家庭 51.1% 的空调保有量。“十二五”期间的空调保有量增速完全有可能超过预期。

图 17: 家电下乡销售总量和空调销售总量

图 18: 城镇/农村家庭空调保有量、五年复合增长率



资料来源：商务部、国都证券研究所



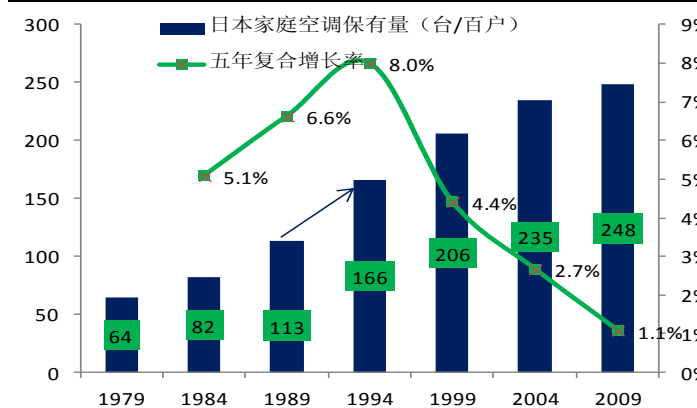
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

2011年11月底，山东、河南、四川、青岛三省一市的家电下乡政策退出。在2012年底、2013年初，家电下乡政策将在全国各个省、区、市全部退出。我们认为，基于农村剩余劳动力不再无限供给、农村居民收入快速上升、保有量基数很低、空调扣除CPI因素后的实际价格有所下降等各种有利因素的支撑，政策的退出不会对农村空调需求构成实质影响。

3、城镇保有量有长期提升空间

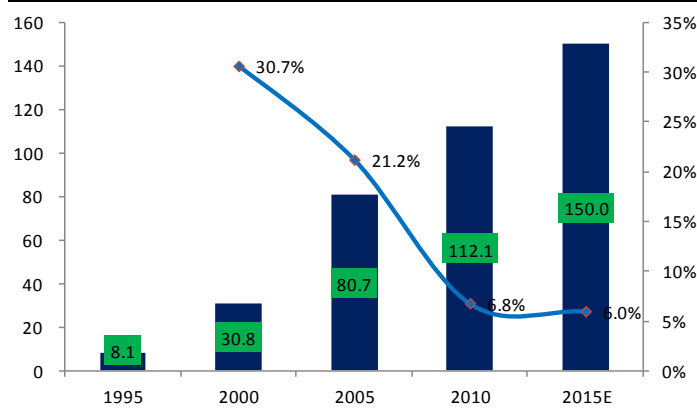
2010年，城镇居民家庭空调保有量为113.8台/百户，仅仅为日本家庭1989年的水平，而2009年日本家庭空调保有量为248台/百户，我国城镇居民家庭保有量仍有较大的长期提升空间。

图 19: 日本家庭空调保有量、五年 CAGR



资料来源：国都证券研究所

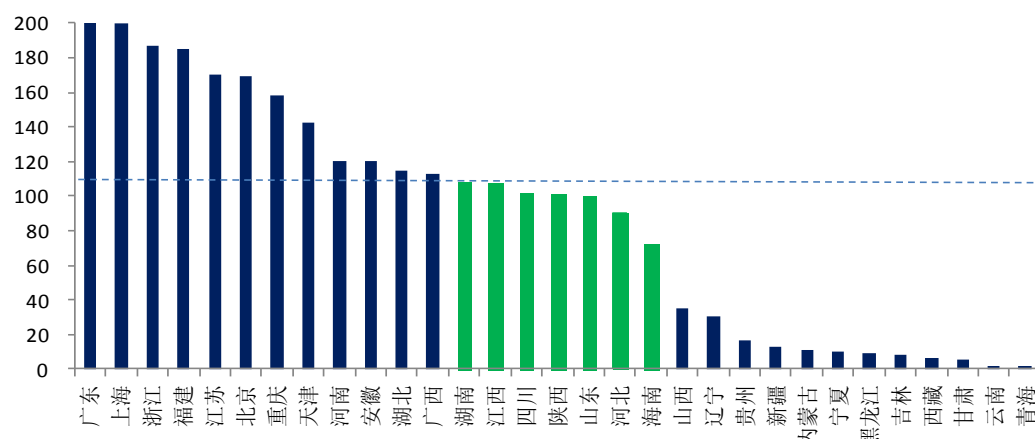
图 20: 中国城镇居民家庭每百户空调保有量、五年 CAGR



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

从下图可以看出，城镇居民家庭空调保有量在各个省份之间很不均衡，即使不考虑辽宁、新疆等使用空调时间较短的偏北省区，湖南、江西、四川等省份的空调保有量低于全国平均水平，仍有明显的提升空间。

