

空调库存升至历史新高，一季度产销量或继续下滑

家用空调 12 月产销数据点评

核心观点

日前，产业在线发布国内空调厂家 12 月产销数据。12 月，家用空调产销量分别为 715 万台和 611 万台，同比分别下降 17.8% 和 19.7%；内销 325 万台，出口 286 万台，同比分别下降 22.3% 与 16.5%。工业厂家库存 1198 万台，比 11 月大幅增加近 104 万台，超过 2008 年 2 月 1174 万台的历史高点。

1、高库存制约产销量释放。产销持续负增长以及库存升至历史高点，证实了部分企业和研究机构的判断，即工厂和商业渠道的家用空调库存总量已超过 2000 万台。截至 2011 年 12 月底，空调单月库存/销量比升至 2.0，也是两年多来的最高值。

2、在春节因素、消费习惯和高库存的影响下，2012 年 1-2 月，家用空调产销量增速持续回落的局面可能仍将延续。只有在政策大力扶持、需求大量释放的 2009 冷年，出现过空调产量增速见底后快速回升，同时工厂库存明显下降的极为有利局面，其他大部分时间，工厂库存和产量基本都呈同向运动态势，即“去库存”引发产销增速回落。从历史数据看，空调产量增速拐点明显提前于库存增速拐点，当产量增速明显回落、库存高位徘徊之后，一般会出现工厂产量和库存双降的“去库存”现象，而现在工厂库存仍在不断攀升，工厂层面的“去库存”还未出现。

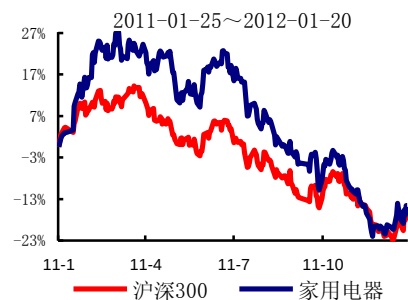
3、12 月空调内销量下降 22.2%，是 2009 年 1 月以来的最大单月降幅，表明下游渠道出货不畅，库存仍然较高。家用空调国内需求的不确定性较高，未来三年需求的年复合增长率达到 10% 左右，城镇和农村的空调保有量仍有很大提升空间。但 2012 冷年以来，工厂单月内销量持续下降且降幅持续扩大，表明商业渠道压货较多，制约了工厂内销出货量。

4、我们维持原有预测，10% 可能是 2012 年国内家用空调产量增速的上限。2012 年国内家用空调需求量增长的不确定性较高，但预测增速也就是在 11% 左右，而国外需求量有很大不确定性，能维持低个位数增长就已不易，再加上高库存的影响，家用空调整体产量很难超过 10%。

5、今年二季度，欧洲局势、欧债危机的解决路径有望明朗，家用空调进入销售旺季，行业有望真正迎来转机。具体表现为：工厂库存持续环比下降、内销量同比回升或仅仅微降、出口量降幅明显缩小。

6、继续维持家用空调行业“短期_中性，长期_A”的投资评级。在出现上述有利信号前，建议投资者以观望为主，以反弹来看待本次白电股的上涨，等待形势明朗后的、确定性高的投资机会。投资者必须提防最为不利的局面：如果欧洲出现重大不利事件，家用空调出口量继续显著下滑，房地产销售“量价齐跌”，那么挤压家用空调产量的“去库存”局面必将持续，2012 年家用空调产量可能将零增长甚至负增长。

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业专题-家用电器:高库存和出口低迷或引发产量增速下滑，保持谨慎观望》 2011-12-19

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	18.77	1.52	1.85	2.10	12.3	10.1	8.9	3.28	中性-A	19.50
美的电器	000527	13.38	1.00	1.14	1.30	13.4	11.7	10.3	2.37	中性-A	13.68

