

# 家用电器

## 空调行业真的在“价格战”吗？

### 空调行业真的在价格战吗？

我们认为，真正的“价格战”，是通过降低毛利率的方式去抢占市场份额。其他形式的适当价格促销是一种常见的营销手段。今年以来，从表象上看，的确观察到无论行业均价还是龙头企业均价同比有所下降，但我们认为，这并不意味着行业就发生了“价格战”。

### 我们的判断：原材料成本下降是均价下降的主因

如果我们去看主要大宗原材料价格走势会发现，从 18 年四季度开始铜、铝、塑料、钢材等主要原材料价格均开始步入下降通道。

回顾历史，我们发现，在充分竞争的市场下，空调整机成本与空调均价走势具有相当程度的关联度。尽管存在消费升级及品类结构改善所带来的均价上升，但整体趋势上仍然会契合原材料价格的波动方向。因此我们认为，引起此轮空调价格下行的核心原因为成本下降。

### 美的为何显著超过格力大幅降价？——利用成本优势抢占市场是正确的战略选择

我们不妨去观察美的和格力的生产节奏：从 2018 年 6 月持续至 2018 年 10 月，在这 5 个月中，格力的排产计划较为激进，增速显著超越行业平均水平以及第二大产商美的。从 2018 年 12 月持续至 2019 年 1 月，在这 2 个月中，美的排产计划显著高于格力；而这期间也是原材料成本开始大幅下降的时点。正是这部分成本差异显著的产品，形成了美的和格力终端价格走势的差异。

### 未来会发生真正的“价格战”吗？

首先我们认为，在真正的销售旺季来临之前，提早去库存引发价格战，是不符合商业逻辑的行为，这也意味着，在夏天来临之前，不存在大幅价格战的可能性，仅存在围绕着价格波动的促销活动。我们认为，目前可能影响“价格战”是否出现的因素有以下三点：

#### 1) 库存水平：当前渠道存货水平可控

从渠道存货情况看，根据产业在线数据，2019 年 2 月渠道库存 3940 万台，渠道+工业总库存 4834 万台，已经超过 15 年去库存绝对数量的峰值水平。但同时由于行业扩容明显，以过去 12 个月的内销出货量均值为基准，目前整体库存水平（消化月份数）较 15 年峰值仍有较大差距。

2) 地产竣工在 18 年底数据回暖，则意味着在今年旺季后，地产因素的边际改善将开始滞后带动家电需求端的提升。

#### 3) 行业集中度仍相对稳定，龙头企业依然优势明显

至于较难判断的旺季天气因素，我们只能做好第三季度的日常终端跟踪来做好判断，的确较难提前预估。

投资角度，我们积极推荐美的集团，市场认为美的此轮主动掀起价格战会大幅影响公司的净利润水平，我们认为公司的价格促销，是由于排产节奏差异带来的成本价格优势，这将在旺季进一步提升美的的市场份额，同时公司当前估值水平对标国际龙头仍有提升空间；中长期看，美的吸收小天鹅后将进一步理顺公司品牌和业务架构，提升整体竞争力。

**风险提示：**宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；房地产市场波动风险。

证券研究报告

2019 年 04 月 18 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518120002

luoanyang@tfzq.com

马王杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080001

mawangjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:白电零售持续好转，重点关注美的集团——2019W15 周观点》 2019-04-15
- 2 《家用电器-行业点评:慢读年报系列二：九阳的高分红率意味着什么？》 2019-04-13
- 3 《家用电器-行业研究周报:家电多品类线上表现亮眼——2019W14 周观点》 2019-04-07