图 21: 2010 年城镇居民家庭平均每百户拥有空调数量



资料来源：国家统计局

2010年，城镇居民家庭空调保有量为112.1台/百户，仅比2009年的106.8台/百户增长4.9%，明显低于2009年6.5%的增速。我们认为，保有量增速下降的主要原因是在以旧换新政策刺激和正常更新下，2010年城镇家庭空调集中更新换代，导致保有量增加的需求没有得到明显释放。我们预计在“十二五”期间，城镇居民家庭空调至少可以达到6%的年复合增长率，在2015年至少达到150台/百户的水平。由于我国各省份之间很大的收入和气候差别，这个增速低于日本家庭保有量可比的五年复合增长率8%（从113台/百户到166台/百户）。

表 3：2011-2014 年城镇家庭空调保有量/需求预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
保有量 (台/百户)	80.7	87.8	95.1	100.3	106.8	112.1	118.8	125.9	133.5	141.5
YOY	15.6%	8.8%	8.3%	5.5%	6.5%	4.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
保有量增加需求 (万台)							1494.1	1583.8	1678.8	1779.5

资料来源：国家统计局、国都证券研究所

4、商品住宅影响空调销售不明显

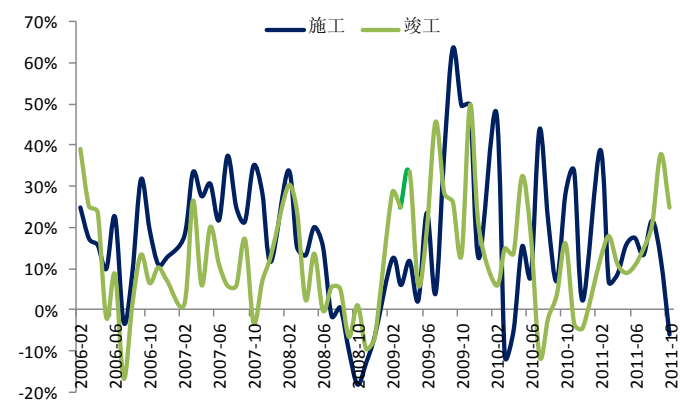
我们认为，房地产销售面积是2012冷年空调内销的最大不确定因素，但由于房地产拉动的空调销量明显降低，不应过分忧虑房地产对空调销售的不利作用，库存和产能高企才是空调行业面临的重大风险。我们预测，2011-2014年，商品住宅和保障房带动的空调需求不会超过25%。

原因在于，国内家用空调需求主要来自淘汰更新需求和城镇、农村保有量增加需求，再加上部分房地产的投资属性，房地产带动的空调销售比重并不高。我们预测2012年商品房和保障房合计带动的空调需求为万台，低于农村空调保有量增加需求的1270.9万台，且确定性显然不如农村空调需求。

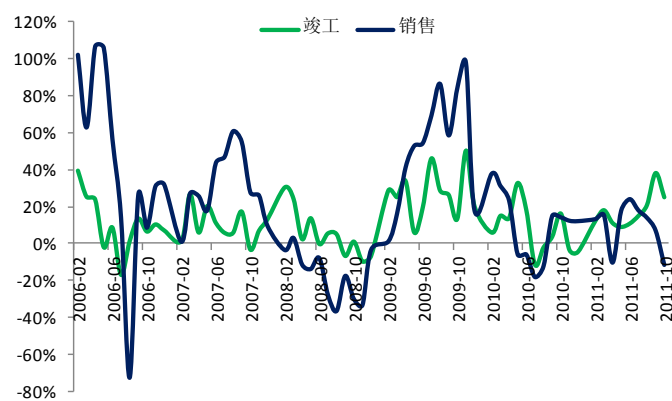
房地产对家用空调销售的不确定作用体现在：保障房今年虽开工1000万套，但实际竣工规模为300万套—400万套，大规模竣工要从明年开始，带动的家用空调销售在竣工后还有一定的滞后效应。如果明年商品房价格再度下跌，将削弱部分居民的财产收入，对空调保有量的增加有不利作用。

图 22：商品住宅施工面积、竣工面积单月同比增速

图 23：商品住宅竣工、销售面积单月同比增速



资料来源: WIND



资料来源: WIND

我们预计,在销售增速较低、库存上升的不利形势下,明年国内商品住宅销售均价仍将继续下降,销售面积同比小幅上升或不下降,用“以量换价”的方式消化库存,即出现房地产市场“软着陆”的有利局面。在此前提下,商品住宅成交量上升有望拉动空调消费。

我们保守假设:未来几年商品住宅的销售面积稳定在9亿平方米左右的水平,对应的销售套数为900万套左右;投资性住房在商品房中有较大比重,所以商品房销售套数不能完全等同于居民户数的增加,新增商品房空调保有量应比城镇家庭实际保有量打一个折扣,此外,部分商品房拉动的空调保有量将被计入家庭空调保有量。因此,商品房带动的空调销量具有较大的不确定性和预测上的难度。我们假设,新售商品房空调保有量为城镇居民家庭保有量的70%。

表 4: 2011-2014 年商品住宅销售带动空调需求预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
商品住宅销售面积(亿平米)	5.54	7.01	5.93	8.62	9.34	9.00	9.00	9.00	9.00
YOY	11.8%	26.5%	-15.5%	45.4%	8.3%	-3.6%	0	0	0
保有量(台/百户)						83.2	88.1	93.4	99.0
商品住宅带动空调需求(万台)						748.4	793.3	840.9	891.4

