

家用电器行业

以史为镜，看空调价格战会否上演？

分析师：曾婵



SAC 执业证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执业证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执业证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 引子：36个月之后行业均价首次出现回落，美的依托高性价比爆款领衔降价促销，格力未做特殊应对

根据中怡康数据，2019年2月空调线下零售均价同比显著下滑13%，行业均价自2016年2月以来同比首次出现回落，3月均价仍同比下滑2.4%，但降幅有所收窄。美的提前开启“火三月”活动，力推1/1.5p一级能效促销机型，2、3月份零售均价降幅达到15%、8%，领衔行业；格力依然保持往年以4月促销为主的节奏，未做特殊应对，3月均价同比提升2%。在渠道库存高企的背景下，美的的促销策略引发行业关于价格战的担忧，本篇报告从通过回顾空调行业历史上两次价格战，以分析当下时点空调行业发生价格战的可能性。

● 回顾：空调行业历史上的两次价格战

2000-2004年价格战：发起方是以奥克斯为代表的小厂商，目的是为了在高成长高利润的空调行业以价换量争夺市场空间；价格战过程中，产品均价大幅下滑，2004年相较于2000年行业均价下降约40%，厂商利润空间被压缩，小品牌被不断出清；最终在终端需求短暂回落、原材料价格上涨、集中度快速提升的背景下，价格战结束，龙头的垄断红利自此开始释放。

2014-2016年价格战：发起方是行业龙头格力电器，目的是为了在终端需求羸弱的背景下完成渠道库存去化；价格战过程中，产品均价仅小幅下滑5%，龙头盈利能力未受明显影响，但龙头降低出货量去库存导致2015年收入显著下滑，而竞争格局仍然稳定；最终在2016年炎夏带动需求向好、渠道库存去化完毕的背景下，价格战结束，行业均价重回增长，2018年行业均价已超过价格战发生之前的均价水平。

● 通今：短期可能发生价格战，预计降价幅度可能会超过2015年，但对企业报表影响有限；长期均价仍将保持稳健增长

当下空调行业与2014-2016年相似点在于：（1）根据产业在线统计，行业整体库存超过4000万台，库存绝对值达到2015年水平，有一定压力；（2）厂商端具备丰厚利润；（3）大宗原材料价格下行叠加增值税降税给企业更灵活的定价策略。但与2015年不同之处在于：（1）空调内销基数扩大，实际库存去化压力小于2015年；（2）地产竣工交房周期即将到来，终端需求可能好于预期；（3）经销商资金压力小于2015年。短期视角下推演，决定价格战是否实质性爆发的仍然是今年旺季的炎热程度，成本端利好使厂商将策略聚焦于刺激终端销售而非去库存，故价格战实际力度可能超过2015年，但对报表端收入利润影响相比2015年更有限。长期来看，基于需求端消费升级与供给端产品升级的双向驱动，并参考日本空调均价长期稳健增长，我们认为短期价格波动无碍空调行业长期均价提升。

● 投资建议：继续关注空调行业龙头以及上游零部件龙头

我国空调整体保有量与日本仍有明显差距，销量尚未触顶。在需求端消费升级与供给端产品升级的双向利好下，短期因库存及天气导致的波动无碍空调行业长期均价稳健增长。空调仍然是三大白电品类中最具成长性的子行业，历史上的价格战使空调行业目前具备优异的竞争格局，龙头在享受行业成长的同时也将继续收获垄断红利。我们建议继续关注白电龙头：格力电器、美的集团、青岛海尔、海信家电；空调行业零部件龙头：三花智控。

● 风险提示

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；空调终端需求不及预期；空调渠道库存过高。

相关研究：

三花智控 (002050.SZ) :收入保持稳健增长，盈利能力略有下降	2019-04-21
美的集团 (000333.SZ) :2018年业绩符合预期，盈利能力提升	2019-04-21
格力电器 (000651.SZ) :空间依旧广阔，龙头续写征途	2019-04-09

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 0755-82771936 szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	最新 货币 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)		
						2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
格力电器	000651.SZ	人民币	59.91	2019/04/09	买入	61.00	4.79	5.39	12.52	11.13	7.01	5.75	29.10	27.37
美的集团	000333.SZ	人民币	52.60	2019/04/21	买入	64.79	3.41	3.81	15.43	13.81	11.46	9.54	23.23	22.95
青岛海尔	600690.SH	人民币	17.47	2019/03/26	买入	19.65	1.31	1.48	13.37	11.83	6.64	5.05	18.49	18.26
海信家电	000921.SZ	人民币	13.73	2019/03/29	增持	14.35	1.12	1.23	12.28	11.15	12.20	9.60	17.20	15.92
三花智控	002050.SZ	人民币	16.14	2019/04/20	买入	18.09	0.67	0.76	24.16	21.11	17.47	15.53	14.86	15.36

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019/04/24 收盘价计算

目录索引

1. 引子：行业均价重启下滑，价格战是否正在上演？	6
36个月之后行业均价首次出现回落，美的力推高性价比爆款领衔降价	6
2. 回顾：空调行业历史上的两次价格战	9
2.1 2000-2005年价格战回顾	9
2.2 2014-2016年价格战回顾	13
2.3 对比：行业发展阶段、发起者诉求决定价格战深化程度，第一次价格战更具实质性	19
3. 通今：短期可能发生价格战，预计降价幅度可能会超过2015年，但对企业报表影响有限；长期均价仍将保持稳健增长	20
3.1 相似：库存绝对值达到2015年水平，厂商端具备丰厚利润、原材料价格下降叠加降税利好成本端	20
3.2 不同：销售基数扩大、地产竣工周期已至、渠道资金压力有限	22
3.3 短期推演：天气将决定短期终端需求及价格战的深化程度	23
3.4 长期发展：消费升级是大趋势，短期波动无碍均价长期稳定增长	23
4. 投资建议	24
风险提示	24

图表索引

图 1: 空调零售均价及同比: 2016 年 2 月之后行业均价首次回落, 3 月降幅有所收窄	6
图 2: 美的线下降价促销力度最大, 格力未做特殊应对	6
图 3: 空调行业及主要品牌线下周度均价 (元)	7
图 4: 空调行业及主要品牌线下周度均价 (元) YoY	7
图 5: 空调行业及主要品牌线上周度均价 (元)	7
图 6: 空调行业及主要品牌线上周度均价 (元) YoY	7
图 7: 空调行业及主要品牌线下与线上周度均价价差 (元)	8
图 8: 美的空调 2019 年自 2 月底便开启“火三月”促销活动	8
图 9: 格力的促销活动自 3 月底开始, 力度未有显著变化	8
图 10: 格力、美的线下畅销机型近期零售均价 (元) 变化: 美的 1.5p、一级能效机型降价幅度较大, 是主力促销机型	9
图 11: 奥克斯 2002 年以发布《空调成本白皮书》的方式深化价格战	10
图 12: 2000 年后国内城镇空调保有量快速提升	11
图 13: 格力电器 90 年代毛利率 (左轴)、净利率 (右轴): 上市时仍具备较好的盈利能力	11
图 14: 空调行业产量始终保持高速增长	11
图 15: 2000 年起行业内销出货量持续增长	11
图 16: 空调内销出货均价下滑至 2004 年触底	11
图 17: 大宗原材料价格在价格战末期持续上涨最终压垮小厂商, 加速行业集中度提升	12
图 18: 2000-2005 年间空调品牌数量迅速缩减	12
图 19: 价格战过程中行业 CR3 不断提升	13
图 20: 价格战尾声时龙头空调业务毛利率处于低位	13
图 21: 格力在《济南日报》和《山东商报》刊登促销文字开启价格战	13
图 22: 2014 年至 2015 年中商品房销售低迷	15
图 23: 2014、2015 年全国省会城市旺季平均温度 (摄氏度) 相对较低	15
图 24: 终端需求较弱+龙头厂商业绩诉求促使行业整体进入压库存周期	15
图 25: 大宗原材料价格持续下降扩大行业盈利空间	16
图 26: 龙头空调业务毛利率不断上行, 盈利能力强	16
图 27: 2015 行业在渠道去库存背景下, 出货有显著下滑	16
图 28: 2015 年价格战并未对终端需求形成有效刺激, 行业零售量仍有下滑	16
图 29: 2015-2016 年内销出货量 (万台) 情况	17
图 30: 2015-2016 年零售量 (万台) 推总情况	17
图 31: 2015 年去库存使得龙头空调业务收入 (亿元) 显著下滑	17
图 32: 2015 年行业均价最大降幅未超过 7%	18
图 33: 一线品牌月均价最大同比降幅均在 10% 左右	18
图 34: 2015 全年行业均价降幅在 5% 左右	18
图 35: 龙头企业空调业务盈利能力并未有显著下滑	18

图 36: 2018 年相比于价格战发生之前的 2014 年行业及主要品牌零售均价均有不同程度提升.....	18
图 37: 空调内销零售端市占率月度变化.....	19
图 38: 2015 年空调零售市占率变化: 格力零售市占率提升显著	19
图 39: 空调内销出货端市占率月度变化.....	19
图 40: 2015 年空调内销市占率变化: 格力、美的小幅提升, 但程度有限.....	19
图 41: 2018 年下半年终端零售需求较为羸弱	21
图 42: 2018 年内销出货量 YoY 前高后低	21
图 43: 2018 年库存绝对值重回 2015 年水平.....	21
图 44: 三大龙头 2017 年空调业务毛利率都均保持在较高水平	22
图 45: 2018 年下半年原材料价格高位回落	22
图 46: 更新需求的释放使空调内销出货量中枢上升	22
图 47: 2019 年开始预计进入竣工交房期利好后周期消费品.....	22
图 48: 旺季气温与空调出货景气度相关性较高.....	23
图 49: 空调产品未来升级趋势	24
图 50: 日本空调长期均价稳步提升.....	24

