

空调

署名人：袁浩然 CPA

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人：郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxue Mei@cjis.cn

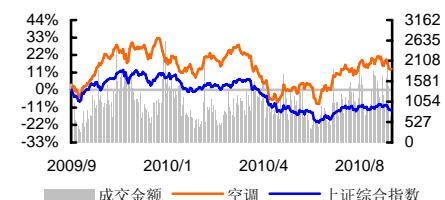
评级调整：-

行业基本资料

上市公司家数	6
总市值（亿元）	1326
占A股比例（%）	0.26%
平均市盈率（倍）	62.08

行业表现

(%)	1M	3M	6M
空调	-1.64	12.24	-6.28
上证综合指数	-2.03	3.00	-15.62



相关报告

- 《美的电器-传闻引发股价调整 正是中线布局良机》 2010-9-16
- 《青岛海尔-第二期股权激励方案点评》 2010-9-14
- 《美的电器-冰洗增长翻倍，后续空间仍大》 2010-8-30

空调行业

看好

空调销售“高温不退”

投资要点：

- 2010年8月空调销量739万台，同比大幅增长81.2%，8月高温天气带动空调销售大增，同比增速以及销量均创同期历史新高。当月内销472万台，同比增长64.7%，且是在去年同比78.3%的高基数下的增分品牌来看，当月格力、美的总销量分别为235和200万台，同比分别增长88.8%和90.5%，均高于行业平均增速，市占率分别提高至31.8%和27.1%。两寡头市占率合计58.9%。
- 累积数据上看，2010年1-8月空调销量内外销合计6648万台，同比增长48.3%。内外销都保持较为强劲的增速。内销2150万台，同比增长35.5%，7、8月份持续高温天气的催化下，空调销售继续呈现旺盛态势，前期空调补贴政策调整的影响已基本消化。同时，下一阶段地产会出现销售量增长，这将有效消除市场对空调销售的悲观预期。出口3214万台，同比增长49.5%。我们认为：空调出口量仍有增长空间，主要表现在：1)俄罗斯等高纬度地区出现高温天气，未来北方空调需求增加将会有有效撬动空调全球总销量增长。另外，东南亚、南亚市场也在蓬勃发展中。2)中国家电的国际竞争力会继续保持，市场份额不会下降。中国家电的竞争力并不是只有成本优势。我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平，这些都是具有一定国际竞争力的。而这些优势是短期内不可复制或转移的。
- 分月度来看，今年8月在高温天气影响下，空调销售旺盛，呈现淡季不淡的特征。从去年7月算起，已连续14月空调旺销。8月空调销售80%以上的高增长超出市场预期。从主要空调厂商反映的情况看，目前美的、格力等均出现产能不足，9月都在加班加点安排生产。8月底格力、美的分别公布增发预案，布置空调扩产计划，正是当前空调龙头企业产能不足的表现。
- 品牌格局上，1-8月，美的、格力总销量分别为1722万台和1699万台，市占率分别为25.9%和25.6%，同比增长分别为38%和43.3%。1-8月格力内销1171万台，同比增长28.8%，市占率34.1%居行业第一。美的销量913万台，同比增长33.5%，市占率26.6%。外销来看，1-8月美的出口销量786万台，同比增长43.7%，出口市占率24.5%维持行业第一的绝对优势。格力出口551万台，同比增长88.5%，增长势头迅猛，市占率提高3.6个点达17.1%。
- 风险提示：地产调控政策加码，压抑股价。

公司代码	重点公司	EPS09	EPS10	EPS11	股价(9.20)	PE09	PE10	PE11	投资评级
000651	格力电器	1.03	1.21	1.50	13.87	13.4	11.5	9.2	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	0.94	1.15	14.69	24.1	15.6	12.8	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.43	1.89	22.24	25.9	15.6	11.8	强烈推荐

目 录

一、当月数据 (10年8月)	3
1.1 2010年8月当月数据历史同比	3
1.2 2010年8月当月数据分品牌分析.....	4
二、累计数据 (10年1-8月)	5
2.1 累计数据同比: 出口增长 49.5%, 内销增长 35.5%	5
2.2 分月度数据比较	6
2.3 分品牌比较 (1-8月累计数)	8
三、相关公司	9

图表目录

表 1: 年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	5
表 2: 相关公司一览	9
图 1: 当月产销数据历史同比 (单位: 万台, %)	3
图 2: 当月内外销数据历史同比 (单位: 万台, %)	3
图 3: 当月数据分品牌分析	4
图 5: 总销量月度数据 (单位: 万台, %)	6
图 6: 内外销月度数据 (单位: 万台, %)	7
图 7: 1-8月分品牌总销量占比	8
图 8: 1-8月分品牌总销量同比增长	8