资料来源: 国都证券研究所

5、保障房带动空调销售作用不大

“十二五”期间,国家保障房的计划开工量为3600万套。虽然2010年保障房开工1000万套的目标基本实现,但保障房最终竣工率和竣工时间才对家电需求造成实际影响。而实际情况是,住建部未公布保障性房的竣工数,多数地方政府也未发布保障房竣工情况。住建部高层领导亦表示,1000万套已开工房源中,1/3确实存在比较急促的“挖坑待建”情况,为此住建部已经下发通知要求年底前完成地基基础结构的施工。根据莫尼塔的数据,今年财政最为困难的10个省份承担了全国27%的保障房建设任务,然而其财政收入仅占全国的10%。

表 5: 部分省市保障房建设进度

单位: 万套	截止时间	开工量	竣工量
湖北省	10月31日	35.10	13.03
北京市	10月31日	21	6.6
山东省	10月31日	36.05	19.5
辽宁省	9月30日	39.79	0.81

河南省 10月31日 45.57 16.83

资料来源：国都证券研究所

保障房只有约 1/3 的资金由政府筹集，未来如果建设资金短缺，竣工量将打折扣或竣工期推迟，对空调销售造成不利影响。种种迹象显示，对保障房的竣工量和竣工时间预测应更加保守。有消息称，2012 年保障房建设规划任务量将比 2011 年有所降低。

我们的假设是：由于明年保障房集中竣工压力很大，2012 年的保障房开工量调低为 800 万套，低于 1000 万套的原规划开工量；各个年份开工的保障房分三年竣工，且竣工量集中在第二和第三年释放；竣工保障房当年入住，当期产生空调需求；由于保障房家庭的购买力相对较低，且部分家庭原来拥有空调，保障房家庭空调保有量为城镇居民家庭保有量的 50%。如果考虑保障房从竣工到居民入住的时滞，保障房拉动的空调销量将更为有限。

从预测数据可以看出，保障房建设拉动的空调需求并不明显，2012 年预测需求仅为 368.6 万台。

表 6：2011-2014 年保障房预测竣工量逐年分解

单位：万套	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
开工量	340	590	1000	800	700	600	500
用三年分解的预测竣工量		33	295	236			
			100	500	400		
				40	400	360	
					35	350	315
						30	300
竣工量合计			395	776	835	740	
保有量（台/百户）			59.4	63.0	66.7	70.7	
保障房带动空调需求（万台）			127.1	368.6	537.6	557.1	

资料来源：国都证券研究所

6、国内总需求三年复合增长 10.3%

我们预测的 2012—2014 年国内空调需求增速为 11.1%、10.9%和 8.8%，保持平稳增长。我们预测的 2011 年国内空调需求量为 5500 万台左右，而实际工厂内销出货量将超过 6000 万台，多出来的部分，增加了商业渠道的库存。

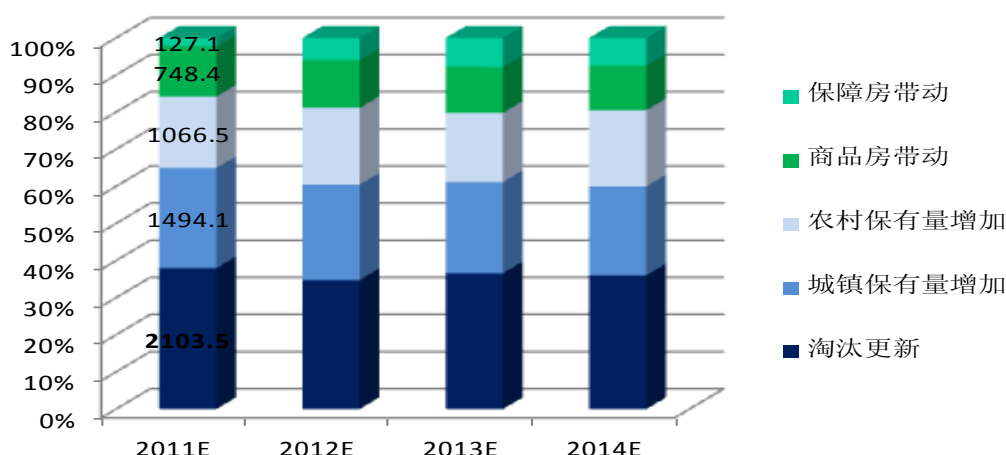
表 7：2011-2014 年国内空调需求量预测

单位：万台	2011E	2012E	2013E	2014E
淘汰更新需求	2103.5	2140.5	2500.0	2679.1
农村家庭保有量增加需求	1066.5	1270.9	1270.9	1525.0
城镇家庭保有量增加需求	1494.1	1583.8	1678.8	1779.5
商品住宅带动需求	748.4	793.3	840.9	891.4
保障房带动需求	127.1	368.6	537.6	557.1
合计	5539.6	6157.1	6828.2	7432.1
YOY		11.1%	10.9%	8.8%