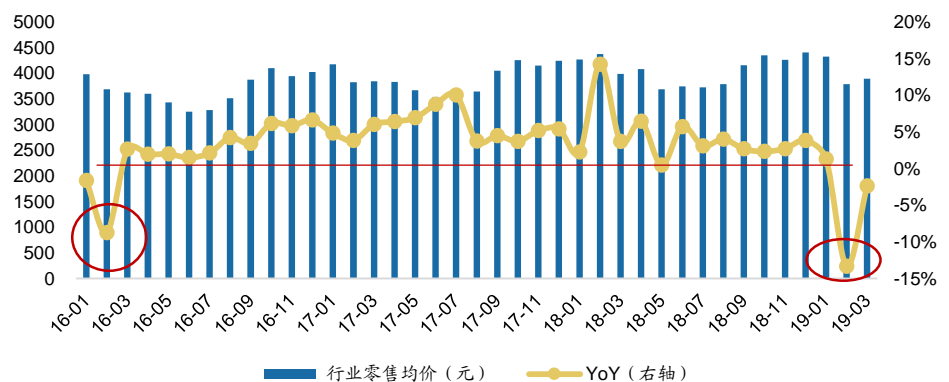
表 1: 第一轮价格战前后, 格力电器对于空调行业及公司发展的表述.....	12
表 2: “破格行动”各品牌应对文案.....	14
表 3: 空调行业两次价格战的核心要素对比	20

1. 引子：行业均价重启下滑，价格战是否正在上演？

36个月之后行业均价首次出现回落，美的力推高性价比爆款领衔降价

2019年2月中怡康数据显示，空调行业均价同比显著下降13%、环比下降12%。行业均价自2016年2月以来（36个月）首次出现同比回落。3月虽然均价同比仍然下降2.4%，但降幅有所收窄。

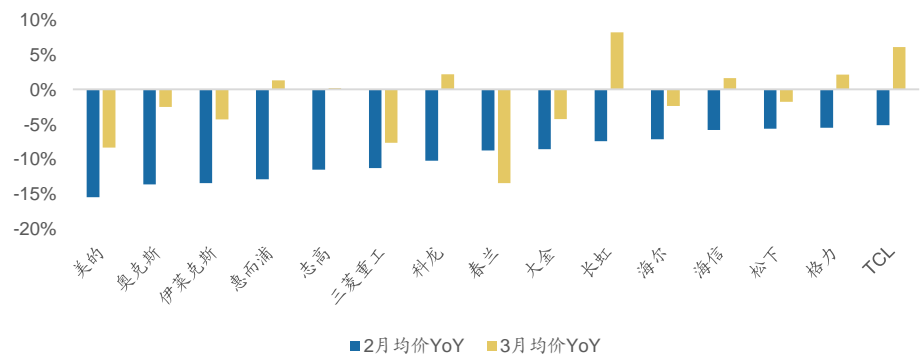
图 1：空调零售均价及同比：2016年2月之后行业均价首次回落，3月降幅有所收窄



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

分品牌来看，美的提前启动“火三月”促销，并力推1/1.5p一级能效爆款机型领衔本次降价，美的2月、3月降价幅度分别达到15%、8%，新晋龙头奥克斯的降价幅度也较大（2、3月份-14%、-3%），海尔降价幅度较小，而格力2月份均价同比虽然有所下滑，但3月均价同比却回归正增长。面对美的的强势促销，格力依然保持了往年惯常的促销节奏（往年通常在4月进行促销）。

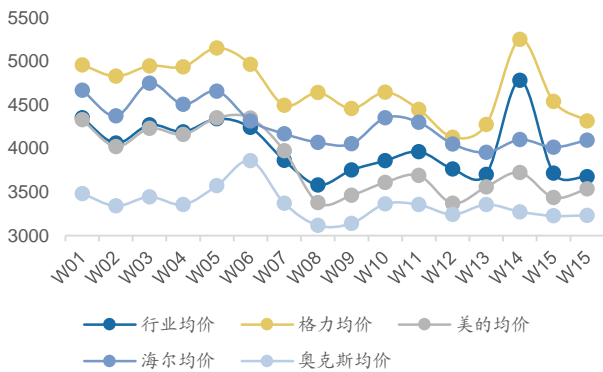
图 2：美的线下降价促销力度最大，格力未做特殊应对



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

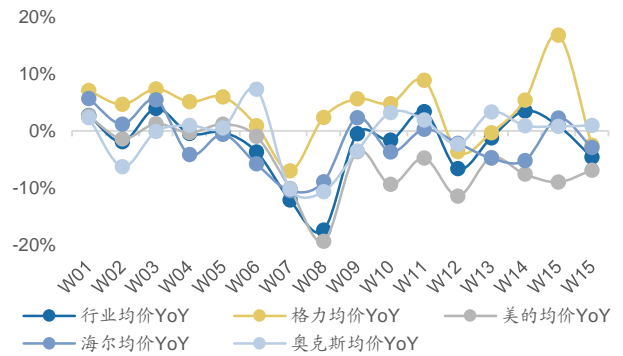
此外，根据奥维云网统计的周度均价高频数据：线下数据与中怡康月度数据（主要统计口径为一二线城市KA）相似，美的自2月第3周开始降价促销，而格力始终未有明显的应对措施，即使是在4月传统促销季，格力相较往年也未有更大力度的促销措施（均价同比仍有提升）。线上的促销力度不及线下，从累计数据来看，线上各品牌均价甚至仍有小幅增长。因此本轮促销主要以线下为主，但线下均价整体仍高于线上，仅在活动力度相对较大的2月份，价差有所收窄。

图 3：空调行业及主要品牌线下周度均价（元）



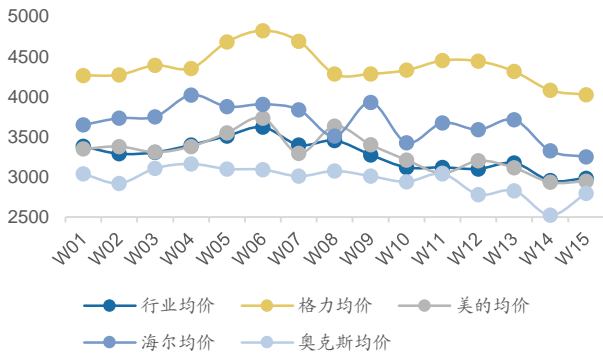
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 4：空调行业及主要品牌线下周度均价（元）YoY



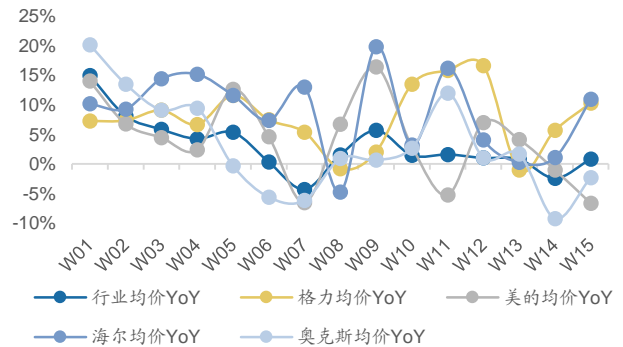
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 5：空调行业及主要品牌线上周度均价（元）



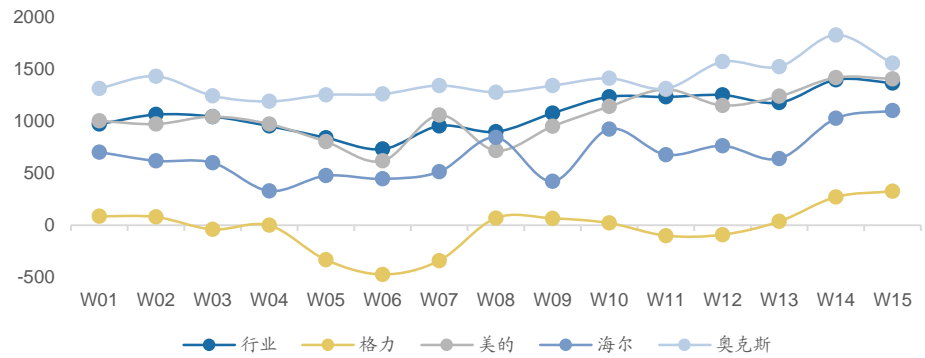
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 6：空调行业及主要品牌线上周度均价（元）YoY



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 7: 空调行业及主要品牌线下与线下周度均价价差 (元)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 8: 美的空调2019年自2月底便开启“火三月”促销活动