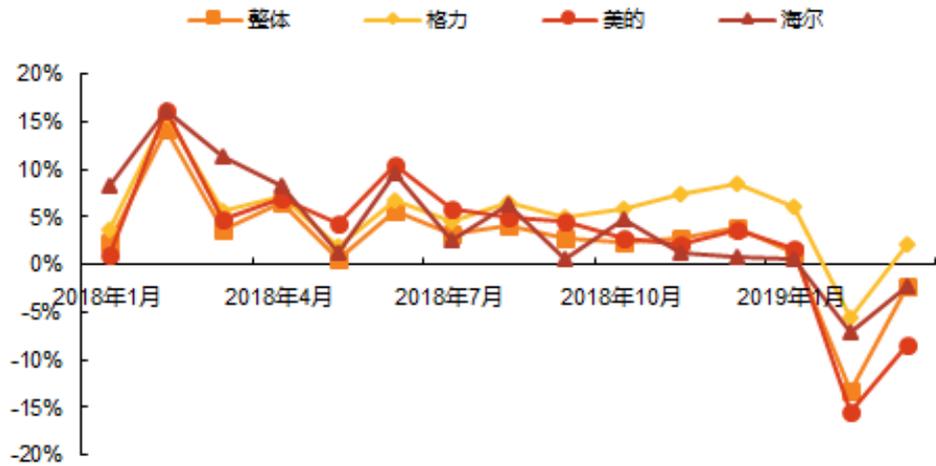


## 空调行业真的在价格战吗？

我们认为，真正的“价格战”，是通过降低毛利率的方式去抢占市场份额。其他形式的适当价格促销是一种常见的营销手段。今年以来，从表象上看，的确观察到无论行业均价还是龙头企业均价同比有所下降，但我们认为，这并不意味着行业就发生了“价格战”。

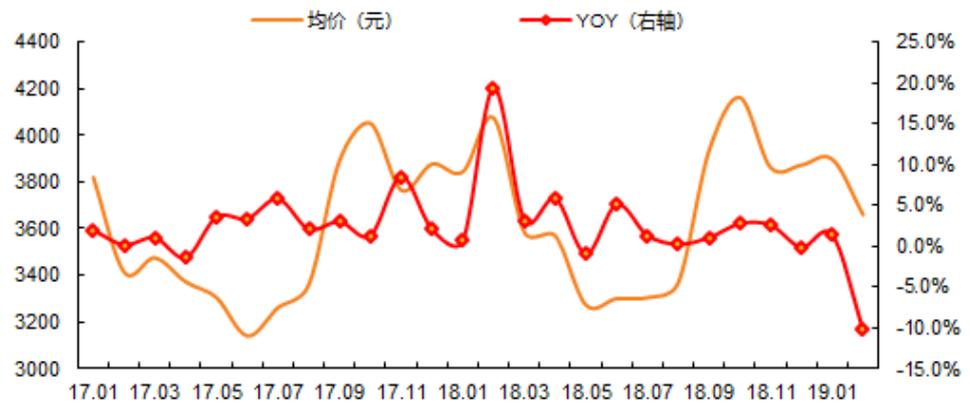
从中怡康和奥维最新的价格走势来看，19年进入二三月份，行业整体均价同比均有所下降，而中怡康数据中2月美的品牌空调零售均价下降幅度最大达到-15%，而同时格力、海尔均价同比下降幅度分别为-5%、-7%；3月格力均价有所回升，但美的及行业均价同比依然下降了6.6%、1.4%。因此市场认为，美的主动挑起了新一轮的价格战。真的是这样吗？

图 1：中怡康均价同比走势——19年2月&3月有所下降



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 2：奥维均价同比走势——19年2月明显下降



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

如果我们去观察企业的经营策略，会发现格力、美的均在进行空调促销活动。结合奥维空调全渠道零售推总数据自2018年7月连续负增长，其中19年1-2月空调全渠道零售量、零售额累计同比-2%、-5%，销量下滑环比前期已有所收窄，但均价开始下降，因此市场也形成了一定程度对于价格战的担忧。