资料来源：国都证券研究所

按照我们的预测，在“十二五”期间，淘汰更新需求未来几年都稳定在国内总需求的 30%左右，仍将是国内空调市场的主力需求；更新需求、城镇和农村保有量增加需求占国内总需求的 80%左右，房地产带动的空调需求不会超过 25%。

图 24: 2011-2014 年国内预测空调需求量分解 (万台)



资料来源：国都证券研究所

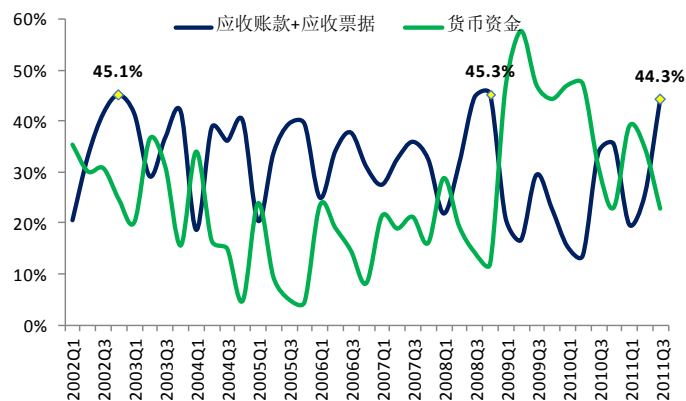
三、行业格局：库存压制产销，寡头格局强化

1、库存压制产量释放，10%或是产量增速上限

我们认为，2012 年国内空调市场的最大压力来自高企的产能和库存（工厂+渠道），而不是房地产的销售面积。此外，商业渠道的空调库存量很难统计，也增加了不确定性。2011 冷年结束时，工厂和渠道的库存合计在 1600 万台以上。部分业内人士预计，目前的全行业家用空调库存量（工厂+渠道）达到 2000 万台。

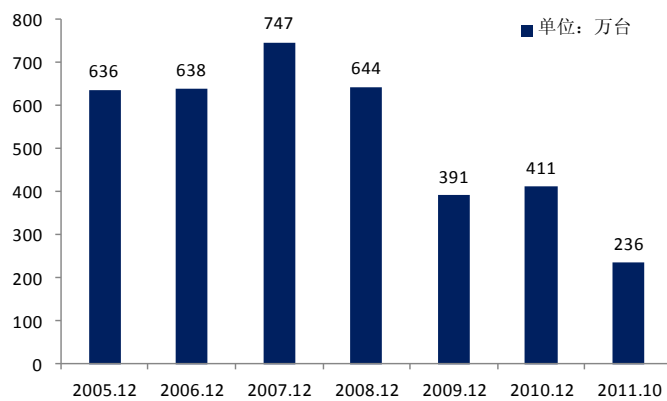
除上海、深圳、珠海三地的销售公司外，格力的大部分销售公司都未纳入上市公司合并报表，因此经销商及零售终端的存货情况难以在报表中反映。单从格力的资产结构来看，渠道及终端的销售回款情况应该不是很乐观，2011 年三季度末，格力的“应收账款+应收票据”在总资产中的比重，已经上升到 44.3%，非常接近 10 年来的最高值。

图 25: 格力总资产结构



资料来源：WIND

图 26: 国内空调压缩机工厂库存量



资料来源：产业在线

今年 10 月底，国内空调压缩机厂家的合计库存为 236 万台，显著低于 2005-2010 年底的水平。这或许意味着，压缩机工厂开始主动减少库存，应对空调产量的萎缩。

我们乐观假设，明年年初到年底，工厂和渠道的库存净增加量为零，不出现挤压产量的“去库存”局面，那么工厂产量≈国内需求量+国外需求量。国内需求量增长的确

定性较高，但预测增速也就是在 11%左右，而国外需求量有较大的不确定性，能维持低个位数增长就已不易。综合来看，10%可能是明年国内空调产量增速的上限。

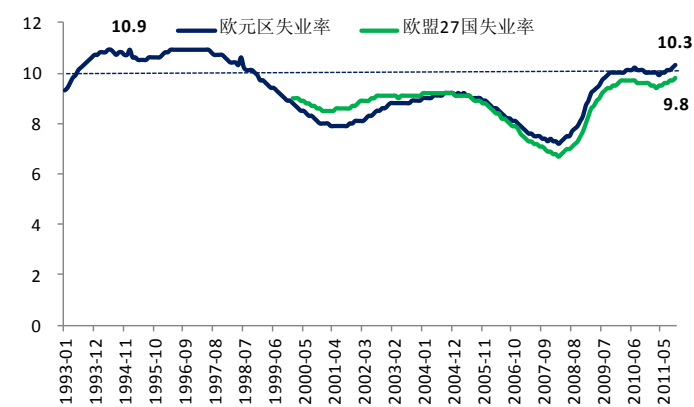
2011 冷年结束后，美的等部分空调企业已经着手清理商业渠道的库存，其中，美的的清理渠道库存工作将持续到 2012 年 1 月前后。如果宏观形势不利局面继续恶化，出口量继续显著下滑，同时房地产继续“量价齐跌”，那么挤压家用空调产量的“去库存”局面必将延续，2012 年家用空调产量可能将零增长甚至负增长。