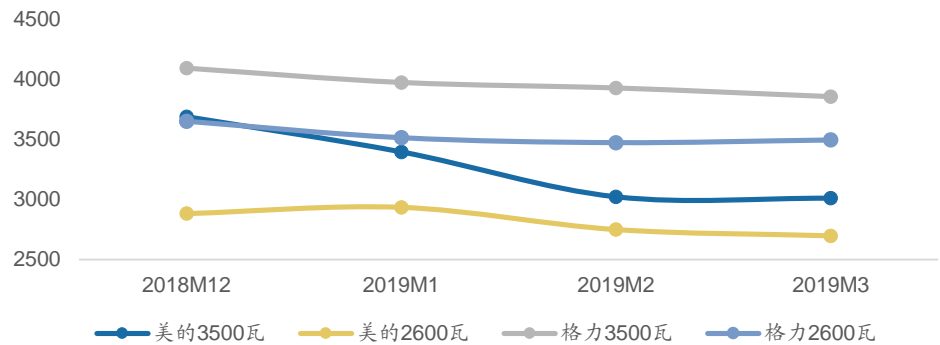
数据来源: 美的空调公众号, 广发证券发展研究中心

图9: 格力的促销活动自3月底开始, 力度未有显著变化



数据来源: 格力电器公众号, 广发证券发展研究中心

图 10: 格力、美的线下畅销机型近期零售均价(元)变化: 美的1.5p、一级能效机型降价幅度较大, 是主力促销机型



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

注: 美的 3500 瓦型号: KFR-35GW/BP3DN8Y-PH200(B1); 2600 瓦型号: KFR-26GW/BP3DN8Y-PH200(B1); 格力 3500 瓦型号: KFR-26GW/(26549)FNhAa-A1(WIFI); 2600 瓦型号: KFR-35GW/(35549)FNhAa-A1(WIFI)。均为 2019 年 3 月份各自品牌最畅销的前两款机型。

空调2月单月均价大幅下降除了厂商提前了促销活动节奏外, 也有2018年2月高基数的影响(2018年2月行业均价YoY+14%, 是近三年均价同比增幅最大的单月, 3月份降幅收窄也侧面印证了确实有基数影响), 但在行业渠道库存高企的背景下, 厂商提前开启的促销活动以及行业均价同比下滑再度引发市场对于空调价格战的担忧。本篇报告通过回顾历史上的两次空调价格战, 以史为镜, 分析当下时点空调行业发生价格战的可能性。

2. 回顾: 空调行业历史上的两次价格战

2.1 2000-2005 年价格战回顾

2.1.1 回顾: 以奥克斯为代表的中小品牌, 通过“事件营销”连续挑起价格战

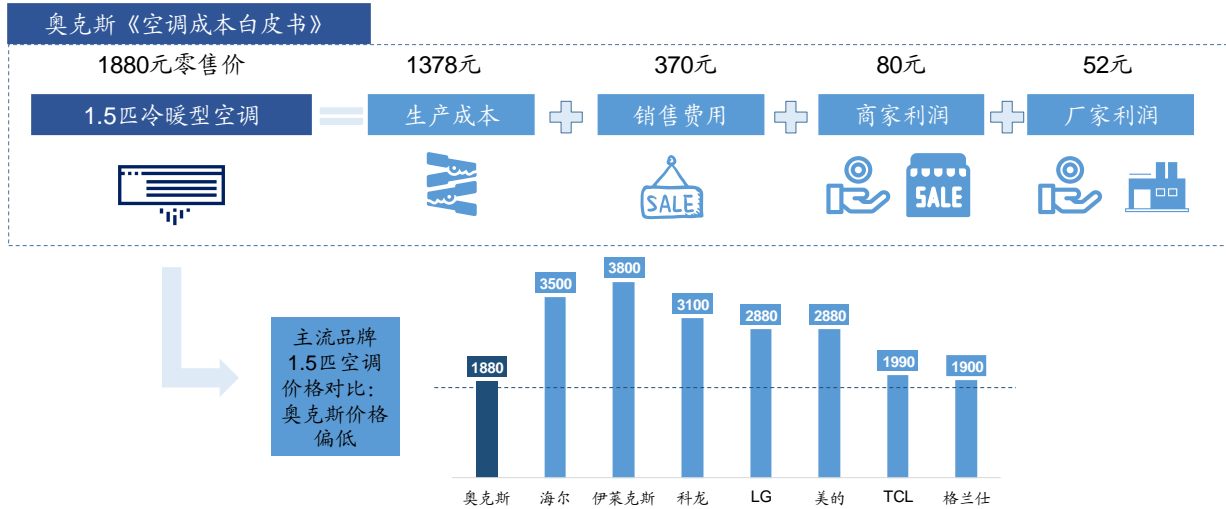
空调行业发展于90年代, 早期市场始终供不应求。2000年左右, 行业竞争开始加剧, 以奥克斯为代表的中低端品牌, 以“低价”配合“事件营销”不断挑起价格战, 力图抢夺市场份额, 具体来看:

- 1999年: 在成都打响降价第一枪, **最大降价幅度25%**;
- 2001年: 发起“免检是爹, 平价是娘”的“爹娘革命”, **将40多款机型平均降价30%以上**; 邀请同获免检资格企业在北京召开空调降价联盟峰会;
- 2002年: 发布《空调行业成本白皮书》, **将16款产品平均降价20%**; “1分钱空调”套餐营销; 聘请带领中国闯入世界杯的教练米卢代言;
- 2003年: “一元利空调”活动, **60余款主力机型降价30%, 单款机型最大**

降幅2000元；发布《空调行业技术白皮书》；

➤ 2004年：继续“一元利润洗牌运动”。

图 11：奥克斯2002年以发布《空调成本白皮书》的方式深化价格战



数据来源：奥克斯空调成本白皮书、广发证券发展研究中心

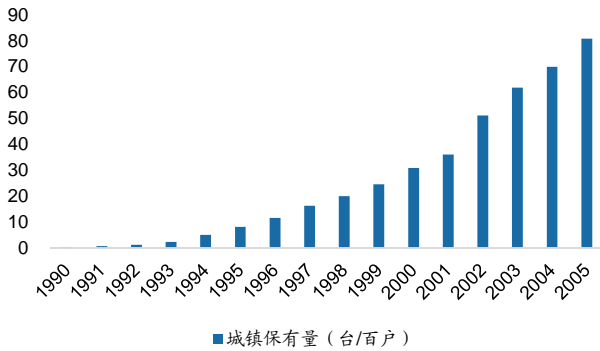
面对奥克斯以及其它中小厂商来势汹汹的竞争，格力作为龙头厂商，旗帜鲜明的高举不打价格战的大旗，坚持以质量取胜，并基于自身的技术、规模、创新优势为消费者提供高质高性价比产品。但行业激烈的竞争使得格力等龙头企业也不可避免的被动陷入价格战中，以免份额被中小品牌大幅侵蚀。

2.1.2 溯源：高成长高利润吸引竞争者，小厂商以价换量博空间

空调行业经历90年代的导入期后，21世纪行业规模开始快速扩容，城镇保有量从2000年的30.8台/百户，到2005年已经超过80台/百户，行业具备高成长性。由于在导入阶段空调仍具备奢侈品属性，使得厂商具备可观的盈利空间。

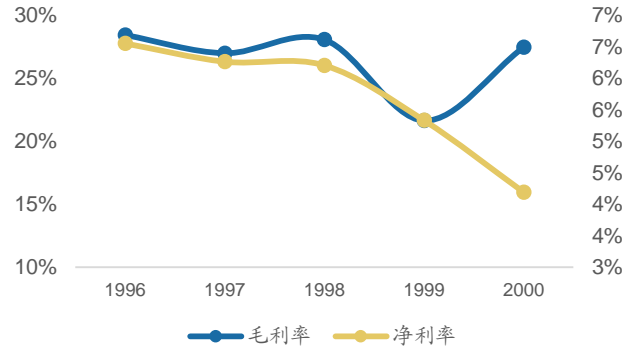
行业空间大+盈利空间足，加之生产壁垒较低，空调行业吸引了多方竞逐，行业产能迅速扩充。同质化产品大规模涌现之下终端销售迅速由卖方市场迅速转变为买方市场。小厂商力图以价换量实现后来居上的策略，最终使全行业价格战爆发。

图 12: 2000年后国内城镇空调保有量快速提升



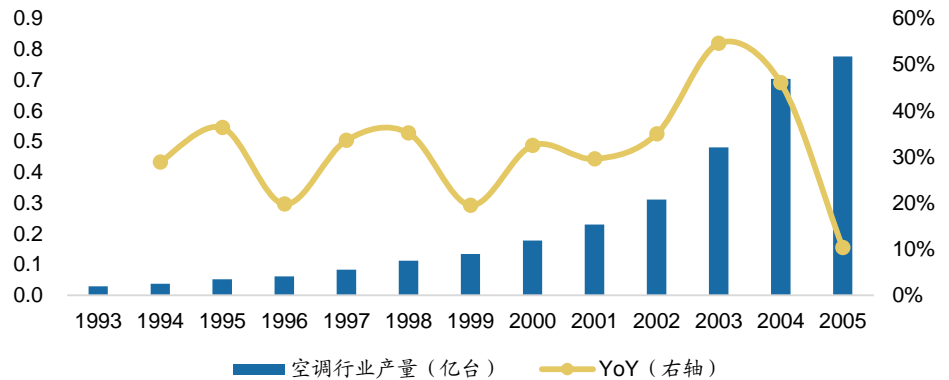
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 13: 格力电器90年代毛利率(左轴)、净利率(右轴): 上市时仍具备较好的盈利能力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 空调行业产量始终保持高速增长

