

# 渠道弹性确保短期业绩，一户多机带来长期成长

## ——当前时点下对空调行业成长性的再审视

行业动态

### ◆引言：

在家电的各个子板块中，空调无疑是关注度最高的一个。2018H1 板块龙头表现良好，内销端同比增速达 40%及以上。但 2018 年 7 月空调零售增速转负，叠加地产调控政策和社零增速的整体下滑，引发了市场较大担忧。投资者对空调龙头的基本面情况产生疑虑：

(1) 中短期视角：持有人对空调终端需求的放缓幅度产生担忧，以及板块龙头中短期业绩增长中枢是否需要下修？

(2) 长期视角：观望者则更担心地产调控下的增速降档是否意味着行业天花板已经来临，空调行业中长期成长性的逻辑是否需要修正？

首先，对于中短期龙头业绩确定性的担忧，本文将通过对短期经营的沙盘推演，定量测算新冷年下行业需求、企业出货和渠道库存，对比分析几种情景假设下龙头的经营表现，探究其业绩确定性还在不在。

然后，通过对成熟的日本空调市场进行复盘，对比国内空调普及和成长历史，探究支撑空调行业过去高速成长的核心驱动力是否仅仅是地产销量的上行。进而回答市场对行业长期发展的担忧：支撑行业成长空间和需求弹性的核心因素有没有发生变化，行业天花板究竟在哪里？

所以，这篇报告希望通过详实的数据和测算，回答市场对于空调行业短期确定性和长期成长性的疑问，进而帮助投资者打消疑虑，回归理性。

### ◆投资建议：

**短期看：**对于空调 7~8 月零售端的小幅下滑无需过度悲观，我们通过对龙头短期经营周期进行定量的情景测算，认为其全年的业绩确定性和持续性依旧保持，无需下修业绩预期。

**长期看：**地产调控带来的增速降档并不意味着行业成长性逻辑发生改变，支撑空调行业需求良好增长的本质驱动因素为其独特的一户多机属性。而对比经历过地产崩盘的日本空调普及历史，国内保有量尚处低位+地产逐步温和回复+更新升级趋势良好，所以随着偏低的居民收入对有效需求的压制被逐步打开，行业中长期成长性依旧，并未触及潜在天花板。

在当前行业弱市、市场风险偏好持续下行的背景下，市场对稳增长、高确定性的资产配置需求只会不断上升，白电龙头“物以稀为贵”的逻辑会进一步凸显。

我们建议关注：**美的集团**（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际，已停牌）、**格力电器**（三大白点中估值水平最低）、**青岛海尔**（三大白中经营周期更优，具备一定阿尔法）。

◆风险提示：经济增速放缓、地产销量下滑、原材料成本上涨。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
600690	青岛海尔	15.32	1.14	1.28	1.46	13	12	11	买入
000333	美的集团	40.30	2.61	3.08	3.64	15	13	11	买入
000651	格力电器	37.08	3.72	4.71	5.30	10	8	7	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 2018-9-14 收盘价

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-22169123

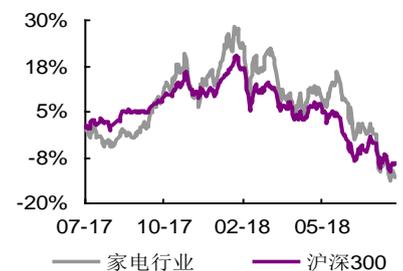
[jinxing@ebsec.com](mailto:jinxing@ebsec.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-22169171

[ganjun@ebsec.com](mailto:ganjun@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



### 相关研报

从三大白电财报差异看经营模式差异——白电行业财报及产业分析

..... 2018-09-06

家电龙头经营较为规范，未来动态竞争反而更加受益——社保缴存新规对家电上市公司影响点评

..... 2018-09-04

基本面温和放缓，后续确定性增长仍有保障——家电行业 2018 年中报总结

..... 2018-09-02

## 目 录

<b>一、短期基本面：零售放缓但确定性无忧，格力出货节奏定调行业增长中枢</b> .....	5
1、2018 上半年回顾：增速放缓已有预期，实际增速好于预期 .....	5
2、需求预判：旺季需求未断崖式下跌；地产拖累下，后续需求预计温和放缓 .....	7
3、格力出货节奏定调短期行业增长中枢，库存水平决定增长可持续性 .....	9
<b>二、第一个问题：中国家电处于什么普及阶段？</b> .....	13
1、普及阶段划分：冰洗基本完成，空调/厨电尚在路上 .....	13
2、增长情况回溯：空调/厨电增长性显著领先 .....	15
<b>三、第二个问题：支撑空调需求增长的弹性究竟来自哪里——定量分析空调的一户多机属性</b> .....	16
1、宏观空间：一户多机带来巨大弹性，空调保有量空间尚足 .....	16
2、微观结构：空调/厨电成长性同样良好，但驱动因素却大有不同 .....	17
<b>四、最后的问题：中长期空间——中国空调内销规模的天花板究竟在哪里？</b> .....	21
1、保有量空间：居民收入水平提升将不断拉升保有量天花板 .....	22
2、出货量空间：总保有量有望稳步提升，出货量天花板并未到达 .....	23
<b>五、投资建议</b> .....	25
<b>六、风险因素</b> .....	26

## 图表目录

表 1：激进策略下，格力美的渠道库存水平动态变化.....	11
表 2：温和策略下，格力美的渠道库存水平动态变化.....	12
表 3：中日家庭家电消费阶段对比.....	14
表 4：主要家电品类需求结构测算（单位：%）.....	20
表 5：日本分区域空调保有量情况（两户以上家庭，台/百户）.....	22
表 6：保有量和出货量符合增速测算（测算至 2025 年）.....	25
图 1：产业在线内销出货量数据（万台）及同比增速.....	5
图 2：奥维云网推总零售数据（万台）及同比增速.....	5
图 3：2016H2 之后空调出货量同比增速转正.....	6
图 4：2017 年旺季后空调渠道库存基本清零.....	6
图 5：空调行业线下 ASP 同比增长情况.....	6
图 6：2017 年空调原材料价格步入上行通道.....	6
图 7：奥克斯内销市占率逐步提升.....	7
图 8：龙头垄断地位依旧稳定.....	7
图 9：空调内销终端销量季节占比情况.....	8
图 10：空调内销出货量季节占比情况.....	8
图 11：现房/期房销售面积周期波动情况.....	8
图 12：空调零售量同比与地产滞后调整系数关系.....	8
图 13：上一轮空调销量增速放缓持续了约 4 个季度.....	9
图 14：地产底部周期一般持续 3~4 个季度左右.....	9
图 15：空调历史内销出货量和同比增速回顾.....	10
图 16：2010 年至今空调行业周期回顾.....	10
图 17：日本家电普及的三阶段（左轴：普及率，右轴：人均 GNI，千美元）.....	13
图 18：中国城镇主要家电保有量水平（台/百户）.....	15
图 19：中国农村主要家电保有量水平（台/百户）.....	15
图 20：空冰洗出货量复合增速情况.....	16
图 21：主要品类总保有量测算（万台）.....	16
图 22：中日空冰洗产品普及率对比（%）.....	17
图 23：中日主要品类保有量对比（台/百户）.....	17
图 24：中日空调百户保有量（台）和经济水平（右轴，单位美元）对比.....	17
图 25：国内空调保有量水平地区分化较大（台/百户）.....	18
图 26：江苏和陕西人均 GDP 水平对比（元）.....	18
图 27：空调总保有量提升速度显著快于其他（万台）.....	18
图 28：各品类总保有量提升情况（万台）.....	18
图 29：中国家用电器购置的驱动因素拆解（%）.....	20

图 30：日本家用空调购置驱动因素占比（%） .....	20
图 31：冰箱销量与地产滞后调整系数一致性较低.....	21
图 32：洗衣机销量与地产滞后调整系数一致性较低 .....	21
图 33：空调零售量同比与地产滞后调整系数关系.....	21
图 34：油烟机零售量同比与地产滞后调整系数关系 .....	21
图 35：内地各省份保有量水平和夏季平均温度关系（台/百户，度） .....	23
图 36：高温区域保有量主要受收入限制（台/百户，元） .....	23
图 37：夏季凉爽区域需求主要受天气影响（台/百户） .....	23
图 38：日本空调户均保有量和内销出货情况.....	24
图 39：日本空调保有量和出货端增速 .....	24
图 40：空调总保有量增速依旧维持 10%左右（万台） .....	24
图 41：国内空调保有量和出货端增速 .....	24

## 一、短期基本面：零售放缓但确定性无忧，格力出货节奏定调行业增长中枢

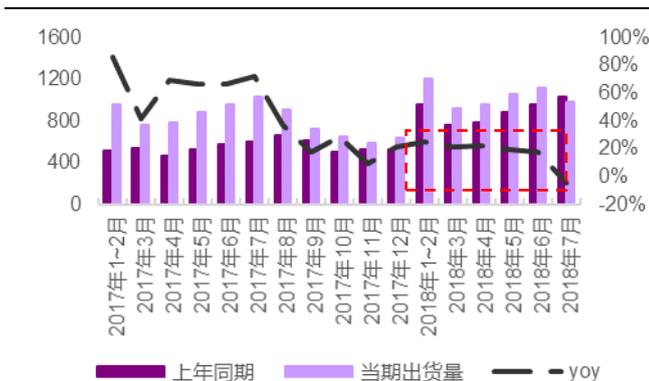
### 1、2018 上半年回顾：增速放缓已有预期，实际增速好于预期

在 2017H2 起出货增速逐步放缓的预期下，市场对 2018H1 增速预期较为悲观。2017H1 叠加地产+天气+库存周期等多方面因素，空调内销出货量出现爆发式增长，同比增速达 60%~80%，并最终带动全年内销出货量一举跨越横亘多年的 6000 万~7000 万台的台阶，达到 8800 万台以上。但是 2017Q3 起行业出货增速逐步出现回落，进一步叠加 2017H1 的高基数效应，市场对 2018H1 的增速忧虑更甚。

◆ 但实际情况：终端需求良好+前期渠道库存历史低位双因素叠加，2018 年上半年实际出货量增速超市场悲观预期。

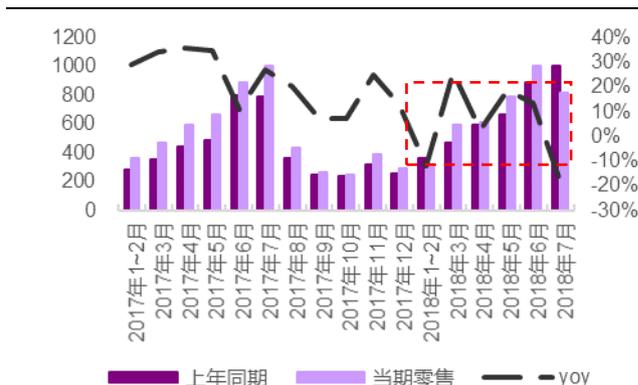
从零售端看，随着三月春季装修旺季的到来，空调促销活动的积极开展以及地产销量依旧保持正向拉动，实际零售端需求良好。高基数下，3~6 月份主要龙头安装卡依旧保持同比 15%~20% 的较快增长，并未出现进一步的环比放缓甚至下滑，好于市场悲观预期。