图 3：美的空调“火三月”促销活动



资料来源：美的空调公众号，天风证券研究所

图 4：格力 2019 年三月“超级品牌日”促销活动



资料来源：格力公众号，天风证券研究所

## 我们的判断：原材料成本下降是均价下降的主因

如果我们去看主要大宗原材料价格走势会发现，从 18 年四季度开始铜、铝、塑料、钢材等主要原材料价格均开始步入下降通道。这是空调产品能有降价空间的核心原因。

表 1：主要原材料价格同比走势

| 时间    | LME铜 | LME铝 | 塑料  | 钢材  |
|-------|------|------|-----|-----|
| 18M1  | 23%  | 24%  | 1%  | 18% |
| 18M2  | 18%  | 18%  | 1%  | 13% |
| 18M3  | 17%  | 9%   | 1%  | 8%  |
| 18M4  | 20%  | 15%  | 3%  | 13% |
| 18M5  | 22%  | 20%  | 11% | 20% |
| 18M6  | 22%  | 19%  | 6%  | 18% |
| 18M7  | 5%   | 10%  | 3%  | 12% |
| 18M8  | -7%  | 1%   | 2%  | 7%  |
| 18M9  | 1%   | 6%   | 4%  | 17% |
| 18M10 | -9%  | -5%  | 1%  | 5%  |
| 18M11 | -9%  | -8%  | -4% | 0%  |
| 18M12 | -11% | -7%  | -7% | -4% |
| 19M1  | -16% | -7%  | -9% | -9% |
| 19M2  | -10% | -5%  | -8% | -6% |
| 19M3  | -5%  | -10% | -7% | -5% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

如果我们将空调及主要零部件的成本进行如下的假设拆分：

图 5：空调及主要零部件成本拆分

| 空调  | 成本占比 | 压缩机 | 成本占比 |
|-----|------|-----|------|
| 压缩机 | 33%  | 钢材  | 46%  |
| 电机  | 11%  | 铜   | 10%  |
| 冷轧板 | 2%   | 其他  | 44%  |
| 镀锌板 | 5%   | 合计  | 100% |
| 不锈钢 | 4%   |     |      |
| 铝   | 5%   |     |      |
| 铜管  | 10%  |     |      |
| 注塑件 | 9%   |     |      |
| 电控  | 5%   |     |      |
| 包装等 | 4%   |     |      |
| 人工  | 7%   |     |      |
| 折旧  | 5%   |     |      |
| 合计  | 100% |     |      |

| 电机 | 成本占比 |
|----|------|
| 钢材 | 40%  |
| 铜  | 20%  |
| 其他 | 40%  |
| 合计 | 100% |

资料来源：天风证券研究所

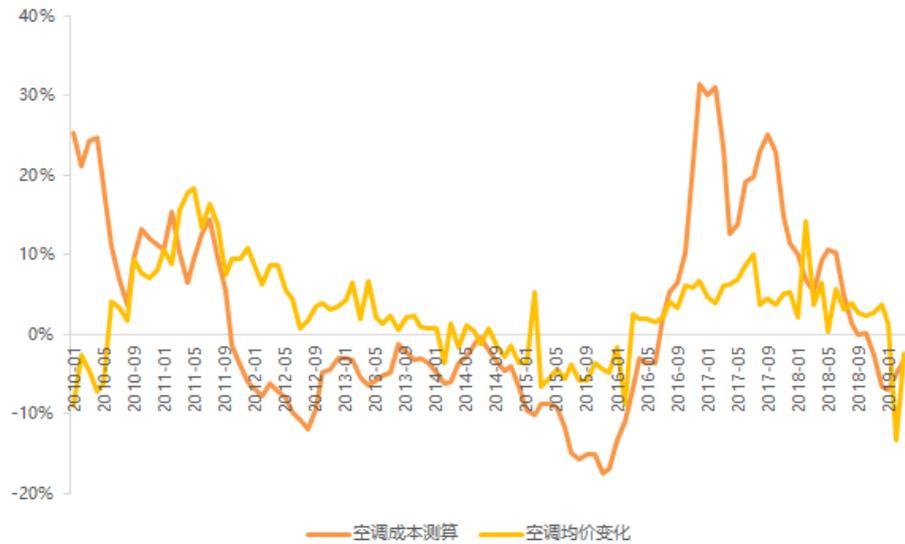
则对于空调整机厂来说，其成本拐点出现在 2018 年 10 月，之后便随着原材料成本步入下降通道，并在 18 年底、19 年初到达成本同比降幅的峰值。