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、产销继续下滑，库存升至历史新高	4
1、库存升至 1198 万台，创历史新高	4
2、格力表现相对较好，寡头垄断格局强化	5
二、一季度难回暖，转机待二季度	5
1、一季度产销量或继续下滑	5
2、二季度或迎来转机	6
三、投资建议：维持行业中性评级	7

图表目录

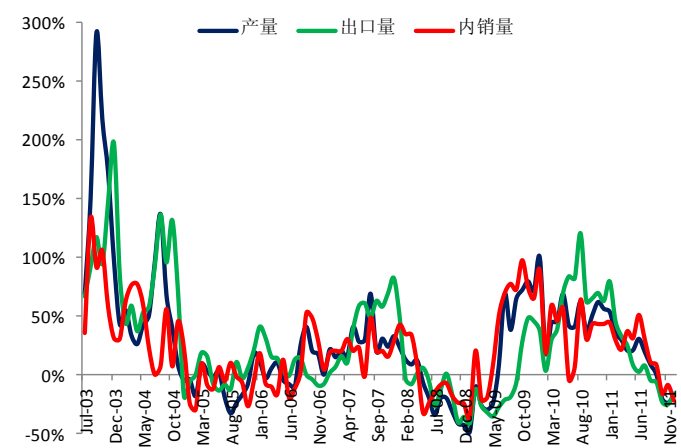
图 1: 单月空调产销、出口量同比增速	4
图 2: 单月空调出口量同比增速	4
图 3: 家用空调工厂单月库存、产量同比增速	4
图 4: 家用空调工厂单月库存/销量比	4
图 5: 家用空调单月产量占比	5
图 6: 家用空调公司年产量占比	5
图 7: 家用空调单月工厂出货量占比	5
图 8: 家用空调公司年出货量占比	5
 表 1: 春节前后家用空调工厂内销出货量 (万台)	6
表 2: 春节前后家用空调出口量 (万台)	6
表 3: 春节前后家用空调工厂总销量 (万台)	6

一、产销继续下滑，库存升至历史新高

1、库存升至 1198 万台，创历史新高

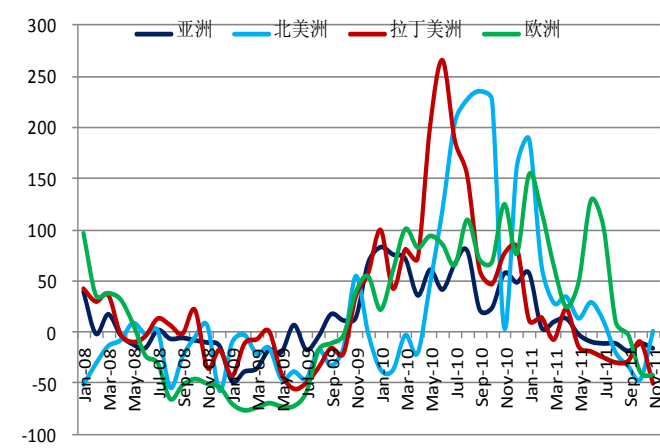
2012 冷年前五个月，国内家用空调产量、销量、内销量、出口量分别为 3402.0 万台、3224.8 万台、2072.8 万台和 1152.0 万台，比上年同期分别下降 11.7%、9.4%、5.4%和 15.8%。