图 1：产业在线内销出货量数据（万台）及同比增速



资料来源：产业在线，光大证券研究所

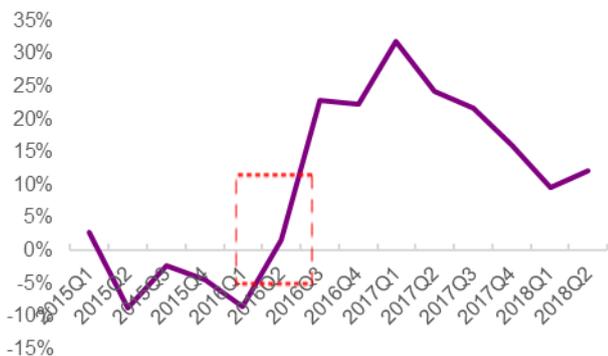
图 2：奥维云网推总零售数据（万台）及同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

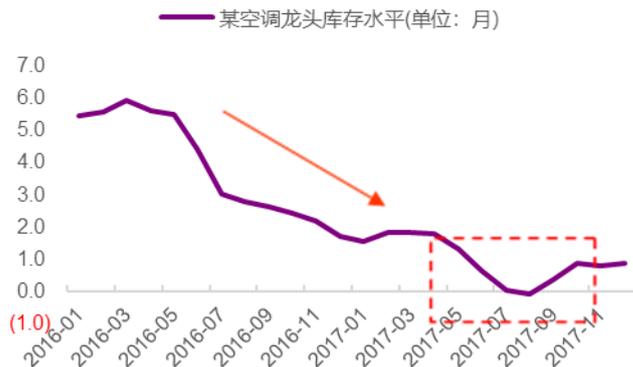
从出货端看，2016H2 以来空调行业需求逐步回暖，高位的渠道库存逐步得到消化，叠加 2017 年旺季空调需求的超预期增长，当年旺季结束后，行业的渠道库存基本全部清空。所以 2017 年 9 月新冷年开盘后，一直至 2018H1，行业整体处于补库存周期中，出货端弹性得以进一步加强。根据产业在线统计，2018H1 行业整体出货端实现 21% 左右同比增长，环比基本持平，未曾放缓。

图 3：2016H2 之后空调出货量同比增速转正



资料来源：产业在线，公司资料，光大证券研究所测算

图 4：2016~2017 年空调渠道库存变动情况



资料来源：产业在线，公司资料，光大证券研究所测算

◆ 看完量的增长情况，再来看影响行业收入增速的另一个维度：价格。

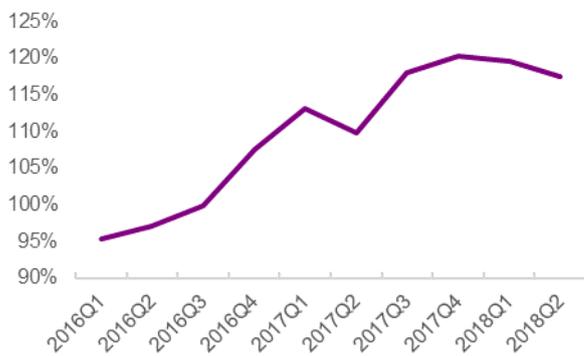
受益本轮产品提价周期，2018H1 价格提升红利继续。除去销量增速保持良好之外，提价红利在 2018H1 也一定程度拉动了行业增长。2016H2 起，由于需求端改善以及渠道库存水平的降低，空调行业开启了新一轮的产品升级和提价周期。在 2017 年，大宗商品原材料价格一路上涨，在终端需求旺盛的情况下，为消化成本端压力，龙头公司在 2017 年下半年带头进行产品结构调整和提价。所以 2018H1 空调价格依旧有个位数的同比增长。

图 5：空调行业线下 ASP 同比增长情况



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 6：2017 年空调原材料价格步入上行通道



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

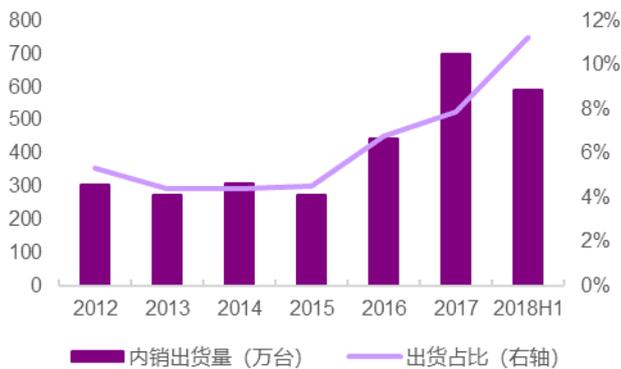
◆ 分析完行业的量价增长，最后来看行业的竞争格局和龙头的表现。

龙头坚持适度规模下利润率提升，行业格局依旧稳定。在 2016 年以来，产品升级和提价周期中，龙头追求利润端的改善，毛利率稳步提升。但这也在客观上营造出了相对宽松的行业环境，奥克斯等低价品牌得以从低成本电商渠道切入，取得较快增长。但总体来看，龙头凭借大规模生产分销带来的成本和渠道优势依旧稳固，行业格局依旧保持稳定。

行业龙头格力/美的 2018H1 凭借自身的产品端和渠道端的优势，均实现了超越行业的增长。格力/美的 2018H1 空调收入的同比增速分别为 39%/28%，其中内销收入的同比增速均达到 40% 甚至以上。

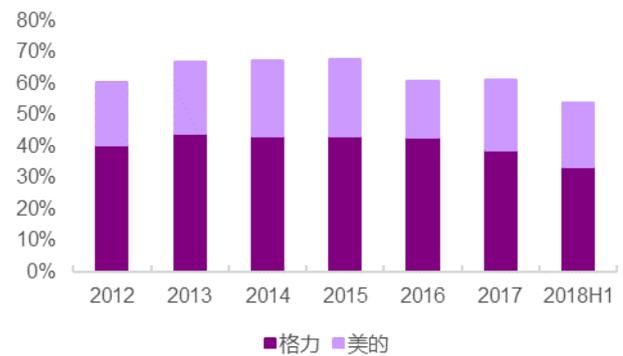
所以总结来看，需求超预期叠加提价的小幅拉动，2018H1 行业整体运行情况超市场预期，但一切的转折点来自于 2018 年 7 月空调安装卡增速出现了同比下滑。

图 7：奥克斯内销市占率逐步提升



资料来源：产业在线，公司公告，光大证券研究所

图 8：龙头垄断地位依旧稳定



资料来源：产业在线，光大证券研究所

## 2、需求预判：旺季需求未断崖式下跌；地产拖累下，后续需求预计温和放缓

根据市场调研和企业沟通，空调龙头七月安装卡普遍出现 10%~15% 的同比下滑，而根据奥维推总数据，7 月行业零售量同比下滑 18%。需求端的突然下滑引发市场强烈担忧。

对于这样的下滑我们将从两个角度进行分析和解读：

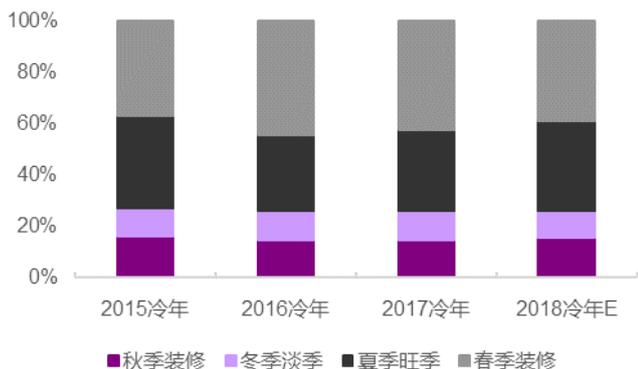
### ◆ 旺季整体来看：单月波动无需过度解读，旺季整体需求并未断崖下跌

首先，我们将每年的空调需求分为四个阶段来综合考察：3~5 月为春季装修、9~11 月为秋季装修，这两个阶段终端需求情况主要受到地产销量的影响；6~8 月为空调销售旺季，受到地产和天气的综合影响；而 12~2 月为全年销售的淡季，销售占比较低。

对于旺季来讲，安装卡增速不仅受到地产销量影响，还会受到天气、安装卡结算节奏等短期不可测因素的影响，所以月度销量增速出现一定波动在所难免。相较往年，今年入夏较早，多地 5 月便出现极端高温现象。所以高基数下，6 月安装卡依旧保持 15%~20% 左右的增长。虽然 7 月份安装卡出现两位数的同比下滑，但根据公司的反馈，八月安装卡增速又普遍出现回暖。

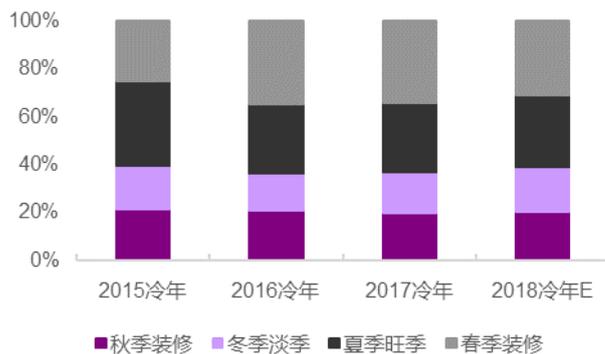
若按照 8 月安装卡零增长来计算，2018 冷年整体旺季需求预计与去年同期基本持平甚至略有增长，较春季装修季 15%~20% 的较快增速有所放缓，但是需求并未出现断崖式下跌，无需恐慌。