一、当月数据（10年8月）

1.1 2010年8月当月数据历史同比

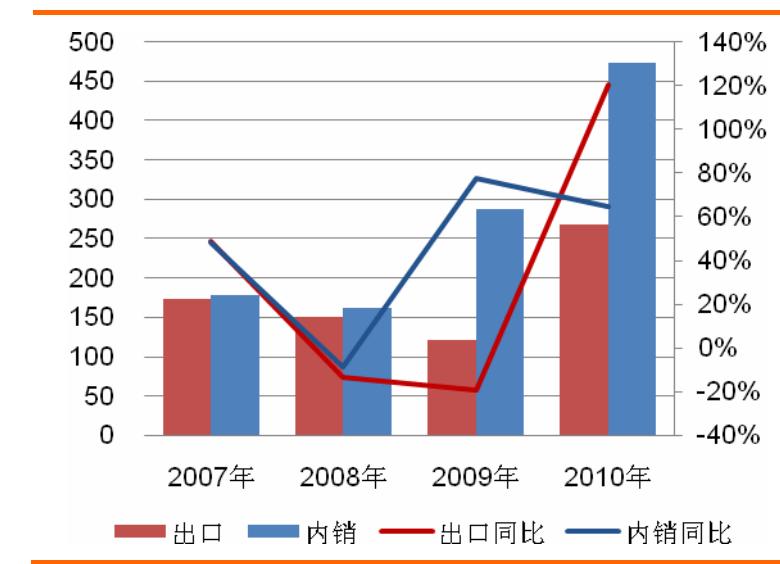
图 1：当月产销数据历史同比（单位：万台，%）



资料来源：产业在线

2010年8月空调销量739万台，同比大幅增长81.2%，8月高温天气带动空调销售大增，同比增速以及销量均创同期历史新高。

图 2：当月内外销数据历史同比（单位：万台，%）

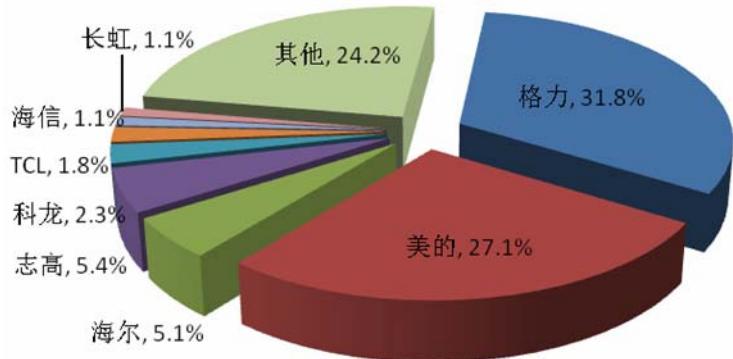


资料来源：产业在线

当月内销472万台，同比增长64.7%，且是在去年同比78.3%的高基数下的增长。出口销量高速增长更为明显，外销266万台，大幅增长120.2%。

1.2 2010 年 8 月当月数据分品牌分析

图 3：当月数据分品牌分析



资料来源：产业在线

分品牌来看，当月格力、美的总销量分别为 235 和 200 万台，同比分别增长 88.8% 和 90.5%，均高于行业平均增速，市占率分别提高至 31.8% 和 27.1%。两寡头市占率合计 58.9%。其中格力内销 190 万台，同比增长 67%，外销 45 万台，低基数下同比大增 309%。而美的内外销也均有较大幅度增长，内销 135 万台，同比增长 93%，外销 65 万台，同比增长 86%。

8 月，志高空调销售 40 万台，同比增长 66.7%，市占率维持在 5.4%。其中内销 21 万台，同比增长 68%，外销 19 万台，同比增长 65%。

海尔空调 8 月销售 38 万台，同比增长 37.7%，市占率 5.1%。内销 31 万台，同比增长 20%，外销 7 万台。

二、累计数据（10年1-8月）

2.1 累计数据同比：出口增长 49.5%，内销增长 35.5%

表 1：年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1-8月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2010 年	6648	3214	3434	48.3%	51.7%
同比增长	41.9%	49.5%	35.5%		
2009 年	4684	2150	2534	45.9%	54.1%
全年数据					
2009 年	6,586	2,819	3,766	43%	57%
同比增长	0.9%	-20.9%	27.0%		
2008 年	6,528	3,563	2,965	54%	46%
同比增长	-6.5%	-5.9%	-7.3%		
2007 年	6,981	3,785	3,197	54%	46%
同比增长	25.7%	30.3%	20.8%		
2006 年	5,552	2,905	2,647	52%	48%
同比增长	5.9%	11.3%	0.5%		
2005 年	5,243	2,609	2,634	50%	50%

资料来源：产业在线

由于空调销售有较强季节性，加上第三方统计可能存在的时间截止偏差，单月数据有一定局限性，不足以说明整体形势，累积数据更具有说服力。

2010 年 1-8 月空调销量内外销合计 6648 万台，同比增长 48.3%。其中出口 3214 万台，内销 2150 万台，同比增长分别为 49.5% 和 35.5%。内外销都保持较为强劲的增速。

国内市场，上半年空调销售增长迅猛。5 月份销售增长迅猛，一定程度上受能效补贴影响。6 月份开始施行新的能效补贴，部分干扰了空调厂商的出货节奏和产品定价。6 月份销售有所回落，但 7、8 月份持续高温天气的催化下，空调销售继续呈现旺盛态势。另一方面，上半年房产调控对家电销售预期形成一定压力，房地产交易持续低迷三个月之后，至少从成交量的角度，已经开始有所松动。随着时间的推移，未来无论房价走势如何，成交量都会逐步放大，尽管家电销售有一段时间的滞后效应，但是市场对家电（主要是空调）销售的担心已下降。

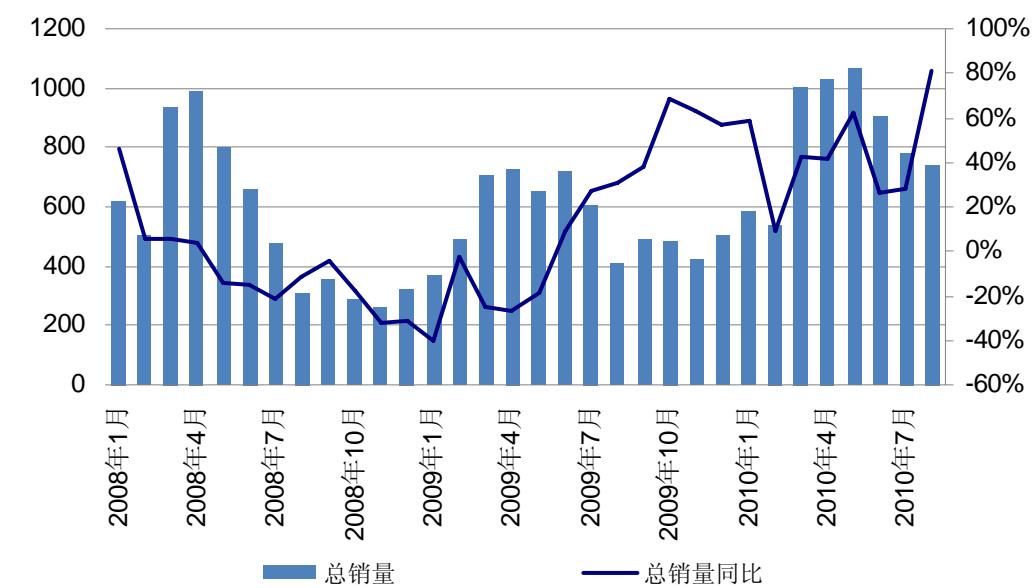
另一方面，7 月份后空调涨价明显，既包括直接提价，也包括新品推出拉动价格，综合上涨幅度近一成，完全可以覆盖节能补贴下调。

出口依然强劲恢复，金融危机的影响从今年 1 月开始已逐步消退。1-8 月出口保持旺盛增长，出口占比近 48.3%，相比 09 年全年 43% 的占比大幅提升，同比增长 49.5%。

空调出口量仍有增长空间，主要表现在：1) 俄罗斯等高纬度地区出现高温天气，未来北方空调需求增加将会有效撬动空调全球总销量增长。另外，东南亚、南亚市场也在蓬勃发展中。2) 中国家电的国际竞争力会持续保持，市场份额不会下降。中国家电的竞争力并不是只有成本优势。我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平，这些都是具有一定国际竞争力的。而这些优势是短期内不可复制或转移的。

2.2 分月度数据比较

图 4：总销量月度数据（单位：万台，%）



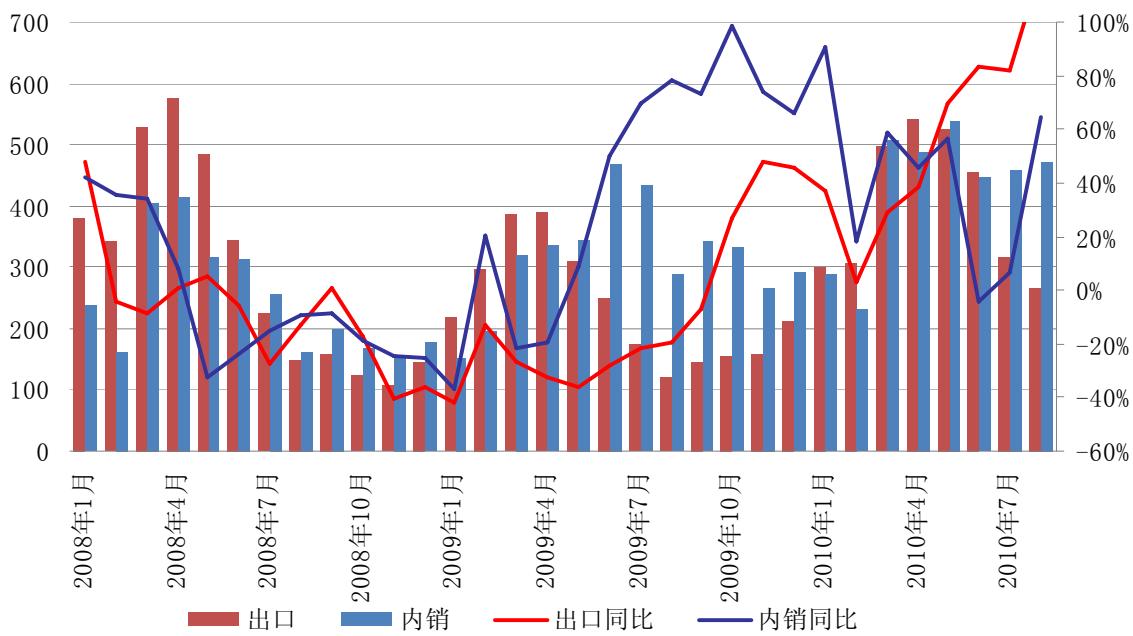
资料来源：产业在线

分月来看，空调销售有较强的季节特征，3-7月销量占全年销售50%以上。08年金融危机影响下08年下半年到09年初销量低迷，低基数部分造成09年下半年来空调总销量同比高位增长。

从历史销售情况看，8月后，空调销售进入淡季。但今年8月在高温天气影响下，空调销售旺盛，呈现淡季不淡的特征。从去年7月算起，已连续14月空调旺销。8月空调销售80%以上的高增长超出市场预期。从主要空调厂商反映的情况看，目前美的、格力等均出现产能不足，9月都在加班加点安排生产。8月底格力、美的分别公布增发预案，布置空调扩产计划，正是当前空调龙头企业产能不足的表现。

空调未来销量会有一定的增长驱动力，至少前期房产调控对空调销售预期形成的压力已趋缓。从2010年全年来看，全年总销量依然能维持较高的增长，空调行业全年至少会有35%以上的增长。

图 5: 内外销月度数据 (单位: 万台, %)



资料来源：产业在线

月度内外销来看，内销同比增长在经过去年的高速增长后，6月份和7月份受补贴政策影响同比增速出现回落，同时5月份加速出货，透支了部分消费，内销增速有所下滑。8月份高温天气催化下，同比64.5%创近期新高。9月后，随着秋后气温转凉，旺季的结束，以及09年下半年高基数原因，预计同比增速会有所回落。但全年来看，内销至少有25%以上的增长。我们也应该看到，目前我国空调的保有量相对不高，地区差别较大。随着空调销售企业价格调整到位，未来空调内销市场仍会保持10%左右稳定增长。

2009年11月开始，随着外围经济的转暖，出口逐渐恢复以及高温天气影响，外销同比增速保持在40%左右的水平。本期外销同比120%，延续前期出口高增速，单月出口量266万台，属历史同期最高水平。

空调出口销量持续的高增长，我们认为：**劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对国家电出口的负面影响有限。**

- 1) 全球经济的增长，人们实际收入不断增加，居民收入与空调等家电单体价值量比值不断降低。空调已不再是高端耐用消费品，更多的成为日常必需消费品，从而空调等家电的销售受经济周期影响有限。
- 2) 市场上有观点认为未来劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对国家电出口产生压制，这种推断只是理论上推断，带有一定主观臆断性，实证检验上未必能够成立。从近期家电出口数据上看并没有任何减缓的趋势。
- 3) 中国家电的竞争力并不是只有成本优势。我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平，

这些都是具有一定国际竞争力的。而这些优势是短期内不可复制或转移的。

综上，短期内劳动力成本上升等负面因素对家电并没有太大影响。中长期来看，这些问题能够成为国内家电企业加快技术创新，提高产品附加值实现从中国制造到中国创造的转型。同时，一些低附加值的小企业在洗牌中被淘汰，进一步优化产业生态。

2.3 分品牌比较（1-8月累计数）

图 6: 1-8月分品牌总销量占比

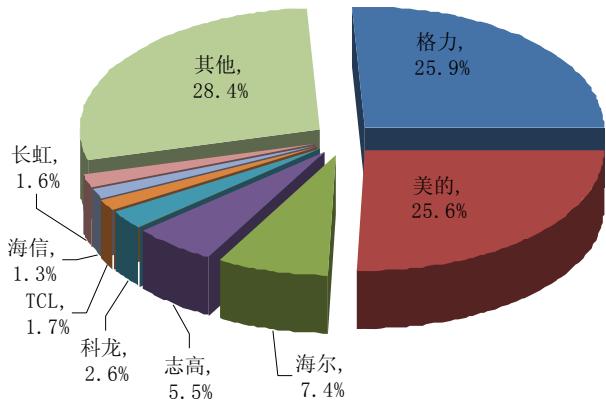
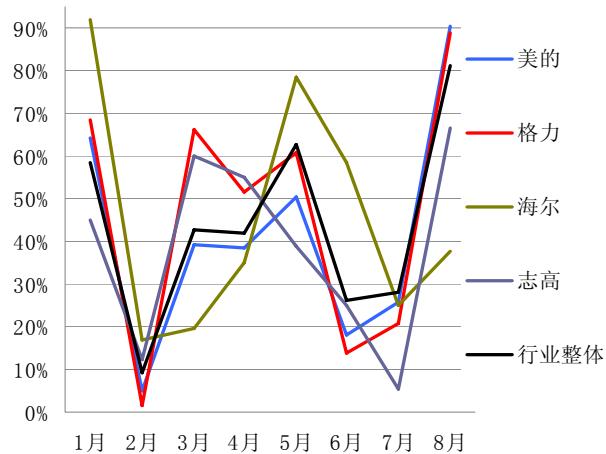


图 7: 1-8月分品牌总销量同比增长



资料来源：产业在线

空调行业经过多年的充分竞争，品牌集中度较高。1-8月累积各品牌市占率基本与上年持平。前四家市占率合计超64%。美的、格力总销量分别为1722万台和1699万台，市占率分别为25.9%和25.6%，双寡头销量合计已占据半壁江山。

增速各不相同，1-8月各品牌月度同比增速上看，美的、格力增速基本与行业持平，同比增长分别为38%和43.3%。海尔市占率不足8%，累积增长41.8%，与行业持平。志高、科龙等二线品牌由于本身销量就不大，受政策刺激以及市场回暖影响波动较大，加上前期金融危机中受损严重前期基数较低，1-8月同比均以超市场增速恢复。

内销上，1-8月格力销量1171万台，同比增长28.8%，市占率34.1%居行业第一。美的销量913万台，同比增长33.5%，市占率26.6%。海尔内销326万台，同比增长38.8%，市占率9.5%。

外销来看，1-8月美的出口销量786万台，同比增长43.7%，出口市占率24.5%维持行业第一的绝对优势。格力出口551万台，同比增长88.5%，增长势头迅猛，市占率提高3.6个点达17.1%。志高出口188万台，同比增长29.2%。海尔出口销量169万台，同比增长48.0%。

三、相关公司

表 2: 相关公司一览

公司代码	重点公司	EPS09	EPS10	EPS11	股价 (9.20)	PE09	PE10	PE11	投资评级
000651	格力电器	1.03	1.21	1.50	13.87	13.4	11.5	9.2	强烈推荐
000527	美的电器	0.61	0.94	1.15	14.69	24.1	15.6	12.8	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.43	1.89	22.24	25.9	15.6	11.8	强烈推荐

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

袁浩然，中投证券研究所家电行业研究员，工学学士，金融学硕士，CPA，4年会计师事务所审计工作经验，3年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅，中投证券研究所家电行业研究员，南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验，曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434