2、出口或现负增长

从今年 8 月到 10 月，空调单月出口量同比增速逐月明显下降，分别为-6.2%、17.5%和 23.4%。9 月，我国向六大洲的空调出口量全部同比下降，合计占空调出口量 70%以上的亚洲、北美洲、拉丁美洲、欧洲，出口量全部出现负增长。9 月，南半球空调消费开始进入旺季，但我国对拉丁美洲和大洋洲的空调出口量分别下降 29.0%和 24.1%。

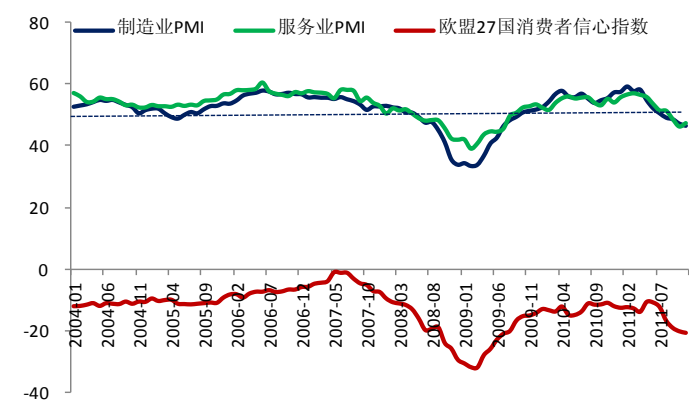
我们认为，明年欧洲经济形势乃至全球经济形势存在极大的不确定性，2012 年的空调出口量最多只能出现低个位数的增长，出现负增长是大概率事件。

图 27：欧盟失业率



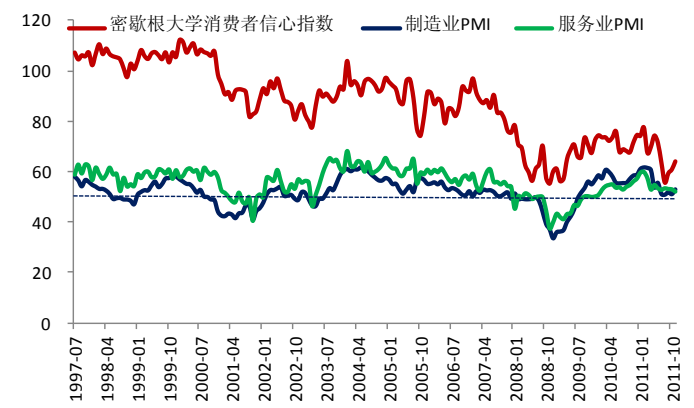
资料来源：WIND

图 28：欧元区经济景气度指标



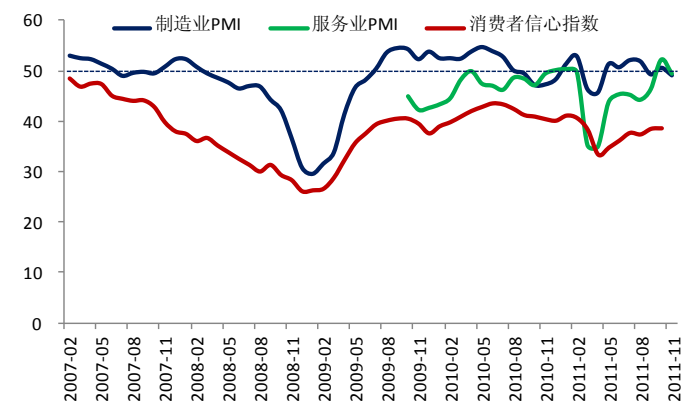
资料来源：WIND

图 29：美国经济景气度指标



资料来源：WIND

图 30：日本经济景气度指标



资料来源：WIND

世界空调产能虽然主要集中于中国，但国内企业出口订单主要以 OEM 为主，利润空间不大。即使是在出口量大幅增长的 2011 冷年，也有龙头企业的部分出口订单出现亏损的现象。我们认为，随着空调行业集中度不断提高、双寡头格局的强化以及