图 9：空调内销终端销量季节占比情况



资料来源：奥维云网，光大证券研究所  
注：冷年指前一年 9 月至当年 8 月，下同。

图 10：空调内销出货量季节占比情况

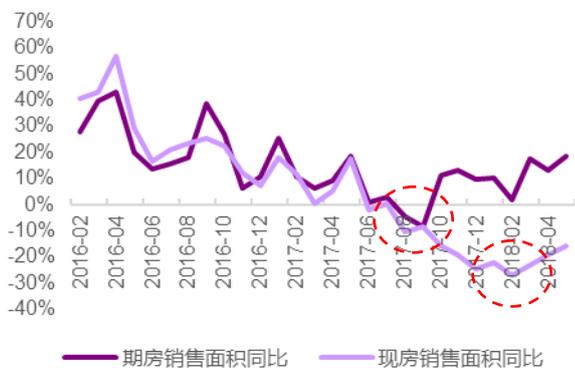


资料来源：产业在线，光大证券研究所  
注：2018 年 8 月销量数据为按照 5% 同比增速预测。

◆ 后续展望：地产调控滞后效应逐步显现，零售端逐级放缓

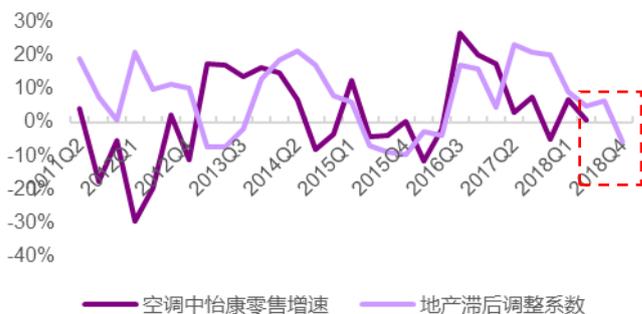
地产对空调需求的拖累效应预计在 2018Q3~Q4 逐步显现。在地产宏观调控的背景下，国内期房和现房销售增速分别于 2017Q3 以及 2018Q1 见底，根据我们的测算，一般空调的安装滞后现房销售两个季度，滞后期房销售五个季度。所以对现房和期房的销量分别进行滞后调整，绘制出地产滞后调整系数与空调零售同比增速的关系，发现两者一致性较强。从地产滞后系数来看，2018Q3~2018Q4 地产因素逐步由前期的拉动（滞后系数同比正增长）转变为拖累（滞后系统同比下滑）。

图 11：现房/期房销售面积周期波动情况



资料来源：国家统计局，光大证券研究所  
注：数据截止 2018 年 6 月

图 12：空调零售量同比与地产滞后调整系数关系

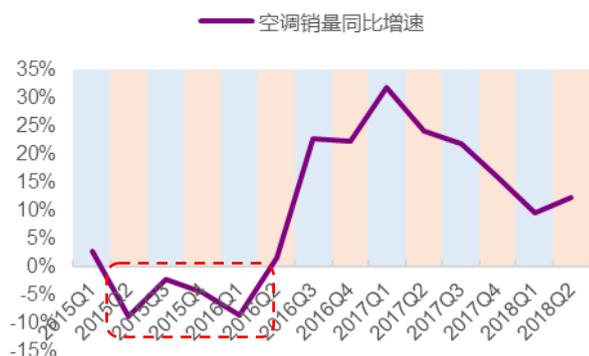


资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算  
注：地产滞后调整系数截止到 2018Q4

所以放眼秋季装修季（9~11 月），地产调控带来的销量下滑效应预计对空调销量有所影响。新冷年开盘后，零售端增速会趋势性放缓。

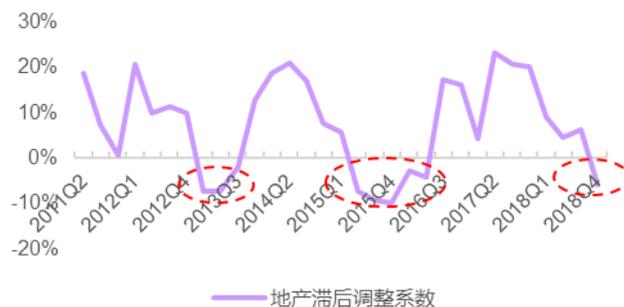
进一步考虑 2019 年零售端增速，若将天气等不可预测因素剔除，我们预计地产产生的拖累效应会持续到 2019H1。2019H2 起拖累效应会逐步出现边际减弱，并逐步正向拉动。同时进一步考虑到 2018 年 H1 的高基数效应，预计 2019 年全年同比增速呈现前低后高的状态，2019H1 零售需求同比为 -5%~0% 小幅下滑，2019H2 增速有望同比转正，重新实现 10% 左右温和增长，全年整体维持低个位数的温和增长。

图 13：上一轮空调销量增速放缓持续了约 4 个季度



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 14：地产底部周期一般持续 3~4 个季度左右



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，数据截止 2018Q4

### 3、格力出货节奏定调短期行业增长中枢，库存水平决定增长可持续性

在对新冷年开盘后的需求情况有了大概的判断后，我们将在这一部分以此为基础对空调龙头的业绩做出判断。

#### ◆ 在进行情景测算前，我们首先简单回顾下 2012 年之后的空调行业周期

**激进压货策略下，格力 2012~2014 年逆势增长。**2012 年之后由于经济增速放缓，刺激政策退出，家电需求出现下滑。但是格力电器提出“五年内再造一个格力”的目标，也就意味着未来几年公司内销收入依旧需要保持 20% 左右的同比增速。最终，在需求疲软的情况下，2012~2014 年格力电器通过较为激进的压货政策，实际内销逆势实现 20% 的复合增速。

**2014 年库存水平到达高位，2015~2016 步入去库存周期。**但 2012~2014 年间出货端和零售端增速持续的落差使得行业渠道库存水平不断提高。最终到 2014 年，行业的渠道库存水平达到历史高位。为消化渠道库存，格力带头进行了价格战，我们可以观察到这个阶段空调 ASP 出现了显著的同比下降，但实际去库存的效果并不理想。不得已之下，行业龙头于 2015 年采取休克疗法，大幅降低出货量，优先消化渠道库存，才使得库存水平逐步回归合理水平。

通过这段历史的回溯，我们可以提炼出三点关键信息：（1）由于格力的强势领导地位，为了稳固自身市场份额，行业势必对格力出货节奏采取跟随；（2）渠道库存水平的增长可以在一段时间内为龙头出货增长提供弹性；（3）渠道的蓄水能力并非无限，一旦积累过多的库存，会需要一段较为痛苦的库存消化阵痛期。

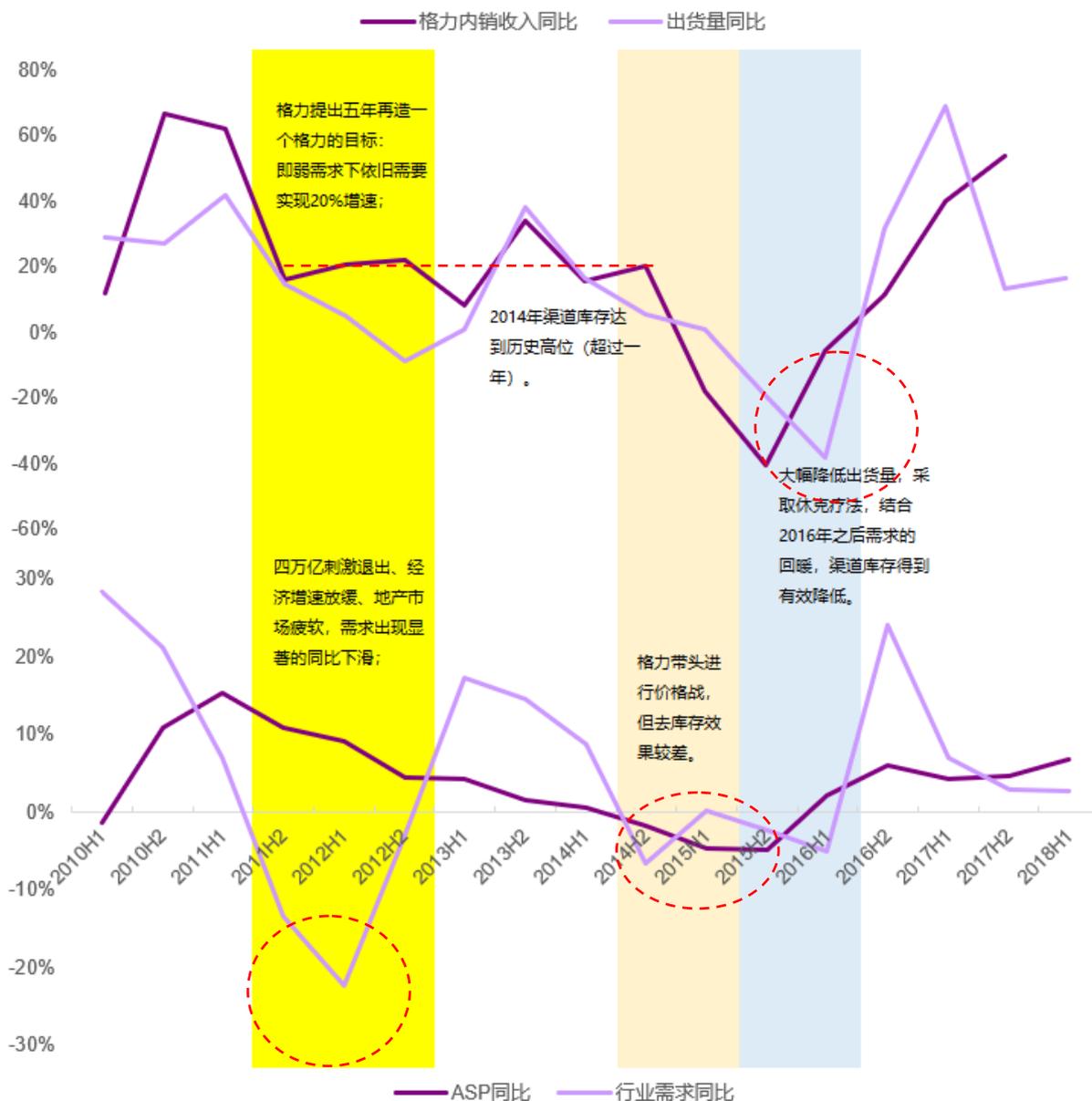
在这样的三点共同认知下，我们将继续展开对龙头中短期的业绩的情景测算。

图 15: 空调历史内销出货量和同比增速回顾 (万台)



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 16: 2010 年至今空调行业周期回顾



资料来源：产业在线，中怡康，Wind，光大证券研究所

◆ 情景测算：龙头中短期业绩确定性依旧，但需密切关注行业库存水平

首先，若格力电器继续维持全年 2000 亿元的收入目标，则下半年空调内销端收入至少达到 30%~35% 的同比增速。考虑到需求端逐步转弱的情况下，对量的追求就会凌驾于价格提升维度之上，预计 ASP 提升速度逐步放缓。所以，实际内销出货量需保持 30% 左右的增长。

如上文所述，在这样的情况下，为了保证自身份额，作为行业第二的美的势必会采取跟进的举措，但我们判断其跟随力度稍弱，不妨假定为出货量保持 25% 的同比增速。

另一种情境下，若考虑到零售端压力，格力适当放缓出货节奏，保持相对温和的补库存节奏——不妨假设其内销出货端增速为 10%，则预计美的等其余企业也将跟随采取同样的出货节奏。

在两种情景下，我们分别对公司的收入增速和对应渠道库存水平进行测算，结果如下：

(1) 格力出货政策较为激进：我们以格力达到 2018 自然年度 2000 亿元、2019 新冷年 2500 亿元的收入目标来倒推格力出货量增长：结果显示 2018 年格力收入同比增长约 30%，2019 年 1~8 月内销同比增速为 30%~35%，整体收入同比增长 25%~30%，由于 1~8 月出货量占全年比重达 65% 左右，格力 2019 全年增速有望保持 20% 以上。