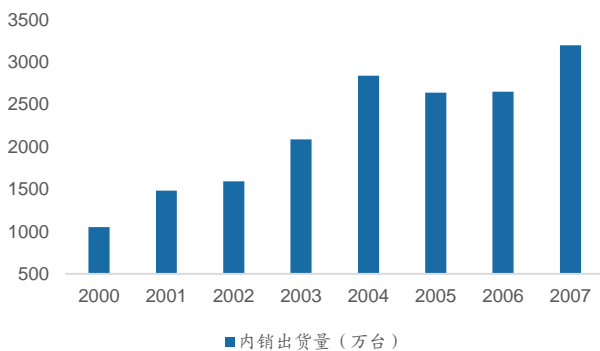


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

2.1.3 终局: 行业维持增长, 竞争格局全面出清, 龙头垄断红利开启

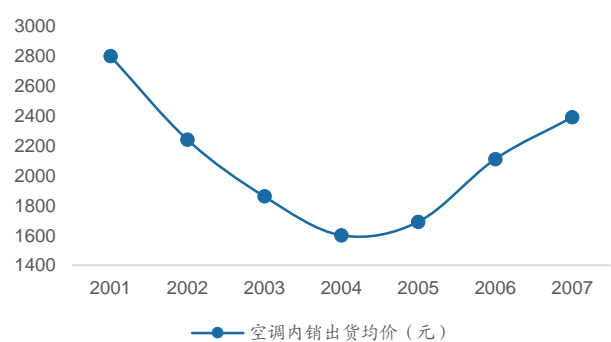
虽然连续几年经历价格战洗礼, 但尚处成长中的空调行业仅在2005年内销量有小幅下滑, 其余年份均保持正增长。行业均价自2000年左右不断下滑, 并且下滑幅度超过40%。到2004年之后在原材料上涨的压力下开始回升。

图 15: 2000年起行业内销出货量持续增长



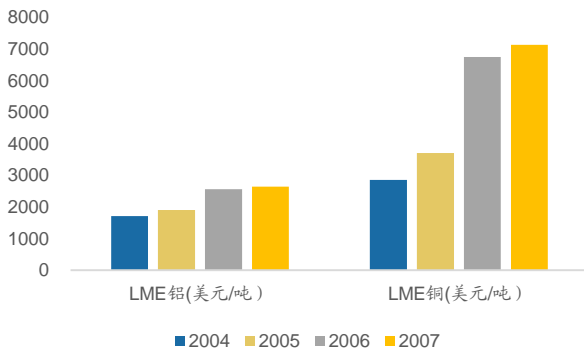
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 16: 空调内销出货均价下滑至2004年触底



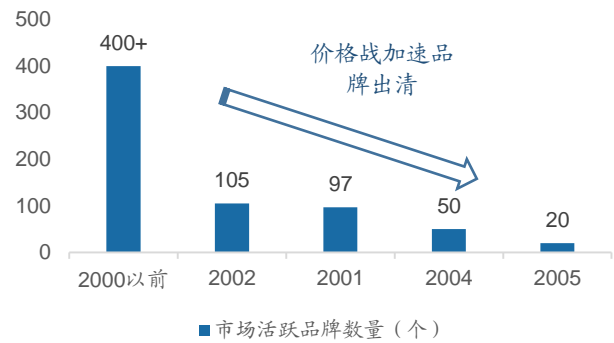
数据来源: 艾肯家电网, 广发证券发展研究中心

图 17: 大宗原材料价格在价格战末期持续上涨最终压垮小厂商, 加速行业集中度提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2000-2005年间空调品牌数量迅速缩减



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

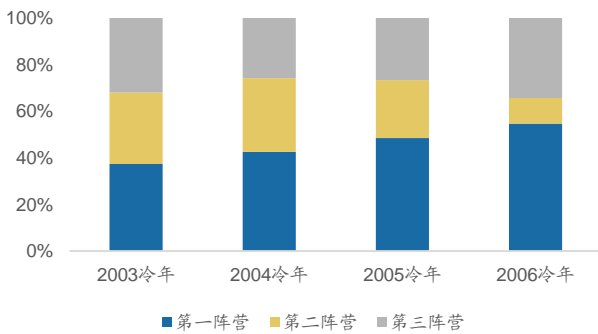
从竞争格局来看, 根据Gfk统计, 2000年以前全市场空调品牌有400家, 终端价格下滑叠加大宗原材料价格上涨的双重压力使得多数品牌陆续退出, 到2005年底市场剩余品牌不超过20家, 春兰等部分传统优势品牌在此轮竞争中完全掉队; 奥克斯虽然短暂的跻身至市场前3, 但因产品质量差距, 后期份额再度回落。格力、美的、海尔三大龙头在本轮价格战中承受住了巨大的竞争压力, 份额不断提升。

表 1: 第一轮价格战前后, 格力电器对于空调行业及公司发展的表述

年份	具体表述
1998	公司在空调器价格下调 7% 的情况下, 实现销售收入 42.98 亿元, 比上年增长 24.54% (扣除折让后增长 5%), 实现净利润 2.12 亿元, 比上年增长 6.77%。
1999	我国空调器的普及率还较低, 需求总量每年以较快速度增长, 行业将保持较快发展。公司在激烈的竞争中稳步发展, 1999 年生产空调 153 万台, 销售 146 万台, 产销量居全国第一位, 继续保持行业领先优势。
2000	我国空调器的生产能力远远大于市场需求, 市场价格不断下降, 企业要盈利将更加困难。我公司在 2000 年激烈的竞争中稳步发展, 2000 年生产空调 200 万台, 销售 193 万台。
2001	空调行业供求关系严重失衡, 生产能力远远大于市场需求, 市场竞争十分激烈, 市场价格继续下滑, 主营业务利润率越来越低。公司 2001 年销售 236 万台空调, 比上年增长 22%, 实现销售收入 65.88 亿元, 比上年增长 6.64%。
2002	本报告期空调市场价格继续下降, 二三线品牌相继大幅降价, 竞争十分激烈, 同时由于天气原因, 销售旺季不旺。
2003	空调行业一方面依然保持着供过于求的局面, 市场竞争十分激烈, 市场价格继续下滑; 另一方面在钢、铜、铝等价格大幅上涨的带动下出现材料成本全面上涨的局面, 空调行业毛利率继续下降, 市场开始淘汰行业中规模较小的企业, 市场集中度进一步提高。
2004	空调行业竞争依然十分激烈。虽然空调行业市场价格基本保持稳定, 全行业出口量大幅增长, 但在钢、铜、铝、塑胶等价格上涨的带动下出现空调材料成本上升, 加上出口退税比例由 17% 下降到 13%, 空调行业获利空间继续下降, 许多品牌在市场竞争中黯然退出, 市场集中度进一步提高。
2005	本报告期, 受房地产调控政策及电力供应紧张等多种因素的影响, 空调行业国内市场比较平稳, 竞争异常激烈, 行业整合速度明显加快, 很多品牌已被市场淘汰, 目前市场上只剩下近 20 个空调品牌还比较活跃, 市场集中度明显提高。
2006	本报告期, 国内空调市场总量略有下降, 国外市场增长较快, 原材料价格大幅上涨, 竞争异常激烈, 行业整合速度加快, 市场集中度进一步提高。

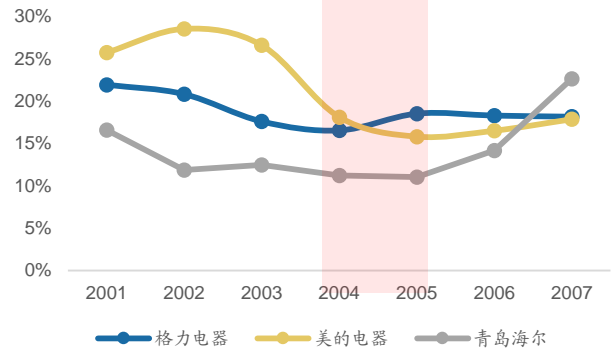
数据来源: 格力电器1998-2006年年报, 广发证券发展研究中心

图 19: 价格战过程中行业CR3不断提升



数据来源: 格力电器2007年增发说明书, 广发证券发展研究中心

图 20: 价格战尾声时龙头空调业务毛利率处于低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

虽然在连续多年的激烈竞争下, 龙头空调业务盈利能力被压缩至极限 (单主业龙头格力电器在2005、2006年净利率仅为2.8%、2.7%), 伴随激烈竞争的是行业品牌加速出清。2005年终端需求短暂羸弱与大宗原材料价格上涨成为压垮小品牌的最后一根稻草, 价格战也在行业集中度快速提升的过程中结束。价格战最终结束也意味着龙头开始初步掌握定价权, 自此之后, 空调龙头的垄断红利开始逐步释放。

2.2 2014-2016 年价格战回顾

2.2.1 回顾: 格力率先发起, 全行业积极应对

2014年9月26日, 格力在《济南日报》和《山东商报》分别刊登了一则以《格力敬告》为题的促销文章, 虽不足百字, 却引发空调行业集体关注, 同时也被各大媒体所转发, 格力20年来首次宣告发动价格战。

虽然格力的营销声势浩大, 声称“将投入有史以来力度最大的促销资源, 裸价上阵”, 董明珠也在公开场合表示“暴利时代结束, 空调价格该回到6年前”的“清场”言论。

图 21: 格力在《济南日报》和《山东商报》刊登促销文字开启价格战

格力敬告

尊敬的家电同行:

格力电器20年首次发动价格战, 斥资百亿回馈广大消费者。国庆期间优惠力度空前。如因此触及到您的利益, 我们深表歉意!