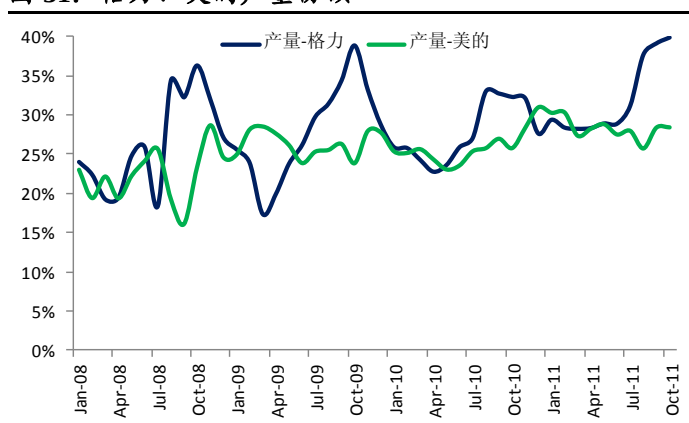
大宗商品价格明显回落，空调出口毛利率低的情况有望得到改善。

3、盈利能力平稳，寡头格局强化

中国空调行业已经形成典型的“双寡头”格局，格力和美的合计的市场份额已经接近 70%，而格力、美的、海尔、志高合计的市场份额已达到 75%以上，龙头企业对价格的控制力很强，行业发生大规模价格战的可能性较小，大宗商品和原材料价格可能将持续回落，行业整体的盈利能力有望保持相对平稳。

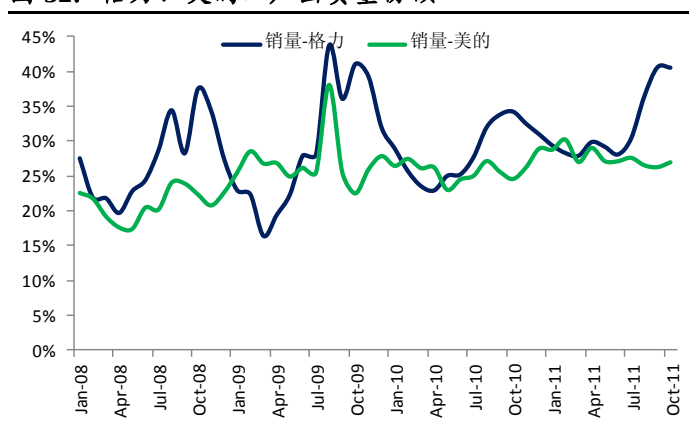
此外，美的已经明确提出调整结构的战略转变，由追求规模转向追求效益，少接甚至不接毛利率低的海外订单，通过优化整合部门和人员，着力压缩成本和三项费用。我们认为，美的此举虽然短期造成产销增速下滑，但长期有利于企业乃至行业的健康发展。

图 31：格力、美的产量份额



资料来源：产业在线

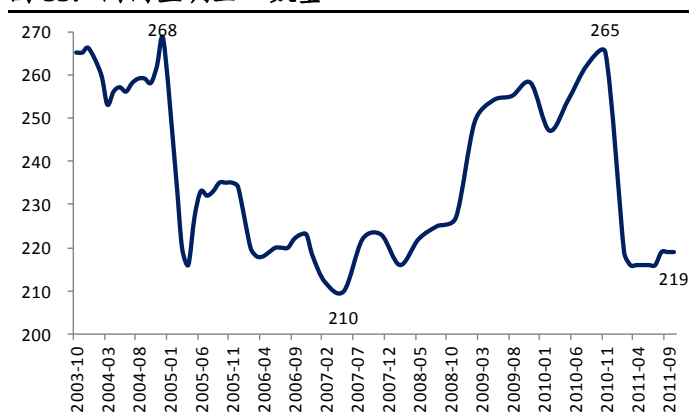
图 32：格力、美的工厂出货量份额



资料来源：产业在线

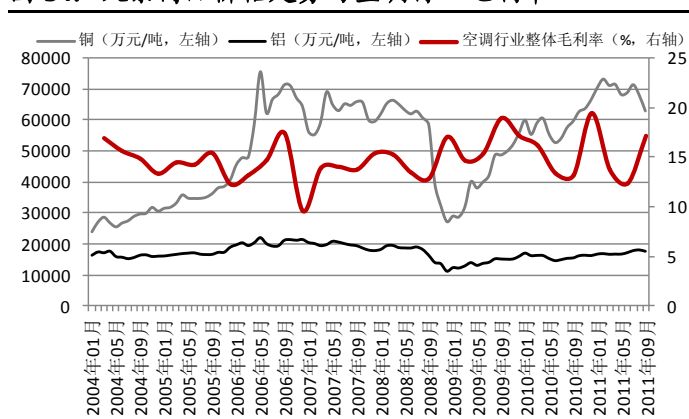
我们认为，近三年来空调行业的整体繁荣期已经过去，部分规模小的企业将在不利形势下退出市场，虽然行业集中度已经很高，但从企业数量来看，格力等龙头企业的市场份额仍然有提高空间，盈利能力水平将持续好于行业整体水平。

图 33：国内空调企业数量



资料来源：国家统计局、WIND

图 34：大宗商品价格走势与空调行业毛利率



资料来源：WIND

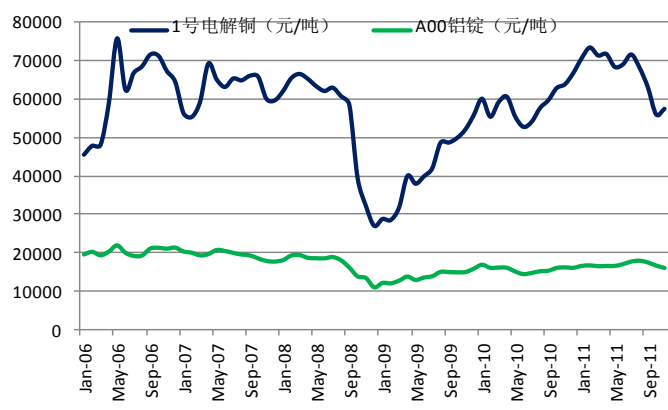
空调的压缩机、钢材和铜在成本中的占比相对较大，分别为 33%、30%和 20%，压缩机行业集中度较高，价格波动幅度较小，我们关注钢材和铜的价格变化对空调成本的影响。