图 1：单月空调产销、出口量同比增速



资料来源：产业在线

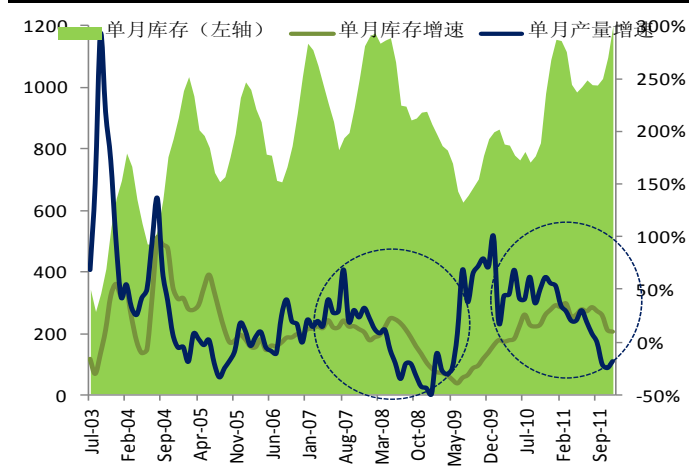
图 2：单月空调出口量同比增速



资料来源：产业在线

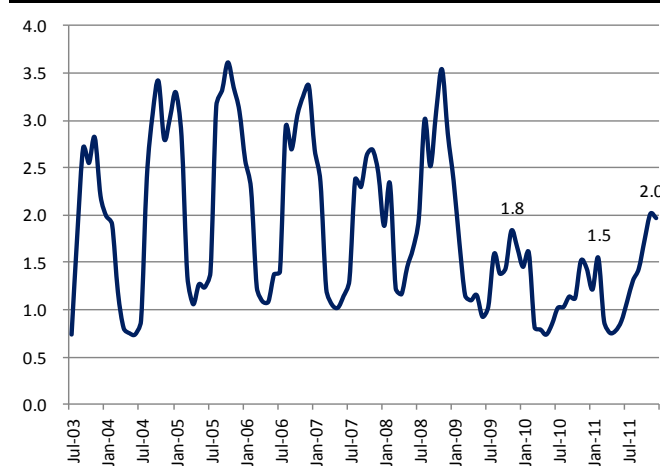
12 月底，工业厂家家用空调库存 1198 万台，比 11 月大幅增加近 104 万台，超过 2008 年 2 月 1174 万台的历史高点。截至 2011 年 12 月底，空调单月库存/销量比升至 2.0，也达到两年多来的最高值。工厂层面的空调库存不断攀升，工厂层面的“去库存”还未出现。

图 3：家用空调工厂单月库存、产量同比增速



资料来源：产业在线

图 4：家用空调工厂单月库存/销量比



资料来源：产业在线

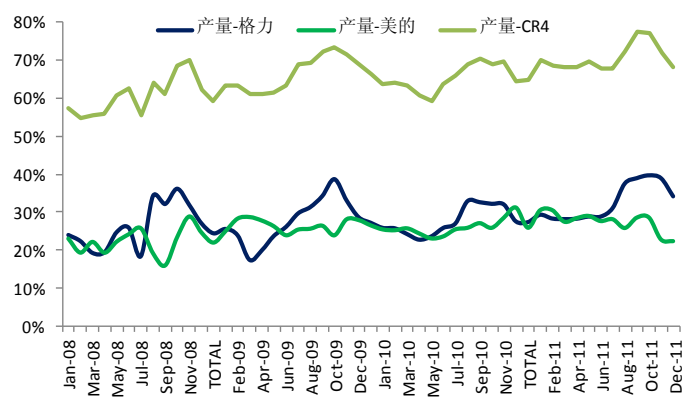
值得注意的是，12 月空调工厂内销量同比下降 22.2%，是 2009 年 1 月以来的单月最大降幅，表明下游渠道出货不畅，库存仍然较高。产销持续负增长以及工厂库存升至历史高点，证实了部分企业和研究机构的判断，即工厂和商业渠道的家用空调库存总量已超过 2000 万台。高企的产能和库存，仍然是 2012 冷年空调企业面临的重大风险。

2012 冷年以来的五个月，空调出口量同比下滑 15.8%，速度超过了产量和内销量下滑的速度。2011 年 10 月和 11 月，南半球的拉丁美洲和大洋洲进入空调消费旺季，但我国对其的空调出口量分别下降 10.4 %、51.1%和及 64.4 %、52.2%。欧洲经济的低迷也影响到空调出口，10 月和 11 月，我国对欧洲的空调出口量同比下降 40.2%和 42.9%。