表 2: 空调成本从 18 年 10 月进入拐点向下通道

| 时间    | 压缩机成本测算 | 电机成本测算 | 空调成本测算 |
|-------|---------|--------|--------|
| 18M1  | 11%     | 12%    | 10%    |
| 18M2  | 8%      | 9%     | 7%     |
| 18M3  | 5%      | 5%     | 5%     |
| 18M4  | 8%      | 8%     | 8%     |
| 18M5  | 11%     | 12%    | 11%    |
| 18M6  | 11%     | 11%    | 10%    |
| 18M7  | 6%      | 7%     | 5%     |
| 18M8  | 3%      | 3%     | 1%     |
| 18M9  | 8%      | 8%     | 6%     |
| 18M10 | 2%      | 1%     | 0%     |
| 18M11 | -1%     | -1%    | -2%    |
| 18M12 | -7%     | -7%    | -7%    |
| 19M1  | -6%     | -7%    | -7%    |
| 19M2  | -4%     | -6%    | -5%    |
| 19M3  | -3%     | -4%    | -4%    |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 空调成本走势及均价变化走势



资料来源: 中怡康, 天风证券研究所

回顾历史, 我们发现, 在充分竞争的市场下, 空调整机成本与空调均价走势具有相当程度的关联度。尽管存在消费升级及品类结构改善所带来的均价上升, 但整体趋势上仍然会契合原材料价格的波动方向。因此我们认为, 引起此轮空调价格下行的核心原因为成本下降。

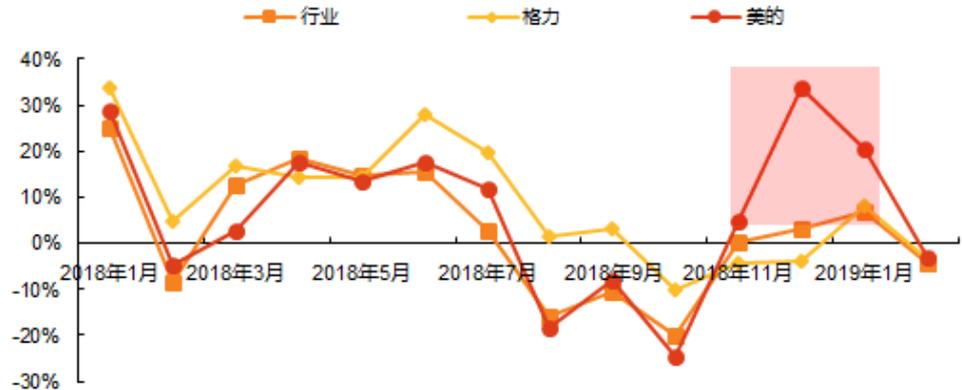
## 美的为何显著超过格力大幅降价？——利用成本优势抢占市场是正确的战略选择

我们不妨去观察美的和格力的生产节奏：

**格力与美的生产节奏第 1 次差异：**从 2018 年 6 月持续至 2018 年 10 月，在这 5 个月中，格力的排产计划较为激进，增速显著超越行业平均水平以及第二大产商美的。

**格力与美的生产节奏第 2 次差异：**从 2018 年 12 月持续至 2019 年 1 月，在这 2 个月中，美的排产计划显著高于格力；而这期间也是原材料成本开始大幅下降的时点。

图 7：美的与格力排产节奏差异



资料来源：产业在线，天风证券研究所

如果我们将上述两个阶段格力和美的排产差异进行量化，可以发现：

- 1) 18 年 6 月-10 月高成本时期：格力比美的额外多累计约多排产 248 万台空调。
- 2) 18 年 11 月-19 年 4 月低成本时期：美的比格力累计约多排产 457 万台空调。

表 3：格力 18 年 6 月-10 月显著超越行业的排产水平

| 格力       | 实际排产 | 实际排产增速 | 行业排产增速 | 按行业增速预测排产 | 差异排产 |
|----------|------|--------|--------|-----------|------|
| 2018年1月  | 388  | 33.8%  | 25%    | 363       | 25   |
| 2018年2月  | 300  | 4.9%   | -8%    | 262       | 38   |
| 2018年3月  | 490  | 16.7%  | 13%    | 474       | 16   |
| 2018年4月  | 525  | 14.1%  | 18%    | 544       | -19  |
| 2018年5月  | 520  | 14.3%  | 15%    | 522       | -2   |
| 2018年6月  | 525  | 28.0%  | 16%    | 474       | 51   |
| 2018年7月  | 490  | 19.5%  | 3%     | 421       | 69   |
| 2018年8月  | 380  | 1.3%   | -16%   | 316       | 64   |
| 2018年9月  | 402  | 3.1%   | -11%   | 348       | 54   |
| 2018年10月 | 320  | -10.1% | -20%   | 285       | 35   |
| 2018年11月 | 350  | -4.4%  | 0%     | 367       | -17  |
| 2018年12月 | 365  | -3.9%  | 3%     | 392       | -27  |
| 2019年1月  | 420  | 8.2%   | 7%     | 414       | 6    |
| 2019年2月  | 290  | -3.3%  | -4%    | 288       | 2    |
| 2019年3月  | 445  | -9.2%  | 5.9%   | 519       | -74  |
| 2019年4月  | 510  | -2.9%  | 6.0%   | 556       | -46  |