对应的预计美的 2018H2 空调收入同比增长约 25%，2018 全年空调收入增速维持 25% 以上。2019 全年增速保持 15% 以上。

所以总结来看，若格力采取这样的出货政策，龙头业绩不仅无需下修，甚至还应当适当上调盈利预期。但该种情境下的渠道库存水平却不乐观：

表 1：激进策略下，格力美的渠道库存水平动态变化

		2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08
格力	出货量增速	40%	35%	30%	30%	20%	20%	35%	40%	40%	30%	30%	30%
	安装卡增速 (中性)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%
	渠道库存(月)	3.7	4.4	4.5	4.8	4.8	5.1	5.4	5.5	5.4	5.3	5.3	5.8
	安装卡增速 (悲观)	-5%	-5%	-5%	-5%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	5%	5%
	渠道库存(月)	3.7	4.4	4.6	4.9	4.9	5.2	5.6	5.8	5.8	5.8	5.9	6.4
美的	出货量增速	35%	30%	25%	25%	15%	15%	30%	35%	35%	25%	25%	25%
	安装卡增速 (中性)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%
	渠道库存(月)	3.2	3.8	3.9	4.2	4.2	4.5	4.8	4.9	4.8	4.5	4.6	4.9
	安装卡增速 (悲观)	-5%	-5%	-5%	-5%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	5%	5%
	渠道库存(月)	3.2	3.9	4.0	4.3	4.3	4.7	5.0	5.2	5.2	5.1	5.2	5.6

资料来源：产业在线，光大证券研究所测算

注：2018 年冷年结束后，预计美的渠道库存约 2.5 个月，格力约 3 个月，下同。

截止 2019 年冷年结束，格力美的的渠道库存水平较 2018 年同期均出现约 3 个月的提升，渠道库存水平抵达高位。悲观预期下，格力渠道库存水平突破半年，2020 年冷年开盘压力凸显。

(2) 格力出货政策较为温和：

若行业弱周期下，格力新冷年定调出货量保持 10%左右温和增长，则 2018H2 收入端预计仍可增长 15%左右，2018 全年收入同比增长 20%~25%；这样的情况下，预计美的会以同样的节奏进行跟进，**2018 全年空调收入预计维持 20%以上增长。2019 年两者空调收入增速预计为 15%左右，小幅放缓，但依旧保持良性增长，无需下修业绩预期。**

在这样的情况下，渠道库存水平虽然同样有所上升，但较激进情况下库存水平普遍低 1.5~2 个月，仍在渠道所能承受的范围内，且随着 2020 年冷年开盘后需求端的改善，库存压力有望得到良性消化。

表 2：温和策略下，格力美的渠道库存水平动态变化

		2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08
格力	出货量增速	15%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	15%	15%	15%	15%
	安装卡增速 (中性)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%
	渠道库存(月)	3.3	3.9	3.9	4.0	4.2	4.5	4.7	4.6	4.2	3.9	3.8	3.8
	安装卡增速 (悲观)	-5%	-5%	-5%	-5%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	5%	5%
	渠道库存(月)	3.3	3.9	3.9	4.1	4.4	4.7	4.9	4.9	4.7	4.5	4.5	4.6
美的	出货量增速	15%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	15%	15%	15%	15%
	安装卡增速 (中性)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%
	渠道库存(月)	2.8	3.4	3.4	3.5	3.7	4.0	4.2	4.1	3.7	3.4	3.3	3.3
	安装卡增速 (悲观)	-5%	-5%	-5%	-5%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	5%	5%
	渠道库存(月)	2.8	3.4	3.4	3.6	3.9	4.2	4.4	4.4	4.2	4.0	4.0	4.1

资料来源：产业在线，光大证券研究所测算

所以总结来看，无论格力采取何种出货节奏，**空调龙头 2018 年收入端均可保持 20%以上增速**，2019 年也依旧可保持 15%以上的良性增长，并不存在业绩下修的需要。若格力采取较为激进的压货策略，则全年收入端可能实现 30%增长，甚至需要适当上调业绩预期。**所以短期看，龙头的业绩成长性和确定性依旧，零售端增速的放缓无需过分忧虑。**

但不该忽略的是，**实际零售端需求才是行业长期增速的锚，以及决定渠道动销是否良性，经营质量是否健康的关键因素。**结合之前对空调历史周期的回顾中，我们看出，在弱需求下，我们更希望看到的是出货端和零售端的基本匹配，将渠道库存控制在合理水平。

**合理运用渠道库存的蓄水能力，可在一定程度上熨平需求波动导致的企业收入波动，但若短期以过度的渠道压货来追求业绩的高速增长反而会加大收入端的波动，带来后期业绩的调整，实为不智。**

行文至此，我们可以从短期视角得出结论：**空调龙头业绩确定性依旧。**但诚如上文所说的，**短期业绩的弹性更多来源于渠道库存水平的调节，实际的零售端需求才是行业长期增速的锚。**而要了解空调行业中长期成长的空间和持续性，我们会在接下来的篇幅，通过对中国家电普及和增长历史的回顾，以及与成熟的日本家电市场的对比，进一步从更长期的视角分析行业终端需求的成长空间和内在驱动力。

## 二、中国家电处于什么普及阶段？

### 1、普及阶段划分：冰洗基本完成，空调/厨电尚在路上

家电品类的普及周期决定了潜在空间和需求结构。一方面，不同家电品类的成长空间与产品所处普及周期直接相关。另一方面，各品类不同的渗透率水平也导致其新增需求和更新需求占比的结构分化。

#### ◆ 他山之石：从日本历史看家电普及的三个周期。

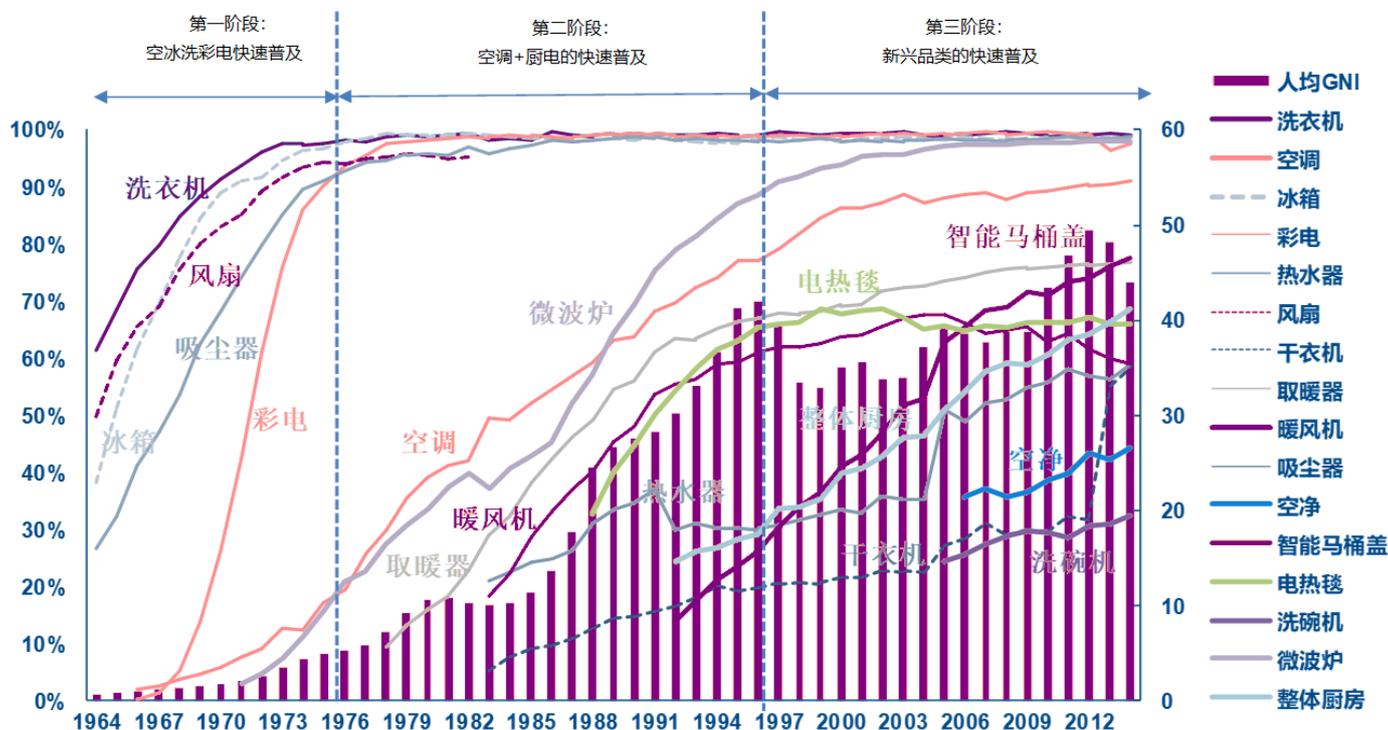
简单回顾家电市场较为成熟的日本，我们可以大致将其家电普及分为三个阶段：

(1) 第一阶段为 1974 年之前，本阶段 GDP 增速很快，城镇化水平和人均可支配收入的快速提升但绝对值尚且不高，所以冰洗彩电等必需性相对更强的产品优先得到普及，且普及提升速度较快。

(2) 第二阶段为 1975~1995 年间，经济增速逐步放缓，但人均可支配收入逐步到达较高水平，随着冰洗彩电等品类的基本饱和，空调和传统厨电接棒进入加速普及阶段，在这一阶段的后期，传统厨电逐步完成普及，空调每户保有量超过 1.5 万台。

(3) 第三阶段为 1995 年之后，经济增速进一步放缓，进入发展稳态发展阶段，传统品类的普及率处于高位，干衣机等新兴品类放量成长。但空调作为第二阶段普及的品类，在第三阶段虽然普及率基本稳定，但保有量依旧不断提升。

图 17：日本家电普及的三阶段（左轴：普及率，右轴：人均 GNI，千美元）



资料来源：日本统计局，光大证券研究所整理

#### ◆ 中国家电普及：二元化结构突出，第一阶段与第二阶段的叠加。

中国幅员辽阔，城乡、地区之间经济发展水平差异巨大，二元结构突出。所以，即使对于同一品类也不能简单的看做一个整体，不同区域各自经济水平和消费阶段的不同决定了对于部分产品来讲同时存在普及红利与升级红利的叠加。

**城镇地区：第二消费阶段中段，冰洗主要为更新需求，厨电尚在普及中，空调拉动力逐步由普及需求向一户多机转变。**

1) 2005 年前，城镇整体处于家电普及的第一阶段，人均可支配收入低于 1500 美元。在这一阶段的尾期，洗衣机、冰箱户均保有量分别超过 90、80 台/每百户，基本完成普及。

2) 2005 年之后，城镇人均可支配收入进一步提升，叠加住房条件的改善，空调和烟灶等品类继续稳步增长。沿海发达地区空调的户均保有量达到高位（1.5 台/户左右），逐步向第三阶段过度。

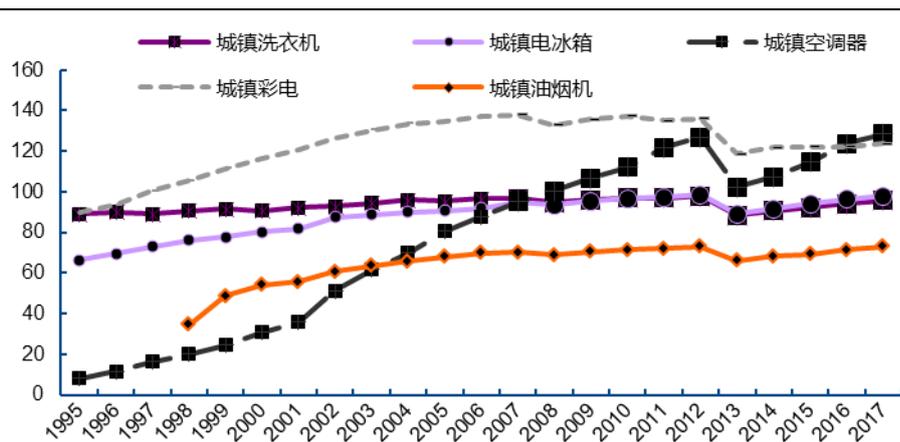
**农村地区：处于第一向第二阶段过渡的拐点，冰洗基本完成普及，空调/烟灶仍有较大增长空间。**2015 年，农村可支配收入刚刚迈过 1500 美元的门槛，洗衣机、冰箱等大家电普及基本趋于完成，逐步进入空调和厨电的普及周期，但两者渗透率尚且处于较低水平。空调的总体保有水平高于厨电，但也仅相当于城镇地区 2002 年的水平，依旧存在较大空间。

表 3：中日家庭家电消费阶段对比

国家		指标名称	第一阶段	第二阶段	第三阶段
日本		对应年份	1955-1974	1975-1995	1996 至今
		人口数量 CAGR	1.10%	0.60%	0.10%
		城镇化率	55%~76%	76%~78%	79%~91%
		GDP CAGR	15.70%	6.40%	0.10%
		人均可支配收入 (USD)	<5000	5000~15000	13000~15000
		主要扩张品类	冰洗、彩电的普及	空调和厨电的普及和空调一户多机的提升	新兴品类的普及
中国	整体	对应年份	1985~2005	2006 至今	
		人口数量 CAGR	1.10%	0.50%	
		城镇化率	23%~43%	44%~57%	
		GDP CAGR	16.30%	13%	
	城镇	对应年份	1985~2005	2006 至今	
		人口数量 CAGR	4.10%	3.10%	
		家庭数量 (户)	0.5~1.9 亿	1.9~2.3 亿	
		人均可支配收入 (USD)	<1500	1700~5000	
		主要扩张品类	冰洗、彩电完成普及	空调逐步完成普及并向一户多机进行增长	
	农村	对应年份	1985 年至今		
		人口数量 CAGR	-1.00%		
		家庭数量 (户)	1.9~2.2 亿		
		人均可支配收入 (USD)	<1800		
		主要扩张品类	冰洗、彩电完成普及，空调普及逐步展开		

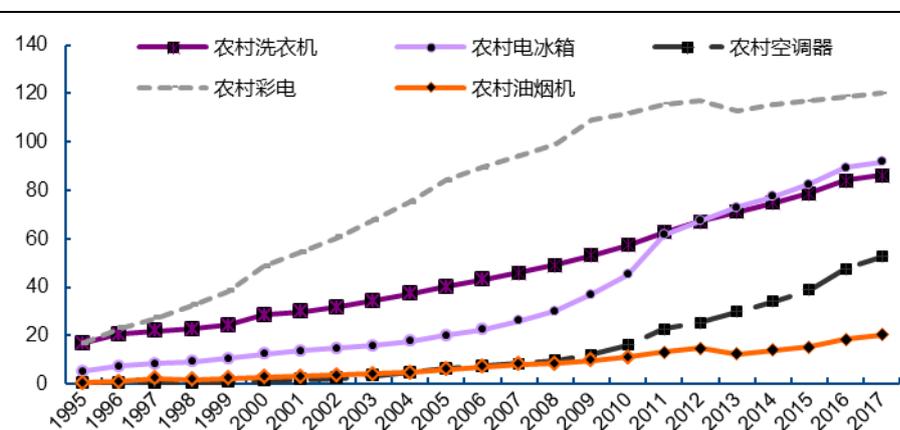
资料来源：日本国家统计局，中国国家统计局，光大证券研究所整理

图 18：中国城镇主要家电保有量水平（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 19：中国农村主要家电保有量水平（台/百户）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

## 2、增长情况回溯：空调/厨电增长性显著领先

空调内销出货量受压货周期、地产、天气等多方面因素影响，增速波动性较大。所以我们将时间轴拉长，综合考察过去主要家电品类各个时间段内的复合增速。我们将时间周期分为三段：第一段是 2005-2008 年，第二段是 2008-2012 年（家电下乡政策刺激的时间段），第三段是 2012-2017 年。

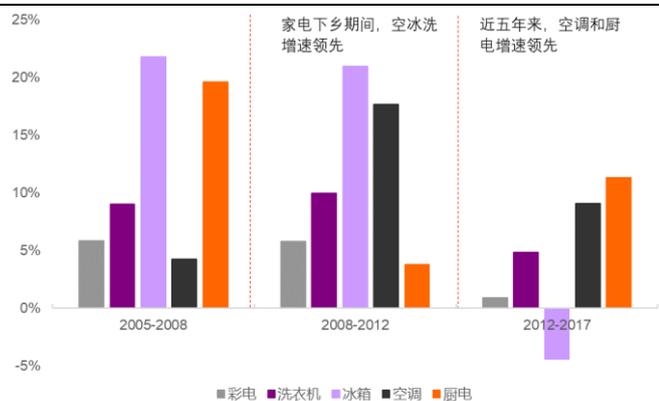
近五年空调/厨电出货量和总保有量增速领先。对比主要品类的增长情况：

- (1) 普及最早，成熟度最高的彩电总体增速最低，一直保持低个位数增速；
- (2) 冰箱在 2005-2012 年间普及速度较快，但由于前期需求透支的较为显著，2012-2017 年出货量一直处于同比下滑的状态；
- (3) 空调在 2008 年前总体增速较低，2008 年起增速提升显著。且得益于充足的行业空间，在家电下乡政策结束后，近五年空调的复合增速依旧保持在接近 10%；

- (4) 油烟机在 2005-2008 时间段内出货增速较好，但是在家电下乡期间由于并非主要刺激品类，增速滞后，但在 2012 年之后增速重新领先。

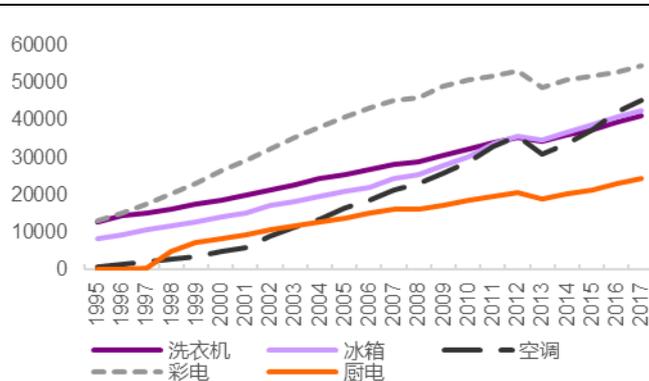
综合来看，相比较冰洗等成熟品类，空调和厨电由于普及周期相对滞后，提升空间尚且充足，在过去的十年内时间内，展现出了更加良好的成长性。

图 20: 空冰洗出货量复合增速情况



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 21: 主要品类总保有量测算 (万台)



资料来源：产业在线，国家统计局，光大证券研究所测算  
注：因 2013 年统计口径变更，导致保有量出现下滑，下同。

### 三、支撑空调需求增长的弹性究竟来自哪里——定量分析空调的一户多机属性

从普及周期和过去的历史数据来看，空调和厨电是目前成长性最佳的子板块。对于厨电来讲，背后驱动力显而易见是渗透率巨大的提升空间（截止 2017 年，城镇/农村的每百户的油烟机保有量仅为 73/20 台）和地产上行周期。而空调单从普及率的角度来看，似乎已经趋于饱和，所以其快速成长的驱动力似乎只剩下地产维度。

这也就是为什么地产宏观调控背景下，大家会对空调未来的成长性产生较大担忧的原因，但我们认为，支撑空调成长更核心的因素是其一户多机的属性。所以在这一部分，我们将从行业的宏观空间和需求的微观结构两个方面定量的分析一户多机属性如何驱动空调的良好增长。

#### 1、宏观空间：一户多机带来巨大弹性，空调保有量空间尚足

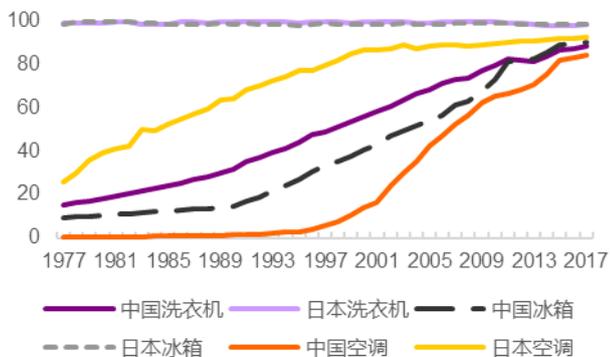
##### ◆ 对比日本保有量数据，国内空调保有量水平尚处山腰。

对于冰洗产品，由于一般配置均为一户一台，所以随着国内的渗透率趋于饱和，实际的每百户保有量也逐步与日本 110 台的水平趋近，上升空间较小。

再来分析空调的数据。在上个世纪中后期，日本国内的空调渗透率就逐步达到 90% 以上的水平，并逐步稳定。但是反观其百户保有量水平，却依旧处于稳步提升中。根据日本内阁府数据，日本目前两人以上家庭的百户保有量已经突破 280 台，且仍在缓慢提升中。

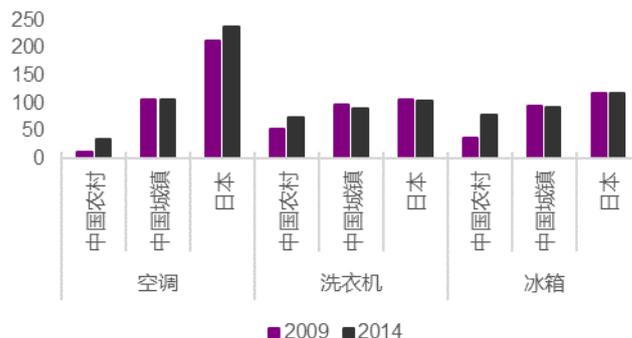
国内方面，截止 2017 年，中国城镇居民空调每百户保有量为 128.6 台，农村地区每百户保有量为 52.6 台，仅分别相当于日本上个世纪 90 年代和 80 年代初期的保有量水平（分别对应日本家电第二普及阶段的初期和中后期）。

图 22：中日空冰洗产品普及率对比 (%)



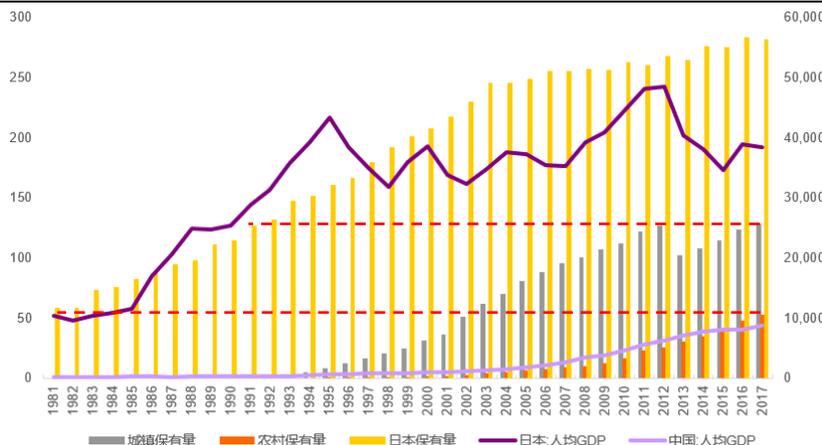
资料来源：euromonitor，光大证券研究所

图 23：中日主要品类保有量对比 (台/百户)



资料来源：日本统计局，中国统计局，光大证券研究所  
注：2013 年国内保有量统计口径发生变更

图 24：中日空调百户保有量 (台) 和经济水平 (右轴, 单位美元) 对比



资料来源：世界银行，日本内阁府，中国统计局，光大证券研究所  
注：日本空调保有量数据为两人及以上家庭

## 2、微观结构：空调/厨电成长性同样良好，但驱动因素却大有不同

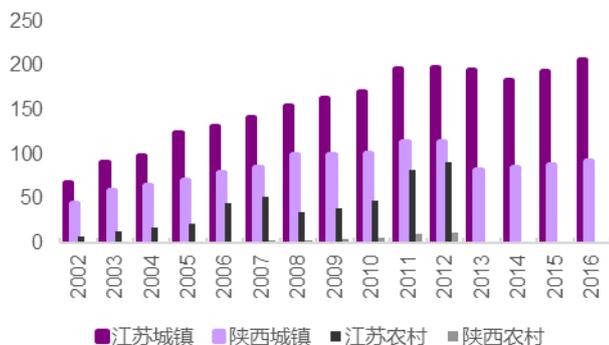
### ◆ 空调：“0 到 1”的普及红利和“1 到 n”的升级红利并存

国内二元经济特征显著，所以细分来看，国内目前的空调保有量的提升空间同时来自于两个方面：一方面是未完成普及地区渗透率的提升，即从“0 到 1”的过程；另一方面来自于较发达地区单个家庭从单机到多机的提升，即从“1 到 n”的过程。

江苏和陕西是较为典型的对比案例，两地夏季都较为炎热，但是空调的保有量水平差距显著。截止 2017 年，江苏城镇的保有量已经达到每百户 200 台以上的水平，农村保有量也预计达到 100 台以上的水平（2012 年以后数据停止更新，当年的保有量水平为 90.6），农村地区初步完成普及，城镇地区则已经达到较高水平的户均保有量水平且继续稳步提升。但与此对照的，

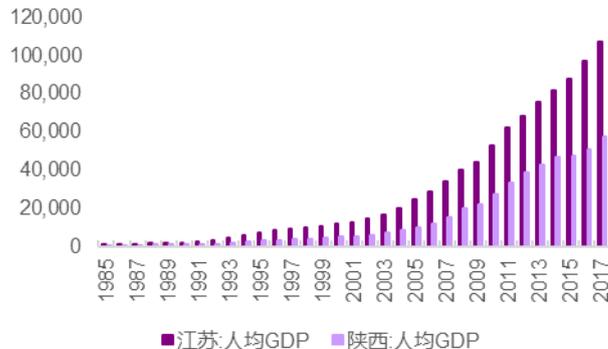
陕西城镇百户保有量仅为 93 台左右,农村保有量仅为 12 台(截止 2012 年),考虑部分家庭的一户多机,实际渗透率预计更低,整体市场尚处在产品的普及周期中。

图 25: 国内空调保有量水平地区分化较大 (台/百户)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所  
注: 农村保有量数据仅截止到 2012 年

图 26: 江苏和陕西人均 GDP 水平对比 (元)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

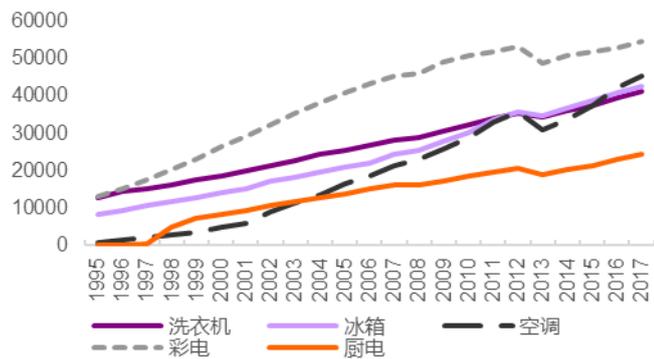
◆ 空调的一户多机属性带来陡峭的保有量增长曲线

进一步观察油烟机和空调的总保有量数据,我们会发现两个比较有意思的事实。

首先,从普及周期来看,其实厨电是早于空调的,但是空调总保有量的增长曲线较厨电来讲更加陡峭,所以总保有量规模得以迅速提升并超越厨电。

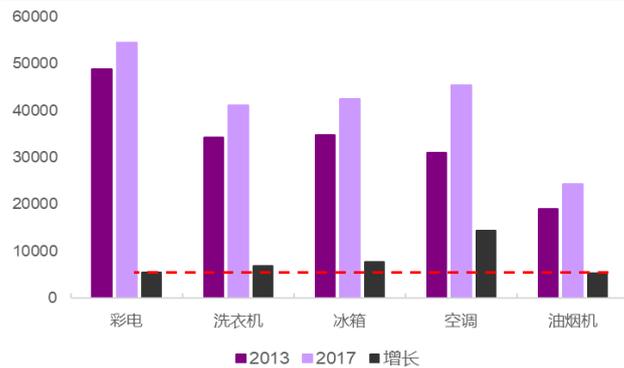
其次,虽然各个品类中,厨电 2012-2017 年的行业销量的复合增速领先,但从总保有量的增长数量来讲,却低于其余主要品类,包括基本成熟的冰洗,与之对照的,空调的绝对增长却遥遥领先。

图 27: 空调总保有量提升速度显著快于其他 (万台)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所测算

图 28: 各品类总保有量提升情况 (万台)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所测算

我们首先尝试定性的对这两个现象进行分析。首先我们将家电的终端需求分为**新增需求**和**更新需求**两大类。其中更新需求为对存量产品的一对一置换,不影响整体保有量水平。而新增需求带来的则是总保有量的提升,从定量的表达式来看,  $新增需求 = 当前总户数 * 当前户均保有量 - 上期总户数 * 上期户均保有量$  (也就是我们图中所计算的总保有量增长)。

进一步的对于新增需求进行拆分:

**第一部分：地产拉动部分。**顾名思义为当年房地产销售拉动部分。测算方式为根据地产销量（经过滞后期调整），以及每户预计的配套情况测算当年度因为地产销售带来的出货量。

**第二部分：存量住房保有量提升拉动。**这一部分需求指未发生购房行为而产生的保有量提升。即全国家庭总保有量的提升减去第一部分所计算出的地产拉动部分。

这个时候，我们再回过头来看厨电新增需求绝对量低于冰洗这一现象。由于新购住房中冰洗油烟机基本均为每户一台的配比，所以冰洗油烟机三者地产拉动部分的绝对值应该基本一致，那么油烟机新增需求较另外两者低的解释就很明了了，即存量住房中从无到有的保有量提升更慢。

这个结论与我们的直觉是矛盾的，理论上讲，相比较渗透率处于高位的冰洗产品，渗透率空间更为充足的厨电应该拥有更多保有量提升的需求。但细细想来，这一现象的发生与厨电的安装属性不无关系。

由于相比较无需安装的冰洗，尚未普及厨电的家庭很多属于传统的农村灶台或城镇地区住房条件较差的棚户区、老公房。所以其厨房环境是较难支持油烟机的安装。那么自然的，在存量住房中保有量的提升速度相对偏慢，进而导致了总保有量提升速度的落后。

反观空调，保有量的增长高于其余品类则主要受益于一户多机属性。一方面，单套新房销售的配套数量领先，所以地产拉动的新增需求绝对值较高；另一方面，相比较其余品类“0到1”的普及，空调在存量住房的新增需求部分还存在“1到n”的升级驱动，同样领先其余品类。

#### ◆ 定量拆分需求结构：空调在地产弱周期下的需求韧性

在这一部分，我们结合产业在线的行业内销数据，对主要家电品类的需求结构进行定量的拆分。

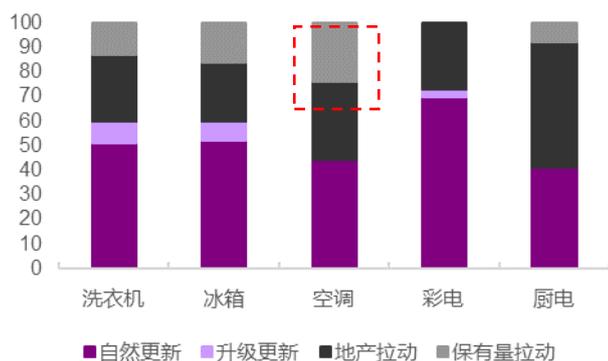
类比对新增需求的拆分，对于更新需求我们同样可以分为两个部分：

**第一部分：自然更新。**由于家电产品的一般使用周期为8~10年，我们可以通过8~10年前产业在线的出货量数据估算出产品的自然更新需求。

**第二部分：升级替换。**除去产品寿命到期产生的自然更新需求，还有一部分由于产品功能产生的提前置换可以定义为升级替换需求，计算方法为总出货量-新增需求部分-自然替换部分。

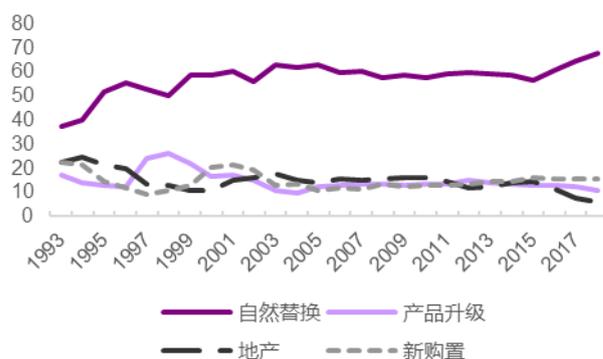
结合产业在线和国家统计局数据，对主要家电品类的需求结构测算结果如下：

图 29：中国家用电器购置的驱动因素拆解 (%)



资料来源：产业在线，国家统计局，光大证券研究所测算  
注：测算区间为 2015-2017 年。

图 30：日本家用空调购置驱动因素占比 (%)



资料来源：日本内阁府，光大证券研究所  
注：地产因素包括新建、购置和扩建住宅拉动部分，新购置需求主要为非新购置住宅新增部分

表 4：主要家电品类需求结构测算 (单位：%)

	新购置住房需求	存量住房保有量提升	新增市场合计	自然寿命更新	升级替换需求	存量市场合计
彩电	27	0	27	70	3	73
洗衣机	27	13	40	51	9	60
冰箱	24	16	40	52	8	60
空调	32	24	56	44	0	44
厨电	51	8	59	41	0	41
93 年日本空调	23	23	46	37	17	54
17 年日本空调	8	16	24	65	12	77

资料来源：产业在线，国家统计局，日本内阁府，光大证券研究所测算

注 1：为了较少测算的波动性，中国各品类的需求结构比例为 2015-2017 均值；

注 2：日本空调需求结构数据来源为日本内阁府调查问卷，同样为三年均值。

注 3：单个品类新增市场占比+存量市场占比为 100%。

对测算结果进行分析，我们可以得出以下结论：

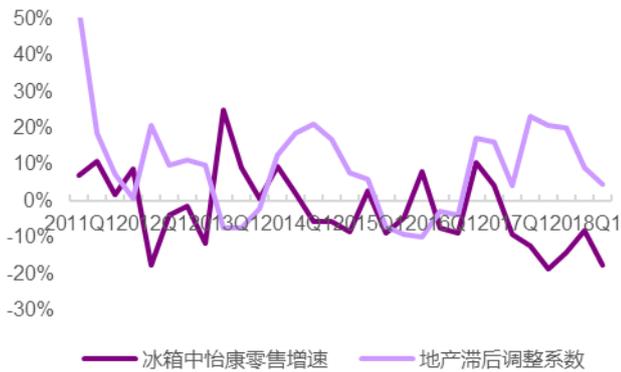
(1) 冰洗彩电存量市场为主，空调厨电新增需求占比更高。从各个品类的需求结构来看，成熟度最高的彩电品类存量更新市场占比达到 73% 的水平，高于冰洗 60% 的水平，而空调和厨电的存量更新占比最低，尚不足 50%，低于新增需求拉动比例。

横向对比中日市场，我们可以看到类似的现象：在 93 年日本空调保有量尚处在快速提升阶段的时候，存量需求占比仅为 54%，而随着保有量的一路走高，如今基本成熟的日本空调市场，存量需求占比达 77%，基本与中国彩电市场相当。

(2) 国内品类中，冰洗升级换代需求最为显著。将更新需求进一步拆来看，近年来产品升级趋势逐步崛起的冰洗领域产品升级替换需求占比更高。而空调和厨电的升级替换趋势尚不明显，更新需求基本还是由自然寿命替换需求构成。

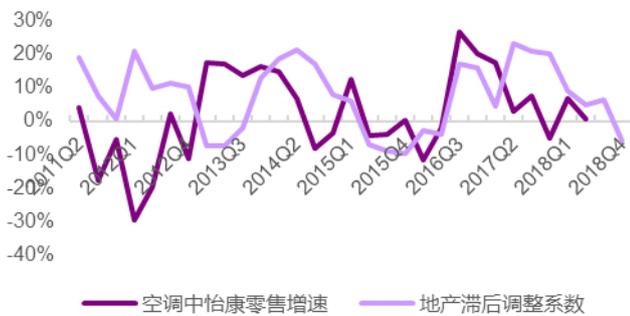
(3) 厨电和空调受地产周期波动影响更大。主要品类中，厨电和空调相对受到地产拉动比例更高，分别为 51% 和 32%。日本方面，由于 90 年代以后，日本地产一直较为萧条，地产拉动比例均较低。而从下图也可以看出，厨电和空调销量与地产销量周期一致性确实显著高于冰洗产品。

图 31：冰箱销量与地产滞后调整系数一致性较低



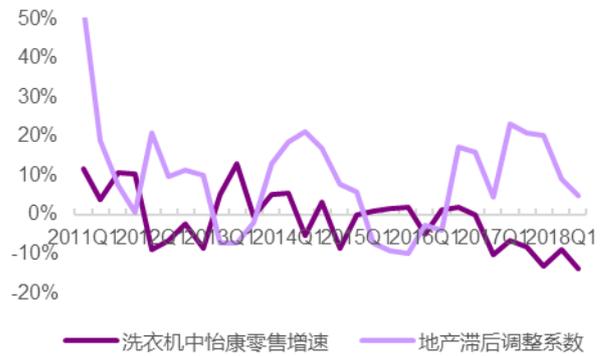
资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算

图 33：空调零售量同比与地产滞后调整系数关系



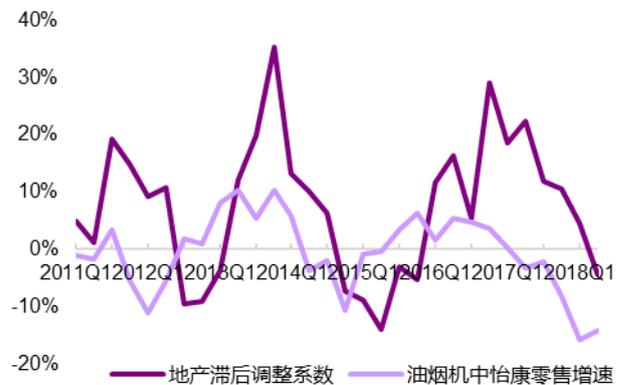
资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算

图 32：洗衣机销量与地产滞后调整系数一致性较低



资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算

图 34：油烟机零售量同比与地产滞后调整系数关系



资料来源：国家统计局，中怡康，光大证券研究所测算

(4) 非购置新房新增需求方面，空调显著领先。空调需求中，非地产销售新增需求占比显著高于厨电，这在很大程度上得益于其“1 到 n”升级需求带来的存量市场弹性。而厨电该项占比甚至低于冰洗，这也与我们之前的结论是一致的。

结合 (3) (4) 两点，我们看到，同为新增需求占比较高的空调和厨电品类，空调在存量住房市场的弹性更大。这使得其在地产扩张周期中保持进攻性的同时，在地产弱周期下，也可以体现出相对较强的需求韧性。

通过第三部分的探究，我们成功回答了前文所提出的问题：空调过去高速发展的核心支撑力是什么？过去十年间的地产上行周期固然对行业的增长起到了显著的提振作用，但背后支撑其高速发展的核心因素却不在此，而是其自身所具备的一户多机属性。

## 四、中长期空间——中国空调内销规模的天花板究竟在哪里？

在分析完支撑空调行业过去十年内的高成长性和高需求弹性的驱动力之后，我们面临一个新的问题：站在当前时点下，该驱动力能否使得空调行业在未来继续保持良好的增长？我们将首先从保有量切入来思考这个问题。

## 1、保有量空间：居民收入水平提升将不断拉升保有量天花板

天气因素决定了空调保有的最终天花板。首先，分析影响空调保有量水平的第一个因素：天气因素。通过观察日本市场分区域的保有量信息，我们可以看出，夏季温度的高低对空调保有量水平的高低存在较为显著的影响：夏季最为凉快的北海道保有量水平仅为 34 台/百户，平均最高温为 26 度的东北地区也仅有 162 台/百户的保有量水平。

对于中国来讲，夏季高温的影响同样适用，尤其我们观察到随着最高温度下降至 29 度以下之后，空调的保有量水平出现了急速的下降（也同时叠加上这部分省份大多位于西北西南等经济发展较为滞后的区域）。

经济发展水平限制“刚需”区域保有量水平。如果以夏季平均最高温度是否高于 29 度为划分线，我们可以比较直观的发现在高于 29 度的区域。保有量水平与经济发展水平的相关度较高，可以理解为这部分地区对空调的需求是相对刚性的，所以此时居民收入水平的高低限制了对应的户均保有量水平。

而对于 29 度以下的区域，需求的刚性程度有所降低，保有量的一致性与夏季温度水平的一致性更高。但是需要指出的是，温度和收入维度对保有量的影响并不是绝对割裂的，举例来讲，甘肃地区虽然整体温度不高，但是受制于较低的人均 GDP 水平，空调保有量水平依旧显著低于同等温度条件下的省份。

另外需要指出的是从中日同等温度下的保有量水平对比来看，日本在平均温度为 26 度的东北地区以及 24.3 度的北海道地区才出现了保有量的显著下降，而平均温度为 29 度的关东地区，保有水平依旧接近 3 台/户。

但是在我国平均温度在 29 度以下的区域，保有量出现了快速的下降，平均温度同为 29 度的山西地区，2017 年城乡综合百户保有量仅仅约 25 台，落差显著。所以随着经济的发展和收入水平的提升，这部分“游离于”刚需和可选需求的地区存在较大潜力实现保有量的快速提升。

所以总结来讲，现阶段空调品类的渗透率与经济发展/居民收入水平息息相关。考虑到我国居民可支配收入水平依旧处在稳定增长通道，那么中长期看，限制有效需求充分释放的“枷锁”将逐步被打开，保有量成长性无忧。

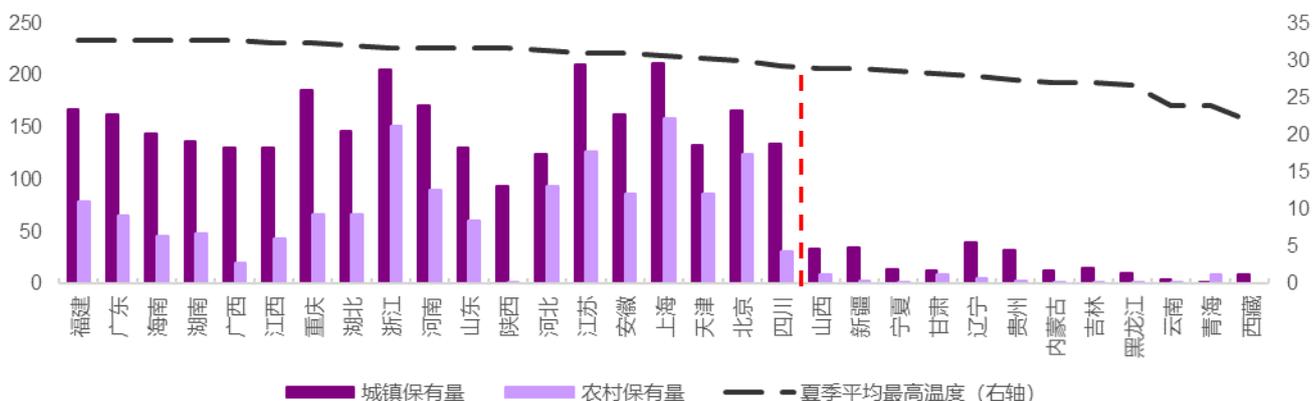
表 5：日本分区域空调保有量情况（两户以上家庭，台/百户）

区域	代表性城市	夏季平均最高温度	空调保有量水平
北海道	札幌	24.3	34
东北	仙台	26.0	162
关东	东京	29.0	278
中国	广岛	30.3	304
九州	福岡	30.3	272
四国	高知	30.7	330
中部	名古屋	31.0	316
近畿	大阪	31.3	317