2011 年以来，铜、铝、镀锌板、ABS 等空调用主要工业原材料价格明显下降。我

们预计，在库存高企和出口形势压力下，终端空调价格或将小幅下降，但明年全球大宗商品价格大幅上涨的可能性很小，全年仍将稳中有降，空调行业仍可保持毛利率的相对平稳。

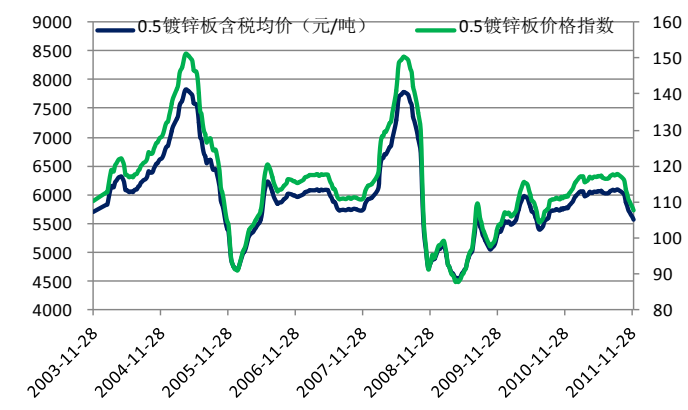
从历史数据也可以看出，在空调产量和库存增速持续下降的 2007 年 8 月—2009 年 1 月，得益于不断下降的大宗商品价格，空调行业的毛利率反而实现了增长，且格力和美的的毛利率增长得更为明显。

图 35：国内铜、铝价格走势



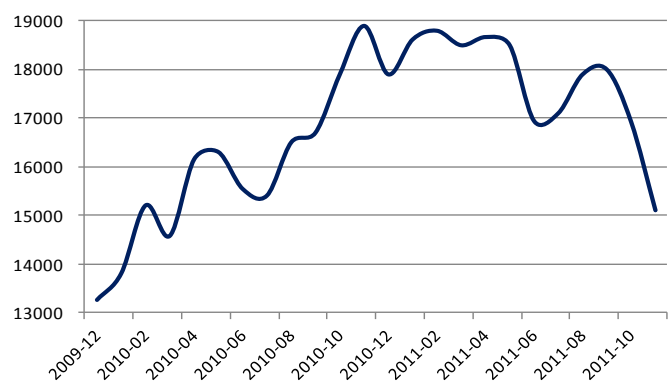
资料来源：WIND

图 36：空调用镀锌板价格走势



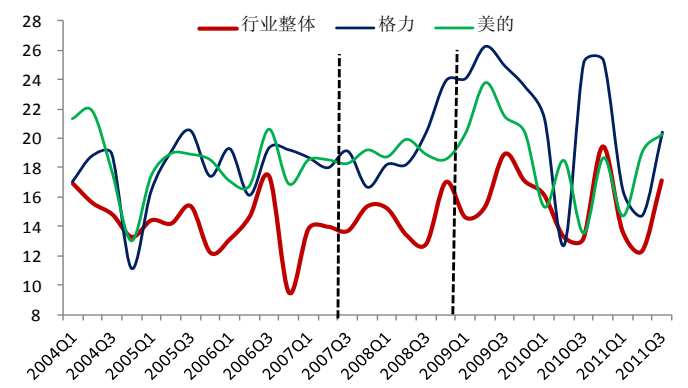
资料来源：中国钢铁工业协会、WIND

图 37：国内 ABS 树脂（757K）价格走势



资料来源：WIND

图 38：空调行业、格力、美的分季度毛利率



资料来源：国家统计局、WIND

四、投资建议：继续谨慎观望，格力仍是首选

1、维持家用空调行业“短期_中性，长期_A”评级

结合国内外经济形势，我们认为，2012 年的冷年开端的不利局面或许标志着家用空调行业高速增长期已经过去，我们继续维持家用空调行业“短期_中性，长期_A”的投资评级。主要原因包括以下两点：

第一，2012 年空调行业的最大压力来自高企的产能和库存（工厂+渠道），从历史数据分析，投资者需提防“去库存”引发的空调产量增速持续回落，10%可能是明年国内空调产量增速的上限。如果国外主要经济体的宏观基本面继续恶化，中国空调出口量继续显著下滑，同时房地产继续“量价齐跌”，那么挤压家用空调产量的“去库存”局面必将延续，2012 年家用空调产量可能将零增长甚至负增长。

第二，A 股整体估值仍将缓慢回落，空调龙头作为大市值的成熟行业公司，估值将不可避免地受到不利影响。我们认为，从 2012 年开始，2009 年新股发行重启后新发行的上市公司“大非”开始陆续解禁，再加上中小市值新股供应量不断增加，A 股供应量仍将长期持续显著增加，A 股整体估值继续下移是大概率事件，空调龙头作为大市值制造业公司，完全有可能出现利润平稳增长、估值水平缓慢下降的情况。

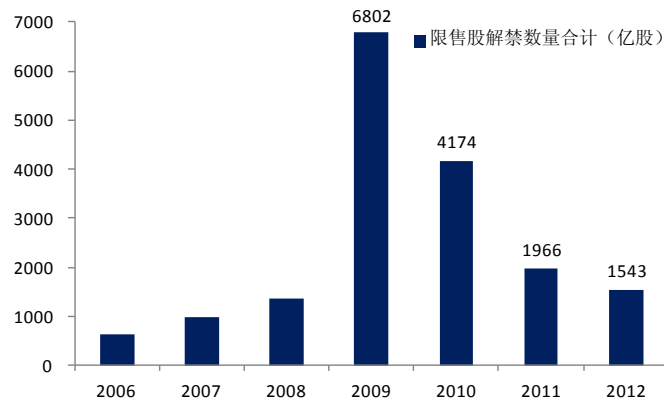
我们认为，空调行业虽然面临高库存和出口下滑的压力，但空调内需增长确定性较强，大宗商品价格将继续回落，行业寡头垄断格局将继续强化，行业仍有利好因素支撑。近期股价的持续下跌可能将提前反映行业在 2012 年一季度的不景气，如果明年一季度空调行业上市公司随大势出现明显的估值修复行情，投资者将迎来非常好的减仓机会或波段交易机会。

图 39: 沪深 300PE 与空调行业 PE (TTM 整体法) 对比



资料来源: WIND

图 40: 2006-2012 年 A 股解禁规模



资料来源: WIND

2、投资首选格力电器

我们认为，在不利的家用空调产销形势下，终端销售价格压力较大，依据规模、盈利能力、制冷产业链延伸能力、渠道控制能力、股价历史表现来选择投资标的，格力仍然是空调行业的首选。

图 41: 格力电器相对沪深 300 指数涨幅



资料来源: WIND

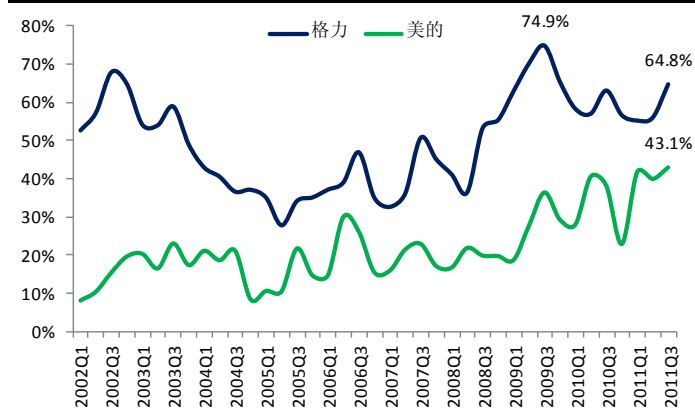
图 42: 美的电器相对沪深 300 指数涨幅



资料来源: WIND

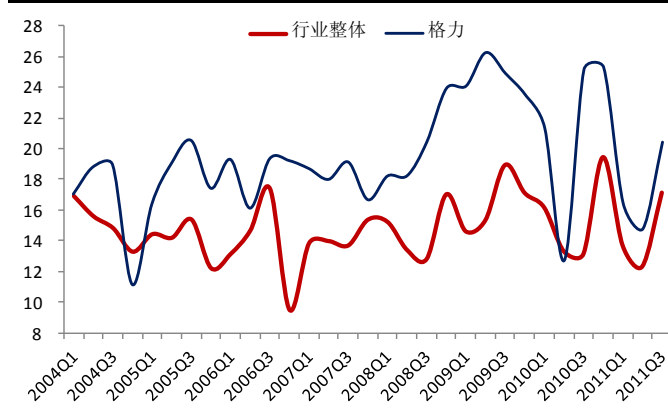
格力的“货币资金+应收票据”在总资产中的比重近年来一直在 60%左右，2011 年三季度末的比重高达 64.8%，财务安全性很高。在行业整体高库存的压力之下，投资者更应该重视流动性好的龙头公司。

图 43: 格力电器货币资金+应收票据在总资产中的比重



资料来源: WIND

图 44: 格力与空调行业整体毛利率对比



资料来源: WIND

投资者需要注意的风险因素是, 格力的强势地位导致渠道高库存和经销商的资金压力, 销售公司承担更多的经营风险, 这在格力的 2011 年三季报中已经体现得非常明显。如果宏观经济形势出现重大不利变化, 那么格力将以“返利”的方式和销售公司共度难关, 必然明显增加销售费用。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com