资料来源：产业在线，天风证券研究所

表 4: 美的 18 年 11 月开始显著超越行业的排产水平

| 美的       | 实际排产 | 实际排产增速 | 行业排产增速 | 按行业增速预测排产 | 差异排产 |
|----------|------|--------|--------|-----------|------|
| 2018年1月  | 340  | 28.8%  | 25%    | 330       | 10   |
| 2018年2月  | 268  | -4.6%  | -8%    | 258       | 10   |
| 2018年3月  | 380  | 2.7%   | 13%    | 417       | -37  |
| 2018年4月  | 370  | 17.5%  | 18%    | 373       | -3   |
| 2018年5月  | 375  | 13.6%  | 15%    | 379       | -4   |
| 2018年6月  | 400  | 17.6%  | 16%    | 393       | 7    |
| 2018年7月  | 380  | 11.8%  | 3%     | 349       | 31   |
| 2018年8月  | 245  | -18.3% | -16%   | 252       | -7   |
| 2018年9月  | 205  | -8.1%  | -11%   | 199       | 6    |
| 2018年10月 | 185  | -24.5% | -20%   | 196       | -11  |
| 2018年11月 | 210  | 5.0%   | 0%     | 201       | 9    |
| 2018年12月 | 375  | 33.9%  | 3%     | 289       | 86   |
| 2019年1月  | 410  | 20.6%  | 7%     | 363       | 47   |
| 2019年2月  | 260  | -3.0%  | -4%    | 257       | 3    |
| 2019年3月  | 480  | 26.3%  | 5.9%   | 402       | 78   |
| 2019年4月  | 470  | 27.0%  | 6.0%   | 392       | 78   |

资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

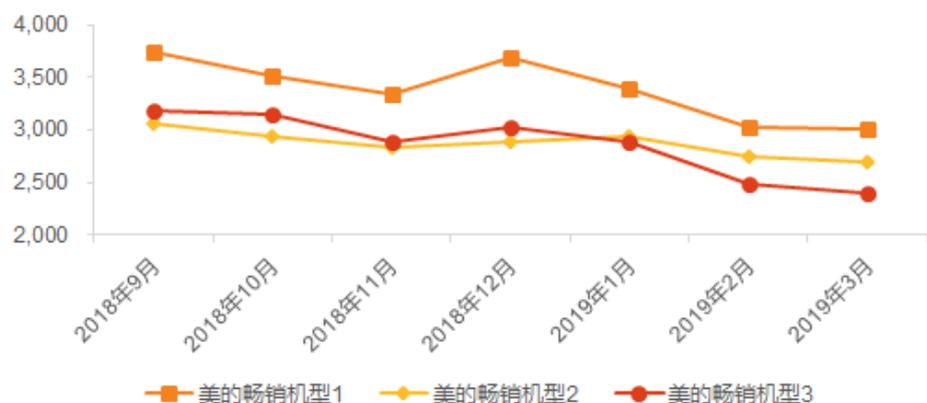
这也意味着二者合计的具有显著成本差异的空调约 705 万台, 相当于格力和美的月度 1 个月-2 个月的出货量, 而以双方正常的月度出货量差距来算, 需要约 6-7 个月可以消化这部分差异。而正是这部分成本差异显著的产品, 形成了美的和格力终端价格走势的差异。

从降价幅度上看, 美的均价降幅实际上在一定程度上是超过原材料价格下降的幅度的, 这意味着:

- 1) 由于原材料价格下跌带来的成本优势, 使得美的在三、四月份的短期促销活动中, 具备足够的均价下降空间让利给消费者;
- 2) 美的在空调业务上积极推行“T+3”, 合理安排排产计划, 带来了资金运营效率的提升; 同时, 由于排产节奏的差异, 我们认为美的相较于格力在库存仓储成本上也具备明显优势, 这部分资金成本与仓储成本也能给予合理的降价空间;
- 3) 在兼顾单品毛利率的情况下, 美的更加细分和明晰化品牌和产品价格定位; 美的品牌一方面相对于高端定位的 Colmo 在价格段上仍有升级空间, 另一方面主打性价比的畅销机型系列也推出了更具价格竞争力的产品去针对性价比细分市场的需求。

从数据上进一步验证, 我们从中怡康数据中分别选取美的畅销单品排名前三的机型, 其均价从 2018 年下半年开始逐步下降。

图 8: 美的畅销机型均价从 18 年下半年开始下降 (单位: 元)



资料来源: 中怡康, 天风证券研究所

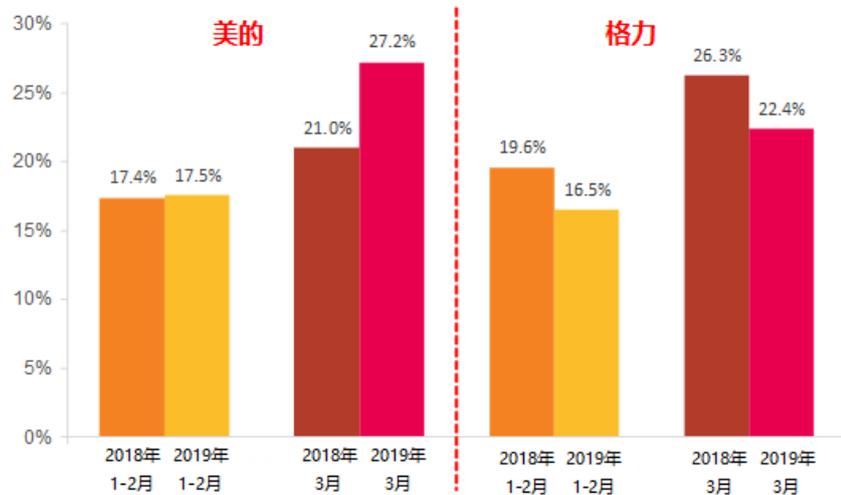
附注: 畅销机型 1——KFR-35GW/BP3DN8Y-PH200(B1)

畅销机型 2——KFR-26GW/BP3DN8Y-PH200(B1)

畅销机型 3——KFR-35GW/BP2DN8Y-PH400(B3)

同时，美的和格力 4300 元均价以下的空调产品比例在 19 年一季度呈现相反的走势，美的的低价产品占比在上升，而格力低价产品的占比在下降。

图 9：4300 元均价以下空调占比：美的上升 vs 格力下降



资料来源：中怡康，天风证券研究所

## 未来会发生真正的“价格战”吗？

首先我们认为，在真正的销售旺季来临之前，提早去库存引发价格战，是不符合商业逻辑的行为，这也意味着，在夏天来临之前，不存在大幅价格战的可能性，仅存在围绕着价格波动的促销活动。

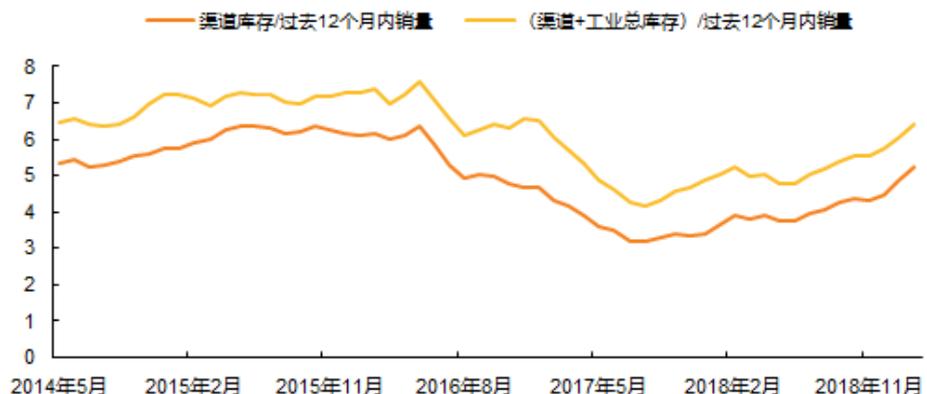
真正价格战的压力点在于旺季结束，也就是在新冷年开盘之际，我们在此不妨提早做一下分析推演。