资料来源：天气网，日本内阁府，光大证券研究所整理

注：夏季平均最高温度为6~9月中温度较高的三个月的最高温度的均值；各省份平均温度以代表性城市平均温度计入；表中的保有量数据截止2014年。

图 35：内地各省份保有量水平和夏季平均温度关系（台/百户，度）



资料来源：天气网，国家统计局，光大证券研究所整理

注：夏季平均最高温度为6~9月中温度较高的三个月的最高温度的均值；各省份平均温度以省会城市平均温度计入；城市保有量数据截止到2016年，农村地区保有量数据仅截止到2012年。

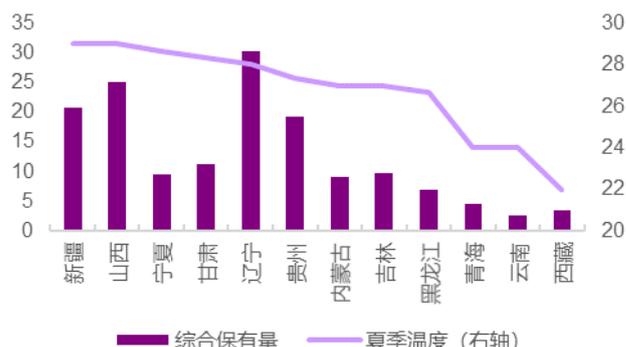
图 36：高温区域保有量主要受收入限制（台/百户，元）



资料来源：天气网，国家统计局，光大证券研究所测算

注：综合保有量数据为城镇和农村数据加权平均所得，由于分地区数据仅分别截止到2016年和2012年，根据保有量的增速进行了估算，统一口径为2017年，下同。

图 37：夏季凉爽区域需求主要受天气影响（台/百户）

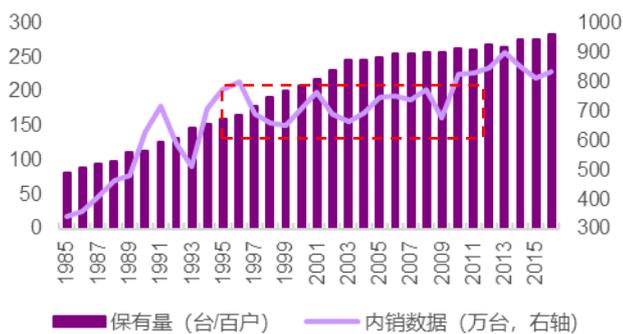


资料来源：天气网，国家统计局，光大证券研究所测算

## 2、出货量空间：总保有量有望稳步提升，出货量天花板并未到达

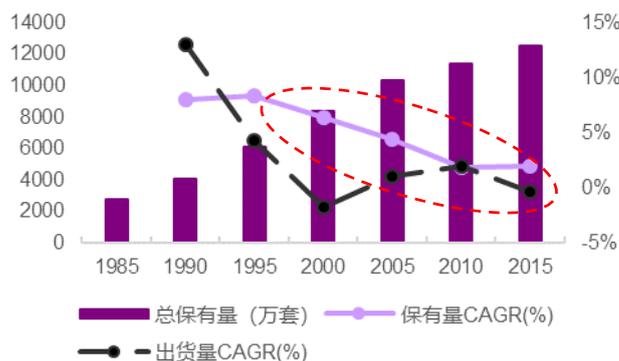
为何日本保有量的提升没有拉动出货端增长？观察日本空调市场的发展历史，我们不难发现这样一个现象：日本空调的户均保有量在1996-2003年间仍旧处在不断提升的轨道（从179台/百户提升到245台/百户的水平），但是空调出货端却几无增长。这表明，保有量的提升并不一定带来出货量的增长。所以相比较保有量的长期空间，大家对于国内空调内销出货量的天花板则更为担忧。

图 38：日本空调户均保有量和内销出货情况



资料来源：日本冷冻空调工业协会，日本内阁府，光大证券研究所

图 39：日本空调保有量和出货端增速



资料来源：日本冷冻空调工业协会，日本内阁府，光大证券研究所测算

注：总保有量数据根据日本单人家庭和两人以上家庭加总计算

首先我们来具体分析日本空调的出货量增速的放缓：

**从新增需求来看：**根据我们测算的日本全国整体保有量数据，95 年之后整体保有量虽然依旧在稳步提升，但是对应的同比增速却在显著放缓：逐步从 10% 以上的复合增长速度下降到 5% 以下，故而带来的新增需求绝对值逐步趋于平稳，新增需求不断增长的红利逐步消失。我们判断主要受地产销量大幅下滑和总保有量水平基数渐高的影响。

**从更新升级需求来看：**日本国内经济泡沫破灭，长期的不景气带来的消费收缩，导致了更新升级需求的疲软，进一步拖累出货量增长，使得出货端出现冲高回落现象。

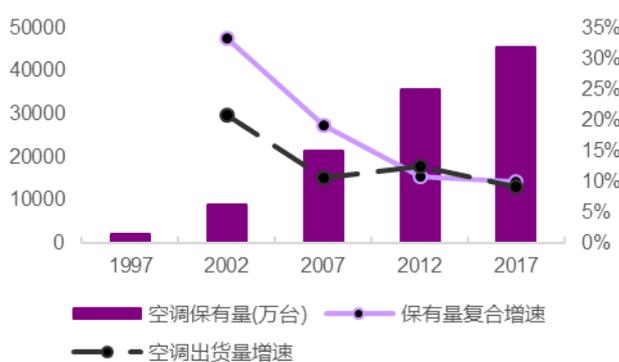
对应分析国内情况：

图 40：空调总保有量增速依旧维持 10% 左右（万台）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

图 41：国内空调保有量和出货端增速



资料来源：产业在线，艾肯家电网，国家统计局，光大证券研究所测算

注：由于 2013 年统计口径变更，导致总保有量数据出现下降，计算 2012-2017 复合增速使用 2013-2017 口径。

**新增需求方面：**相比较普及初期的高速增长，随着总保有量基数的提升，增速水平有所放缓，但近五年依旧基本维持在 10% 左右波动。未来 5~10 年来看：

(1) 国内目前保有量的绝对水平尚且较低，参考日本普及历史，1995 年日本总保有量增速放缓时，两人以上家庭户均保有量约为 1.6 台的水平，

高于我国 17 年 1.0 台的水平。我国目前空调保有水平与日本 89 年左右保有量基本持平，保有量的高基数效应尚不显著。

(2) 国内地产市场目前已逐步恢复温和增长，预计对地产对家电需求的拉动会边际减弱，但依旧是正向拉动，而非日本市场般的崩盘下跌。

(3) 居民收入和经济依旧保持高速增长，且相比较 90 年代的日本，国内经济水平对有效需求的压制现象更为显著，故而需求释放的潜力也更大。

(4) 国内城镇化进程依旧在加速进行，不存在边际减弱的迹象。

**更新升级需求方面：**国内居民可支配收入仍处在快速提升通道，市场较为成熟的冰洗领域已经在替换更新浪潮中迎来了显著的消费升级效应。对于今后的空调市场来讲，存量市场的不断扩大，预计将带动产品升级和替换需求稳步上升。

所以综合来看，影响我国空调内销出货量成长空间的核心矛盾就是未来 5~10 年总保有量所能达到的复合增速。通过对各个驱动因素的简单分析，我们判断总保有量增速的趋缓是温和的，我们不妨假定至 2025 年总保有量复合增速放缓至 6%~9%（2013~2017 年间为 10%）并构建递推模型。

**表 6：保有量和出货量符合增速测算（测算至 2025 年）**

总保有量复合增速	项目	需求量(万台)	占比	出货量复合增速	出货规模(万台)
CAGR:8.9%	更新需求	7024	52%	5.5%	13629
	新增需求	6605	48%		
	总需求	13629	100%		
CAGR:7.6%	更新需求	7024	60%	3.6%	11790
	新增需求	4766	40%		
	总需求	11790	100%		
CAGR:5.8%	更新需求	7024	70%	1.7%	10098
	新增需求	3075	30%		
	总需求	10098	100%		

资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所测算

注：其中因为 2013 年保有量口径变动，若直接按照模型递推会导致 2021~2023 年的数据出现较大异常，因此对此三年的数据进行了手动调整。

从测算结果可以较为清楚的看到，在总保有量复合增速放缓至 6%~9% 的前提下，至 2025 年，期间空调出货端依旧可以保持 2%~6% 的个位数温和增长。行业内销出货量的天花板突破 1 亿台基本确定，且大概率超过 1.1 亿台，接近 1.2 亿台。空间尚且充足，未来将继续保持温和增长。

## 五、投资建议

**短期看：**对于空调 7~8 月零售端的小幅下滑无需过度悲观，我们通过对龙头短期经营周期进行定量的情景测算，认为其全年的业绩确定性和持续性依旧保持，无需下修业绩预期。

**长期看：**地产调控带来的增速降档并不意味着行业成长性逻辑发生改变，支撑空调行业需求良好增长的本质驱动因素为其独特的一户多机属性。而对比经历过地产崩盘的日本空调普及历史，国内保有量尚处低位+地产逐步温和回复+更新升级趋势良好，所以随着偏低的居民收入对有效需求的压制被逐步打开，行业中长期成长性依旧，并未触及潜在天花板。

在当前行业弱市、市场风险偏好持续下行的背景下，市场对稳增长、高确定性的资产配置需求只会不断上升，白电龙头“物以稀为贵”的逻辑会进一步凸显。

我们建议关注：**美的集团**（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际，已停牌）、**格力电器**（三大白点中估值水平最低）、**青岛海尔**（三大白中经营周期更优，具备一定阿尔法）。

## 六、风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

## 行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	上次	本次
000333	美的集团	6480	40.30	40.30	2.61	3.08	3.64	15	13	3.6	3.2	2.8	买入	买入
000651	格力电器	5970	37.08	37.08	3.72	4.71	5.30	10	8	3.4	3.0	3.1	买入	买入
600690	青岛海尔	6097	15.32	1.14	1.28	1.46	13	12	11	2.9	2.4	2.1	买入	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价为 2018-9-14 收盘价

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大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。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
私募业务部	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		