格力电器
2014年9月26日

数据来源: 济南日报, 山东商报, 广发证券发展研究中心

作为应对，苏宁易购联合美的、海尔、海信、长虹、奥克斯、志高6大品牌开启“破格行动”正面与格力竞争。除了价格有所下降外，各品牌在营销口号上的噱头也使得本轮空调价格战引来了更多市场关注。

表 2：“破格行动”各品牌应对文案

品牌	“破格行动”应对文案
美的	做梦一统天下，你行！省电一晚一度，我行！
海尔	侵权盗版，你行！自主专利，我行！
海信	变脸比火气，你行！变频拼冷静，我行！
长虹	十亿任性赌局，你行！十分军工品质，我行！
奥克斯	高价产品玩假摔，你行！高质省钱真功夫，我行！
志高	大姐站台，你行！大哥代言，我行！

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

虽然声势浩大，但格力在终端采取的是结构性降价策略，某些老款及准畅销新品价格确实有所下降，但新推出的旗舰产品价格却再创新高。总体而言降价聚焦于几款热门机型，而非营销口号上的大范围颠覆式的价格战。

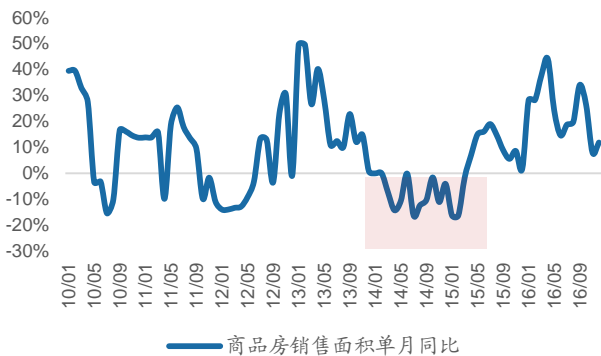
2.2.2 溯源：业绩目标压力下渠道库存高企、地产、凉夏导致终端动销较差

与上一轮价格战伊始于中小厂商抢占市场份额不同，引起2014-2015年价格战的核心因素为终端需求不振+大厂商强业绩导致渠道库存高企所致：

(1) 外部环境：政策退出、地产低迷、凉夏导致终端需求不振

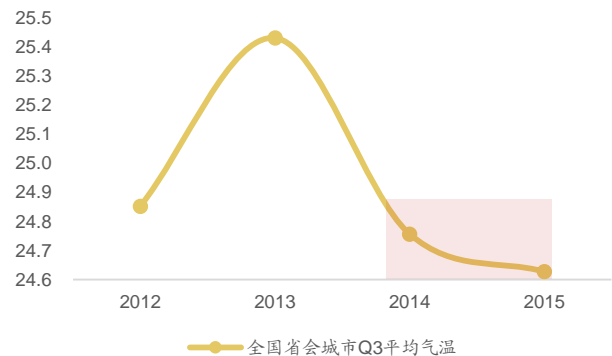
- **政策退出后负面效应显现：**2013年起，家电刺激三大政策“家电下乡”、“以旧换新”、“节能补贴”全面退出，政策执行期间空调需求存在一定透支，导致政策结束后需求端的负面效应显现；
- **地产低景气：**2014年起，在“新国五条”、多地限购限贷持续升级的背景下，房地产销售低迷，地产拉动的空调新增需求也随之下行；
- **凉夏：**2014、2015年核心城市气温低于往年平均温度，天气作为刺激空调需求的最直接因素，凉夏降低了空调需求。

图 22: 2014年至2015年中商品房销售低迷



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 23: 2014、2015年全国省会城市旺季平均温度(摄氏度)相对较低

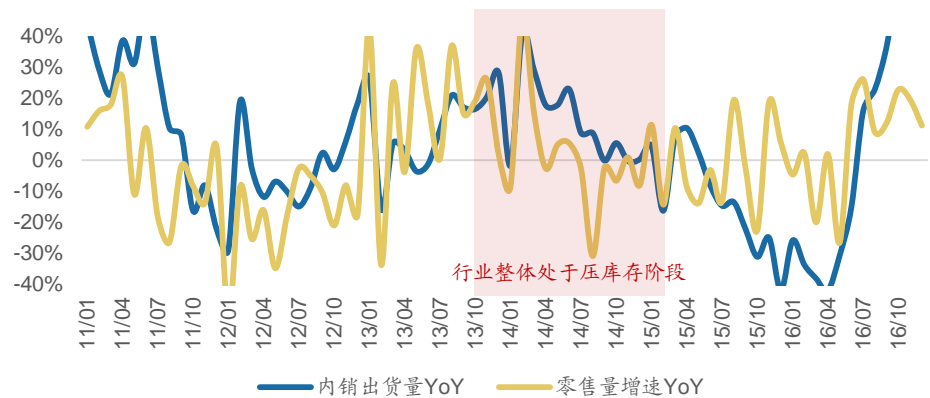


数据来源: 国家气象局, 广发证券发展研究中心

(2) 内部因素: 龙头具备较强的收入规模诉求, 原材料价格下行+优质竞争格局增厚盈利能力使降价具备潜在空间

格力自2012年董明珠上任后提出5年再造一个格力, 每年收入增长目标200亿。美的2012年经历断腕式改革后, 也逐步进入成果兑现期。龙头对于收入、业绩的诉求使得其在需求较为羸弱的环境下仍然加大出货力度以力图完成业绩目标。

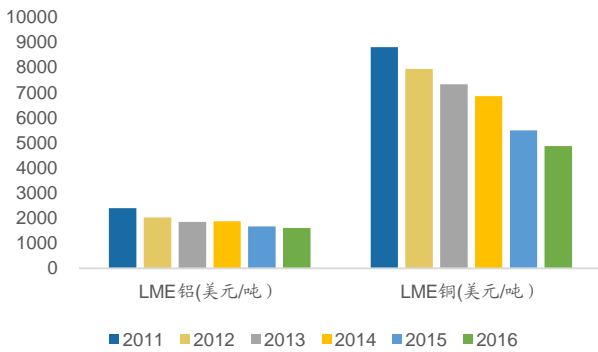
图 24: 终端需求较弱+龙头厂商业绩诉求促使行业整体进入压库存周期



数据来源: 产业在线, 中怡康, 广发证券发展研究中心

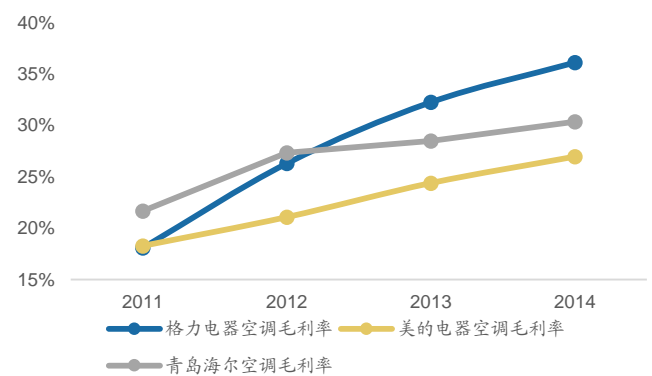
从2011年起, 大宗原材料价格下行降低了生产成本, 加之寡头垄断格局下龙头溢价能力的不断提升, 龙头在空调业务上的盈利能力不断增厚, 也给予了其以价换量的基础。

图 25: 大宗原材料价格持续下降扩大行业盈利空间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 龙头空调业务毛利率不断上行, 盈利能力强



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

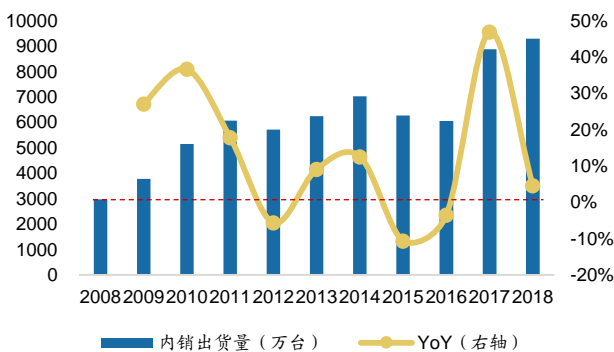
在终端需求不振的背景下, 龙头希望通过价格战以价换量确保收入增长, 而经销商在前期累积的高库存下, 现金流紧张, 也急需通过去化实现资金回笼。格力作为行业当中渠道库存压力最大的厂商, 首当其冲成为了价格战的发起方。价格战也成为了各品牌方去渠道库存的核心应对手段。

2.2.3 终局: 价格战对需求刺激有限, 以企业主动去库和外部环境改善结束, 竞争格局未改变

价格战对需求有一定刺激作用, 但整体刺激效果有限, 2015年空调推总销售量同比下降4.8%。相比于将价格战深化, 企业更多选择主动降低出货来缓解渠道压力, 2015年出货端因此同比下滑更为显著 (YoY-10.7%), 与之伴随的是企业空调业务收入的大幅下降。

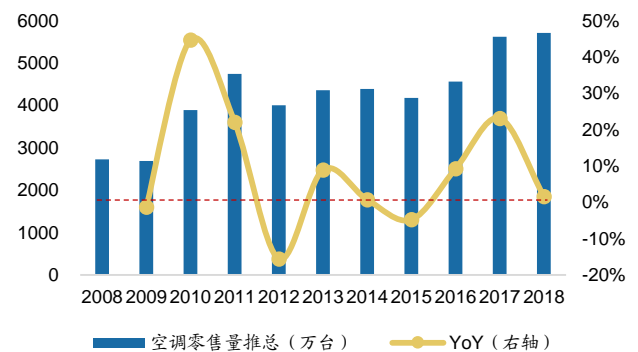
2016年上半年延续了2015年的去库存周期, 随着地产景气度回升、2016年炎夏带动终端需求, 2016Q2渠道库存去化完毕 (按产业在线数据, 2016年1-6月内销出货量下滑32%;; 按奥维云网推总数据, 2016年1-6月零售量仅下滑2%)。2017年在热夏、地产高景气度、补库存周期驱动下, 行业出货量再创历史新高。

图 27: 2015行业在渠道去库存背景下, 出货有显著下滑



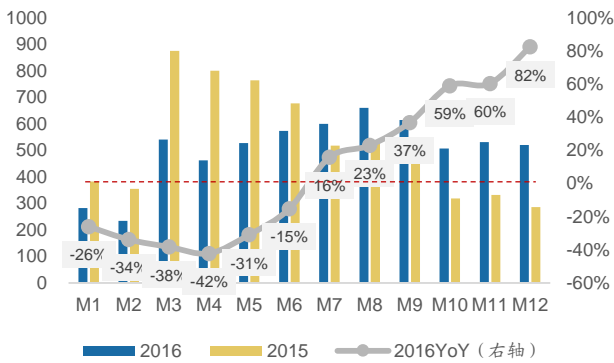
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 28: 2015年价格战并未对终端需求形成有效刺激, 行业零售量仍有下滑



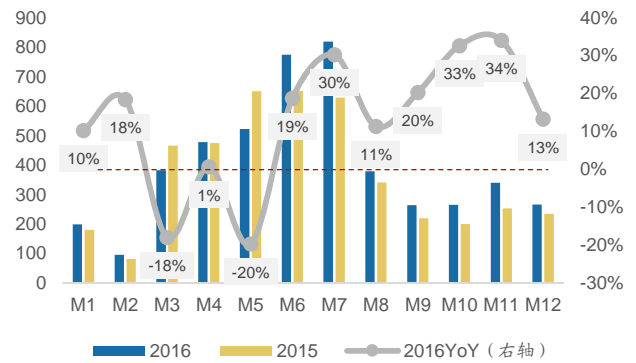
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 29: 2015-2016年内销出货量(万台)情况



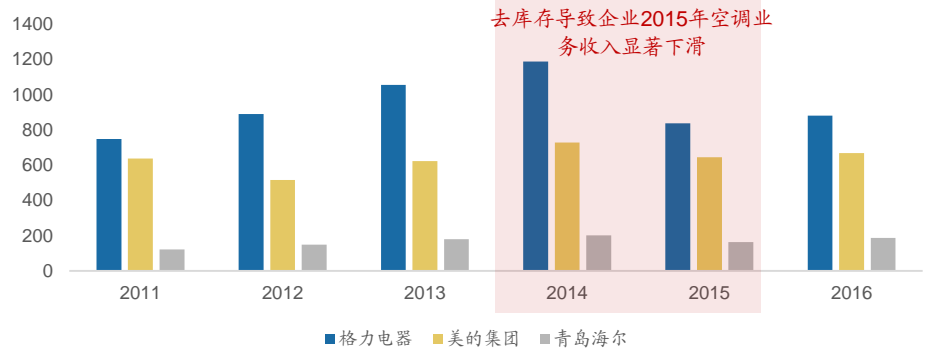
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 30: 2015-2016年零售量(万台)推总情况



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

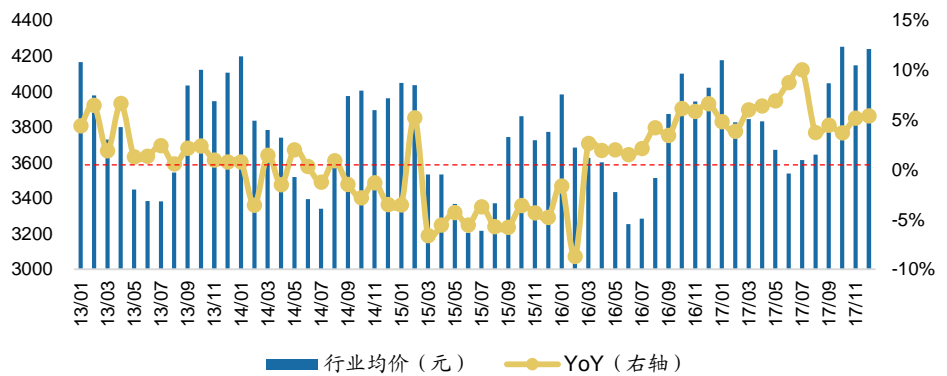
图 31: 2015年去库存使得龙头空调业务收入(亿元)显著下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

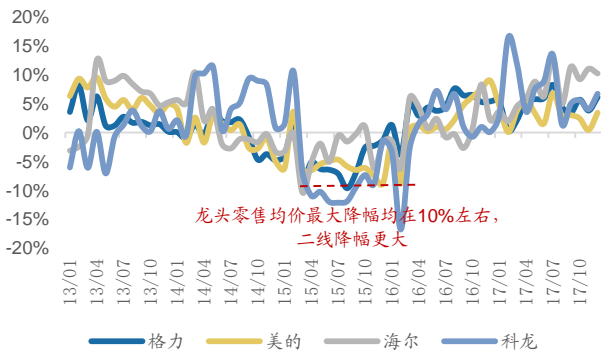
虽然价格战声势浩大, 但行业层面在2015年的单月最大均价降幅并未超过7%; 分品牌来看, 由于促销节奏不同使得各公司单月均价波动明显, 但一线龙头零售均价的最大降幅均未超过10%, 以科龙为代表的二线品牌在价格上的波动更为明显。从2015全年来看, 行业均价降幅仅为4.5%, 分品牌来看, 均价降幅: 科龙>格力>美的。均价小幅下降使得龙头的盈利能力受到的影响显著小于收入端, 美的2015年空调业务毛利率甚至仍有提升, 格力空调业务毛利率虽然有所下滑(-3.6pct), 但其毛利率与返利确认结算具有相关性, 并不能直观反应其盈利能力变化, 格力2015年净利率仍有提升, 可以侧面反映其盈利能力所受影响有限。

图 32: 2015年行业均价最大降幅未超过7%



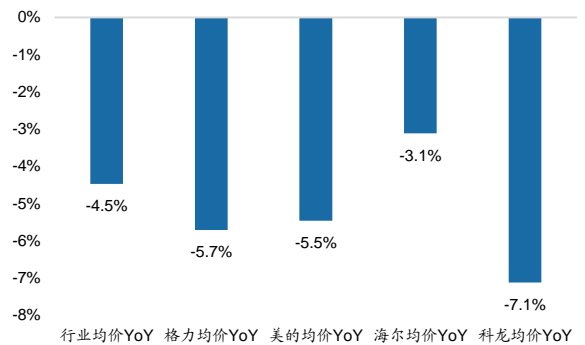
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 33: 一线品牌月均价最大同比降幅均在10%左右



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

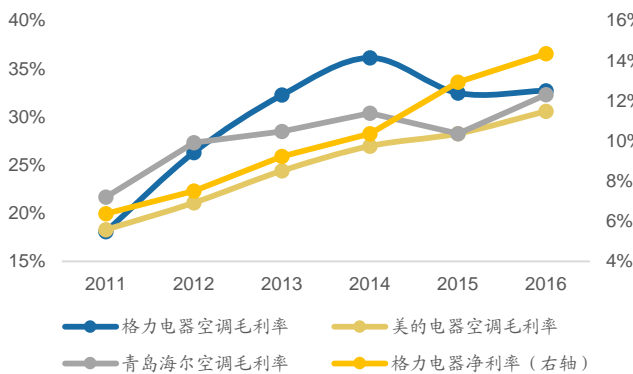
图 34: 2015全年行业均价降幅在5%左右



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

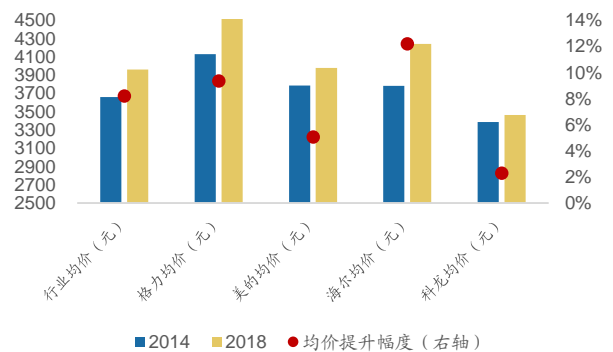
虽然价格战造成了行业均价短期波动，但并未对行业规模形成根本性冲击。2016年中随着去库存完毕，在消费升级的大背景下，产品结构升级带动行业均价重回增长通道，2018年对比尚未发生价格战的2014年，无论从行业还是品牌，价格均有不同程度的提升。

图 35: 龙头企业空调业务盈利能力并未有显著下滑



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

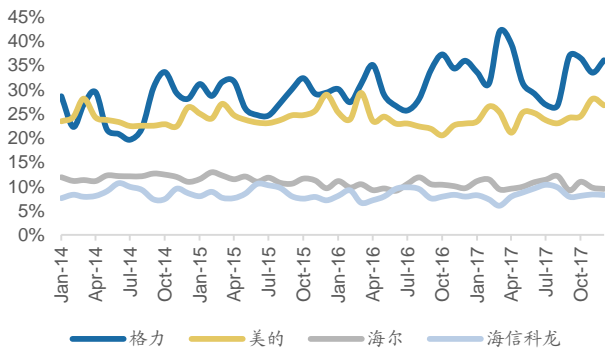
图 36: 2018年相比于价格战发生之前的2014年行业及主要品牌零售均价均有不同程度提升



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

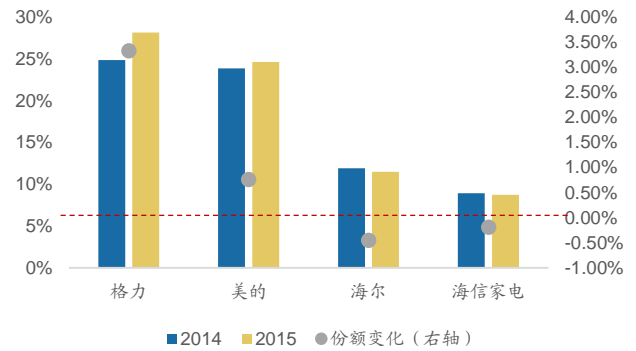
从竞争格局来看，价格战期间格力的促销力度更大，因而市占率提升更为显著。但由于行业整体处于渠道去库存阶段，并且格力的渠道库存压力最大，因此从出货端来看，市占率提升幅度小于零售端。总体而言，本轮价格战对于由于持续时间相对较短，并且实际降价幅度有限，因而对于竞争格局的影响相对较小。

图 37: 空调内销零售端市占率月度变化



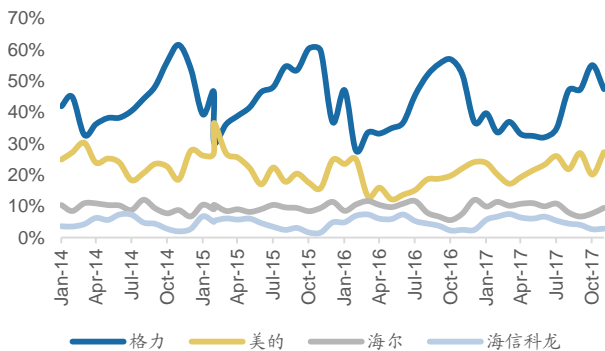
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 38: 2015年空调零售市占率变化: 格力零售市占率提升显著



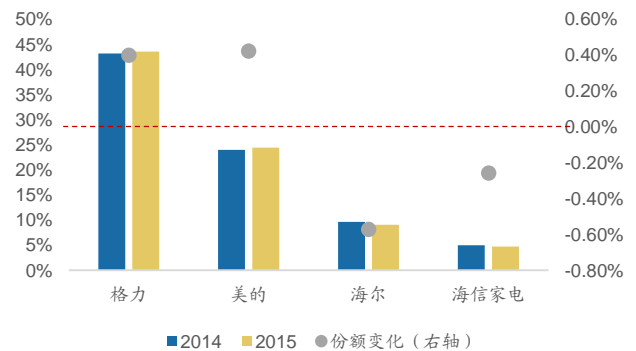
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 39: 空调内销出货端市占率月度变化



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 40: 2015年空调内销市占率变化: 格力、美的小幅提升, 但程度有限



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

2.3 对比: 行业发展阶段、发起者诉求决定价格战深化程度, 第一次价格战更具实质性

对比两次价格战的核心要素可以发现, 由于所处行业发展阶段不同, 两次价格战无论从发起方、发起目的、实际降价幅度、对竞争格局的影响都有显著不同:

发动第一次价格战的小厂商更着眼于空调行业的长期广阔空间以及市场地位, 因此对于短期利润的主观牺牲意愿更强, 导致价格战的持续时间长、实际降价幅度大、发展程度深, 对行业的竞争格局产生了实质性的影响。发动第二次价格战的龙头厂商着眼于短期的业绩目标与渠道库存去化, 因此对于利润的牺牲意愿相对有限导致价格战的持续时间短, 实际降价幅度有限, 待行业需求好转价格战随即结束,

对行业竞争格局影响相对有限。

但两次价格战也有相同之处：（1）发动价格战之前，行业普遍具备相对较好的盈利空间；（2）行业需求更多还是由地产、天气、经济发展情况等外部因素决定，价格战对于行业需求的刺激释放都相对有限；（3）两次价格战发生之后，行业均价都重回增长通道，空调行业长期价格增长趋势并未被价格战根本性破坏。

表 3：空调行业两次价格战的核心要素对比

		第一次价格战（2000年-2005年）	第二次价格战（2014年-2015年）
价格战开始前	发起方	以奥克斯等为代表的中小厂商	行业龙头格力
	发起目的	中小厂商以价换量抢夺市场份额	完成业绩目标，渠道库存去化
	行业所处发展阶段	从导入期到发展期阶段	发展期中期
	行业竞争格局	品牌众多，虽然行业有龙头，但格局较为混乱	品牌较少，寡头垄断，竞争格局较为清晰
	厂商利润空间	相对较为丰厚	丰厚
价格战结束后	实际降价幅度	大	小
	行业竞争格局	众多小品牌在过程中被出清，行业开始进入寡头垄断期	竞争格局未有明显改变
	厂商利润空间	龙头被压缩至微利	龙头盈利能力略有下滑
其他	价格战结束的原因	（1）小品牌基本被出清 （2）大宗原材料价格大幅上涨，成本端角度已经没有降价空间	（1）渠道库存去化完毕 （2）终端需求向好
	价格战之后价格变化	稳步提升	稳步提升

数据来源：产业在线，中怡康，广发证券发展研究中心

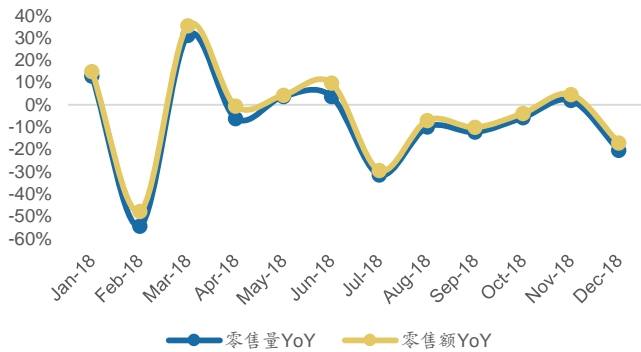
3. 通今：短期可能发生价格战，预计降价幅度可能会超过 2015 年，但对企业报表影响有限；长期均价仍将保持稳健增长

当下与2014-2015年的环境更具相似性，行业处于发展期中后期，以格力、美的为代表的寡头垄断，行业竞争格局清晰，因此与对比参考第二次价格战的背景要素，能够更好的剖析预判当下乃至未来短期内行业会否真正发生价格战。

3.1 相似：库存绝对值达到 2015 年水平，厂商端具备丰厚利润、原材料价格下降叠加降税利好成本端

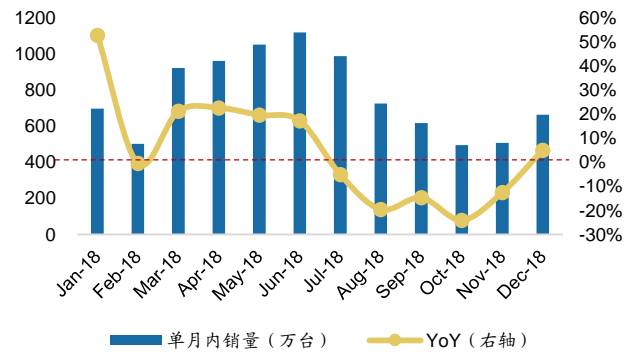
在2017年行业实现高速增长的背景下，以格力电器2018全年实现2000亿销售目标为代表，2018年各企业在空调业务上普遍都定下了较高的业绩目标，但2018下半年受地产周期下行、消费不景气、凉夏、华南地区多台风雨水等不利因素影响，使得空调终端需求不及预期，渠道库存由此高筑。根据产业在线统计，到2018年底，行业整体库存（渠道库存+工业库存）的绝对值超过4000万台，已经达到2015年水平。

图 41: 2018年下半年终端零售需求较为羸弱



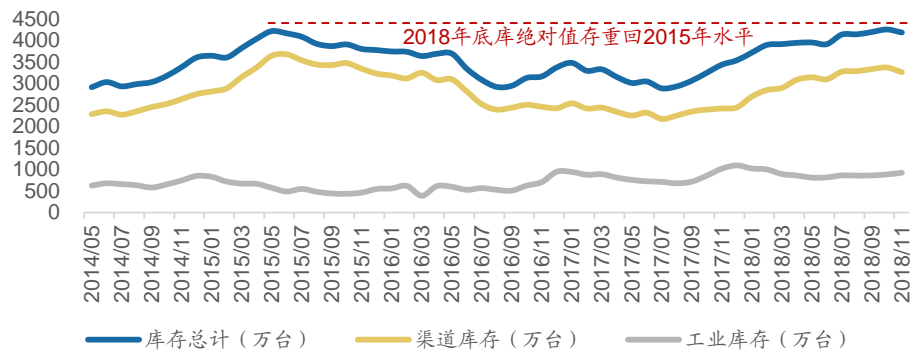
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 42: 2018年内销出货量YoY前高后低



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

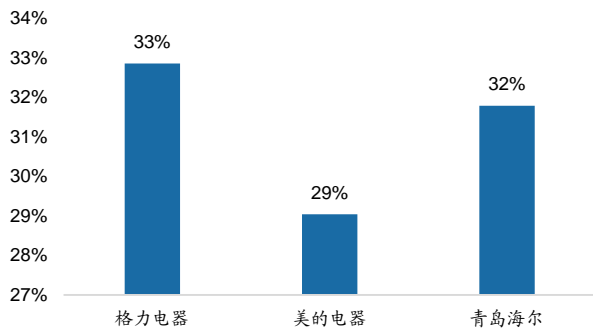
图 43: 2018年库存绝对值重回2015年水平



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

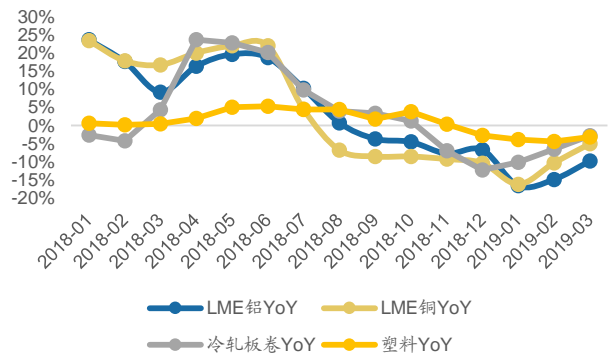
虽然2016年起的大宗原材料上涨对家电行业整体盈利空间形成一定压制, 但龙头伴随消费升级的大趋势, 在销售端推新卖贵调整产品结构, 在生产端提高效率使得毛利率仍旧维持高位。大宗原材料在2018Q3开始进入下降通道, 释放了厂商在成本端的压力从而增厚了盈利空间, 使得厂商在价格端的选择策略更加灵活。此外, 增值税自2019年4月1日开始从16%降为13%, 进一步提高了企业的盈利能力使其有更多的子弹可以参与次轮降价。

图 44: 三大龙头2017年空调业务毛利率都均保持在较高水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 2018年下半年原材料价格高位回落



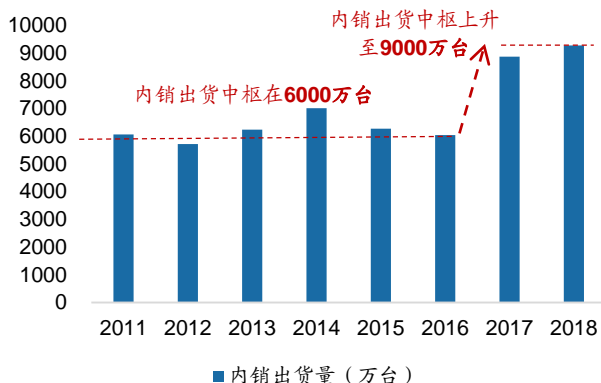
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.2 不同: 销售基数扩大、地产竣工周期已至、渠道资金压力有限

虽然库存绝对值达到2015年的水平,但需要注意的是,随着保有量基数扩大,前期更新换代需求释放,行业内销出货中枢已经从6000万台上升至9000万台。销售基数扩大意味着同等库存规模下,当下的去化周期实际要显著短于2015年,因此实际库存压力小于2015年。

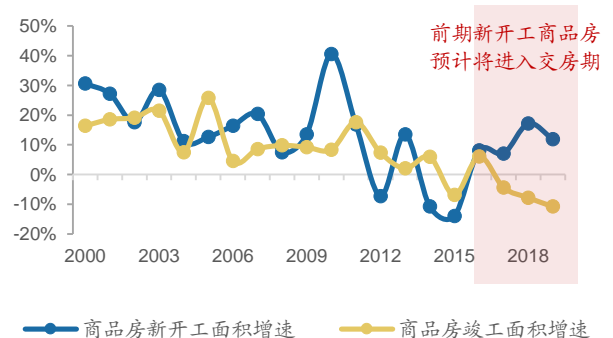
此外,前期销售的商品住宅到2019年开始进入交房期,有望利好后周期消费品的需求,与此同时,当下空调经销商的资金压力小于2015年,在现金流良好的情况下,价格战意味着库存减值,盈利空间收窄,因此从经销商层面实际上缺乏开启价格战的动力。

图 46: 更新需求的释放使空调内销出货量中枢上升



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 47: 2019年开始预计进入竣工交房期利好后周期消费品



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

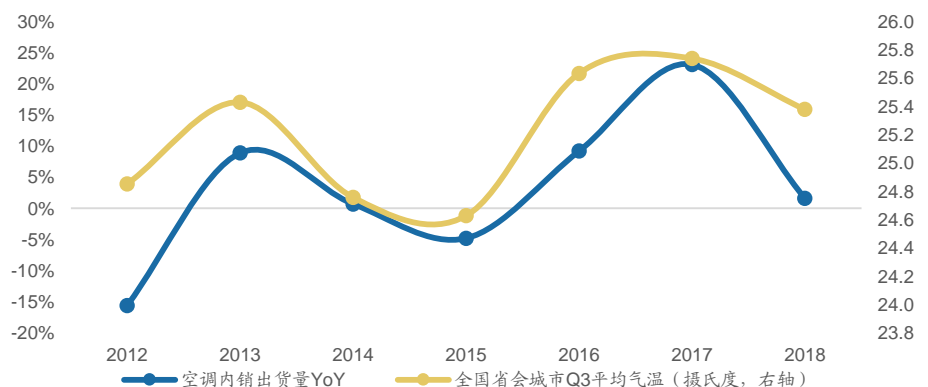
3.3 短期推演：天气将决定短期终端需求及价格战的深化程度

在促销活动前置的带动下，空调在2019Q1的整体销售好于预期，我们认为在原材料价格下滑叠加降税利好、龙头厂商盈利能力较好的情况下，龙头有资本通过价格战争夺市场份额。但目前的情况来看，渠道库存压力适中，竣工交房周期将至且经销商现金流压力有限，因此当下不具备发生价格战的必然性，即使龙头最终发动价格战，过程中必然会寻求量价之间的平衡以保证盈利能力，使得价格战最终力度将被控制在一定范围内。但需要注意的是，由于2014-2016年龙头降低出货去库存的方式对报表端的收入产生了较大影响，因此我们认为，在具备降价空间的情况下，龙头会更聚焦于力推主力爆款机型及更为灵活的价格策略去刺激终端需求。

我们认为终端需求的好坏将是决定行业是否会真正发动价格战的核心要素，决定空调行业终端需求的除了地产之外，天气是另一核心要素。但天气的影响因素变，预测难度较大，积极跟踪、及时应对的意义大于预测。我们预设三种场景：

- **炎夏：**空调终端动销强劲，渠道库存顺利去化，行业均价将保持稳定甚至伴随产品结构升级仍有小幅提升；
- **凉夏：**空调终端需求羸弱，龙头目前排产水平较高，渠道库存压力可能会上升，预计会发生一定程度的价格战，目前来看，原材料降价+降税使企业有更多发动价格战的资本，加之美的在3月份促销取得良好效果加之历史上降低出货给企业收入端带来的显著影响，我们预计本次终端促销的力度可能更大，均价下滑幅度比之2015年可能更为显著。但需要注意的是，降价仍将以推出爆款特价机型为主，降价成本也将由厂商与经销商共同承担，对企业报表端的影响将不如2015年那么显著；
- **正常温度：**空调终端需求保持相对平稳，由于具备定价灵活度的企业预计依然有意愿通过价格刺激需求，股我们预计各厂商的终端仍将不断有以主推爆款机型为主的促销活动。

图 48：旺季气温与空调出货景气度相关性较高



数据来源：国家气象局，产业在线，广发证券发展研究中心

3.4 长期发展：消费升级是大趋势，短期波动无碍均价长期稳定增长

长期来看，我国经济水平仍将保持相对快速的发展，人均收入水平也将随之提

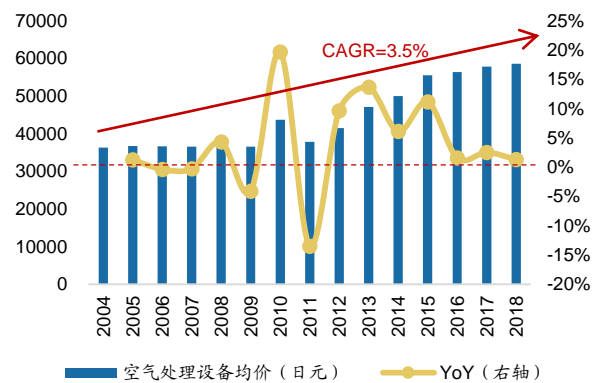
高，需求端的消费升级仍然是大趋势。供给端随着技术进步与需求的不断细分，空调产品本身的进步也远未止步。参考日本过去空气处理设备（以空调为主）的历史均价演变，虽然部分年份因经济波动、凉夏等因素导致终端需求不振、产品均价有所下滑。但从更长的时间维度来看，产品均价保持了稳步提升的趋势，2004-2018年产品均价复合增长率约为3.5%。因此我们认为，虽然短期空调价格可能受到气候、库存、厂商策略的影响，但长期来看，在需求端的消费升级以及供给端的产品升级双向驱动下，空调均价仍将维持稳定增长。

图 49：空调产品未来升级趋势



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 50：日本空调长期均价稳步提升



数据来源：GfK，广发证券发展研究中心

注：空气处理设备包含风扇、空调、空气净化器等，日本以空调为主

4. 投资建议

虽然空调行业渠道库存已经达到2015年同期水平，成本端原材料价格下滑叠加降税也给予了厂商灵活调价的空间。但行业发展至今天，整体销售基数扩大，竣工交房期将至利好地产后周期商品也使终端需求有可能好于预期。我们认为价格战是否真正发生依赖于旺季天气炎热程度影响下的终端需求，但如若2019年再度经历凉夏，企业聚焦于刺激终端需求而非去库存使得价格战的力度有可能大于2015年，该策略对企业报表端的收入及盈利影响将相对有限。

从长期来看，我国空调整体保有量与日本仍有明显差距，销量尚未触顶；在需求端消费升级与供给端产品升级的双向利好下，短期因库存及天气导致的波动无碍空调行业长期均价稳健增长。因此空调仍然是三大白电品类中最具成长性的子行业，历史上的价格战使空调行业目前具备优异的竞争格局，龙头在享受行业成长的同时也将继续收获垄断红利。基于此，我们建议继续关注三大白电龙头：**格力电器、美的集团、青岛海尔，海信家电**；空调行业零部件龙头：**三花智控**。

风险提示

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；空调终端需求不及预期；空调渠道库存过高。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。