2、格力表现相对较好，寡头垄断格局强化

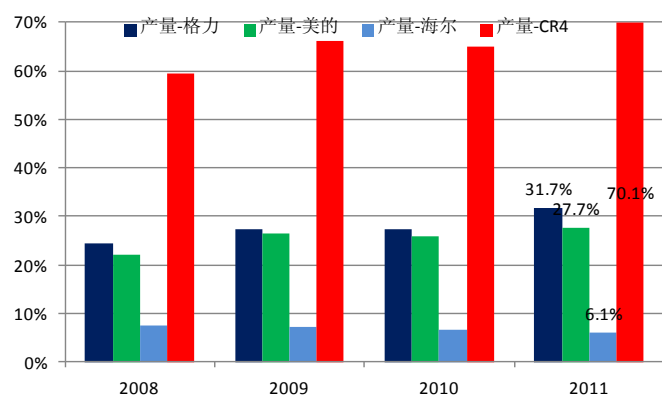
12 月，格力、美的、海尔的内销出货量分别为 160 万台、60 万台、24 万台，同比分别增长 7%、-52%、-11%；出口量分别为 55 万台、80 万台、11 万台，同比分别下降 35%、16%、8%。

图 5：家用空调单月产量占比



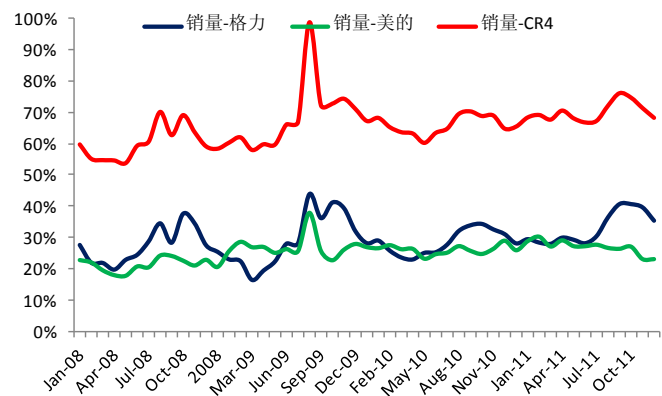
资料来源：产业在线

图 6：家用空调公司年产量占比



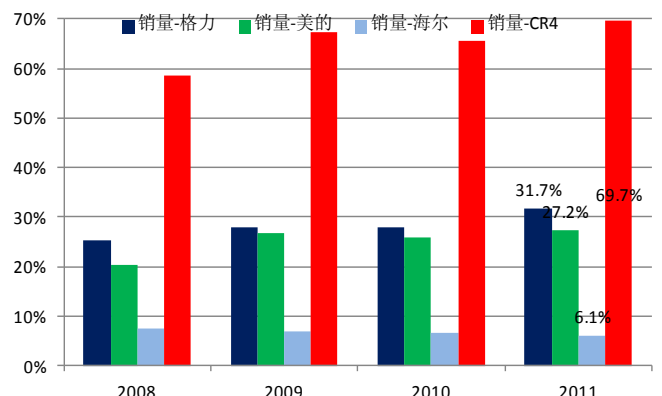
资料来源：产业在线

图 7：家用空调单月工厂出货量占比



资料来源：产业在线

图 8：家用空调公司年出货量占比



资料来源：产业在线

由于美的推行由追求规模增长到追求效益增长的转型，销售体制有所变化，且近几个月来一直在清理渠道库存，因此内销出货量下降较快。虽然 12 月 CR4 产销量占比下降，但从 2011 年全年来看，其产销量在全行业中的占比仍然明显提高至 70% 左右。

二、一季度难回暖，转机待二季度

1、一季度产销量或继续下滑

由于季节因素、春节假期和消费习惯，第一季度是空调内销的淡季。历史数据显示，一般情况下，每年的 1-2 月，厂家内销出货量逐月环比减少。在国家家电政策刺激下，

2011 年一季度空调内销出货量基数较高，且目前工厂层面的“去库存”还未开始，2012 年一季度产销量将继续承受高基数、高库存的压力，1、2 月份的内销出货量同比负增长的可能性较大。

表 1: 春节前后家用空调工厂内销出货量（万台）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
12 月	114.6	150.3	184.2	175.0	182.3	234.4	176.5	291.5	417.7
下年 1 月	121.0	158.1	119.1	141.0	167.9	239.5	151.8	287.6	415.3
下年 2 月	95.8	155.6	108.9	100.4	120.9	162.6	195.9	232.3	300.5
下年 3 月	145.5	256.8	281.1	252.1	302.8	405.9	318.9	507.2	615.2

资料来源：产业在线

表 2: 春节前后家用空调出口量（万台）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
12 月	46.9	139.4	113.3	136.9	125.6	228.4	145.3	211.0	342.9
下年 1 月	104.1	192.3	180.5	253.6	256.6	379.8	220.2	301.7	540.4
下年 2 月	179.6	257.5	256.2	335.2	356.5	341.8	298.0	306.7	443.9
下年 3 月	232.4	368.3	435.7	500.5	577.9	528.7	386.4	498.8	661.3

资料来源：产业在线

历史数据显示，几乎历年 1-3 月都会出现空调出口量逐月环比大幅增长的情况，弥补了淡季内销难以放量的不足，使工厂总销量数据逐月环比走强。因此，投资者需要关注 1-3 月家用空调出口量同比、环比的增速是否有所好转，这也是二季度空调产销数据继续好转的先兆之一。

表 3: 春节前后家用空调工厂总销量（万台）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
12 月	161.6	289.6	297.5	311.9	307.9	464.7	321.8	502.5	760.6
下年 1 月	225.2	350.4	299.6	394.6	424.5	619.3	372.0	589.3	955.7
下年 2 月	275.4	413.1	365.1	435.6	477.4	504.4	493.9	538.9	744.4
下年 3 月	377.9	625.1	716.8	752.6	880.7	934.6	705.3	1006.0	1276.5

资料来源：产业在线

从每年的 3 月份开始，家用空调产销进入旺季，空调产销量环比 2 月一般都有 50% 以上大幅增长。从 2003 年至今，只有 2009 年 3 月的产销量出现过同比负增长。但 2011 年 3 月份的空调总销量基数高达 1276.5 万台，是历史第二高单月销量，在高基数和高库存压力下，3 月的总销量仍有可能负增长。综合国际经济形势来看，2012 年一季度产销量负增长的可能性较大。

2、二季度或迎来转机

今年一季度末，欧洲局势、欧债危机的解决路径有望明朗。房地产调控可能迫使更多的地产公司降价促销，进而拉动空调销售。4 月旺季来临后，家用空调有望出现转机，表现为：工厂库存持续环比下降、内销量同比回升或仅仅微降、出口量降幅明显缩小。在出现上述有利信号前，建议投资者以观望为主，以反弹来看待本次白电股的上涨。

值得注意的是，2011 年 4 月的家用空调总销量高达 1343.2 万台，为历史最高单月销量，同年 5 月和 6 月的总销量分别高达 1271.0 万台和 1142.8 万台，也是历史较高单月销量，较高的基数可能制约 2012 年二季度的空调销量增速。

三、投资建议：维持行业中性评级

我们维持原有预测，10%可能是2012年国内家用空调产量增速的上限。2012年国内家用空调需求量增长的确性较高，但预测增速也就是在11%左右，而国外需求量有很大不确定性，能维持个位数增长就已不易，再加上高库存的影响，家用空调整体产量很难超过10%。（参见家用空调行业专题报告《高库存和出口低迷或引发产量增速下滑，保持谨慎观望》）

我们继续维持家用空调行业“短期中性，长期A”的投资评级。投资者需要提防最为不利的局面：如果欧洲出现重大不利事件，家用空调出口量继续显著下滑，房地产销售“量价齐跌”，那么挤压家用空调产量的“去库存”局面必将持续，2012年家用空调产量可能将零增长甚至负增长。

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±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	zhangjingyj@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