我们认为，目前可能影响“价格战”是否出现的因素有以下三点：

### 1) 库存水平：当前渠道存货水平可控

从渠道存货情况看，根据产业在线数据，2019 年 2 月渠道库存 3940 万台，渠道+工业总库存 4834 万台，已经超过 15 年去库存绝对数量的峰值水平。但同时由于行业扩容明显，以过去 12 个月的内销出货量均值为基准，目前整体库存水平（消化月份数）较 15 年峰值仍有较大差距。

图 10：目前整体库存水平较 15 年去库存高峰期仍有差距



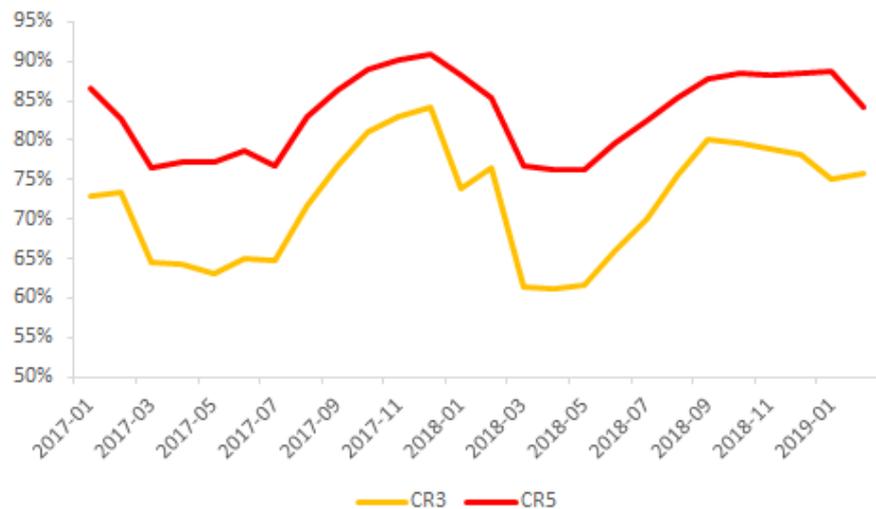
资料来源：产业在线，天风证券研究所

2) 地产竣工在 18 年底数据回暖, 则意味着在今年旺季后, 地产因素的边际改善将开始滞后带动家电需求端的提升。

### 3) 行业集中度仍相对稳定, 龙头企业依然优势明显

从行业竞争格局来看, 无论是 CR3 还是 CR5 份额仍稳定在较高水平, 且从 19 年初情况看, 龙头份额同比 18 年及 17 年依然略有提升, 行业竞争格局和集中度相对稳定, 龙头企业仍然具备较强的稳局控场能力, 行业整体较难出现乱象, 除非渠道层面受到新零售格局的变化影响。

图 11: 产业在线 CR3 及 CR5 集中度稳定



资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

至于较难判断的旺季天气因素, 我们只能做好第三季度的日常终端跟踪来做好判断, 的确较难提前预估。

投资角度, 我们积极推荐美的集团, 市场认为美的此轮主动掀起价格战会大幅影响公司的净利润水平, 我们认为公司的价格促销, 是由于排产节奏差异带来的成本价格优势, 这将在旺季进一步提升美的的市场份额, 同时公司当前估值水平对标国际龙头仍有提升空间; 中长期看, 美的吸收小天鹅后将进一步理顺公司品牌和业务架构, 提升整体竞争力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                   | 上海                   | 深圳                   |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 电话：(8627)-87618889   | 电话：(8621)-68815388   | 电话：(86755)-23915663  |
|                      | 传真：(8627)-87618863   | 传真：(8621)-68812910   | 传真：(86755)-82571995  |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |