

空调：19冷年变化收官，新冷年重点看什么？

——家电行业每周观点 20190818

行业周报

增持（维持）

分析师

金星（执业证书编号：S0930518030003）

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏（执业证书编号：S0930518030002）

021-52523877

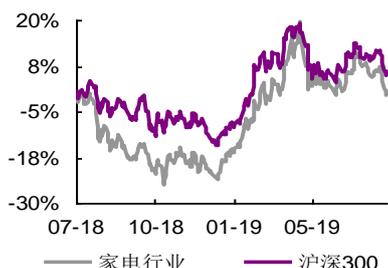
ganjun@ebscn.com

王奇琪（执业证书编号：S0930519050001）

021-52523880

wangqq@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

空调销量增速回落至个位数，格局仍是关注重点——家电行业 2019 年 7 月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-08-14

结合 19Q2 数据解读，家电中报预览 2.0

——家电行业每周观点 20190728

..... 2019-07-28

空调行业七问七答：当前时点的空调怎么看？——空调行业动态跟踪

..... 2019-07-21

◆7月收官 19 空调冷年：单月增速环比放缓，整体看 19 年表现好于悲观预期

回顾 2019 冷年（18 年 8 月~19 年 7 月）空调行业整体表现：

整体处于需求弱周期，19 年以来表现好于悲观预期。地产周期、宏观经济等因素影响下，18 年 7 月起行业需求和出货增速由 20% 左右快速转负，行业进入弱周期。18Q4 高基数效应缓解，同比跌幅收窄。19H1 因为品牌促销，渠道下沉等因素（天猫优品，苏宁云店等），整体需求好于悲观预期，继续小幅回暖：需求/出货同比低个位数增长。

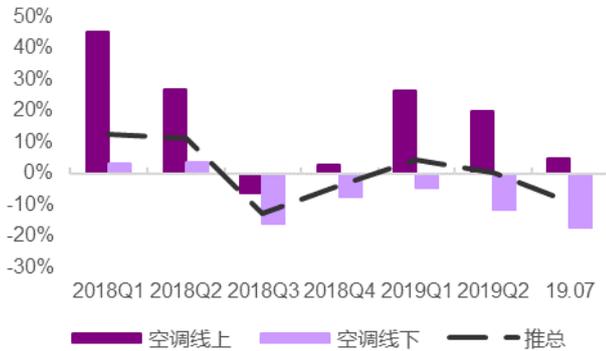
7 月增速表现环比下行，收官 19 空调冷年。7 月空调线上线下销量分别同比 +5%/-17%，整体同比-9%，需求较弱的背景下，企业出货端亦做对应的收缩，行业内销出货量同比-12.3%。行业增速均较前期出现一定的环比放缓。但整体来看，19 冷年空调销量/出货分别同比-1.7%/-5.9%，其中 19 年 1~7 月销量/出货分别同比-0.6%/-1.5%，整体好于 18 年 8~12 月。

促销前置+天气扰动，单月增速表现回落。考虑到 18 年 7 月的空调需求的低基数效应，整体需求增速本有望出现一定的环比提升，但 19 年 7 月需求增速为何却不增反降？

1) 19H1 促销较多，旺季需求有一定的前置。在弱需求压力下，整体促销前置较多，积极的促销带动上半年需求表现一定程度上好于预期。表现最为显著的是春节后的三月促销以及前期的“618”活动，对应单月销量分别同比+9%/3%，表现领先，但预计也对后期的需求表现有一定影响。同时，考虑到 8 月苏宁“818”、京东“热 8”等活动又将启动，7 月在零售促销活动方面似乎稍显平淡，故而产生了一定的月度增速波动。

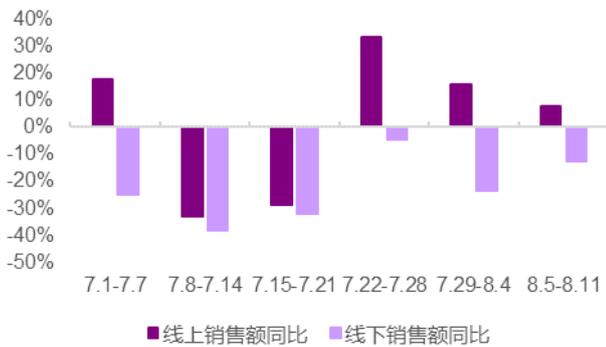
2) 单月天气因素有一定扰动。进入旺季后，天气也是空调需求的重要影响因素。7 月前期，全国范围内雨水天气较多，尤其空调需求量较大的南方地区温度普遍较同期低，这对空调需求产生了一定的抑制，随着七月下旬开始天气转热，整体需求表现有一定回暖。

图 1：空调推总零售量同比增速



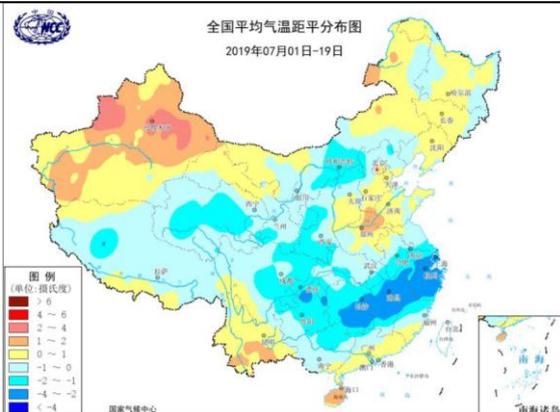
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：周度空调采样销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：7 月中上旬温度普遍低于 18 年同期



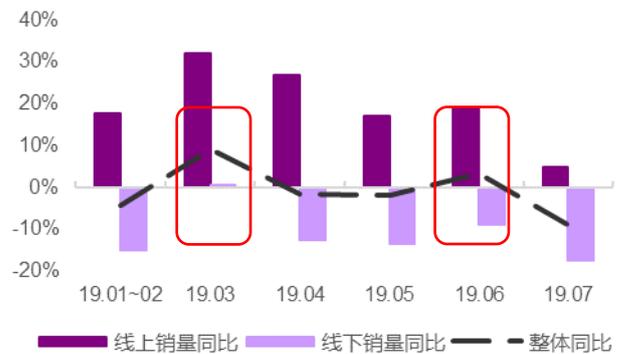
资料来源：中央气象台，光大证券研究所

图 2：空调内销出货量同比增速（万台）



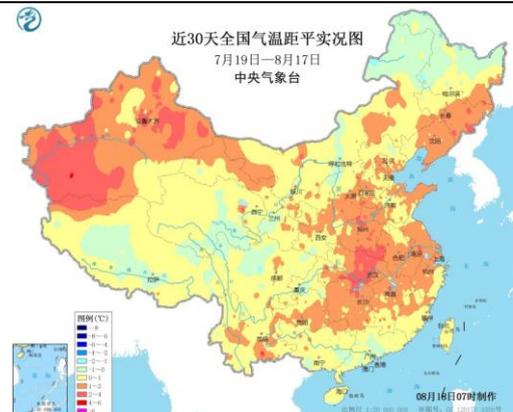
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 4：空调月度线上线下载量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：7 月下旬开始，温度逐步转热



资料来源：中央气象台，光大证券研究所

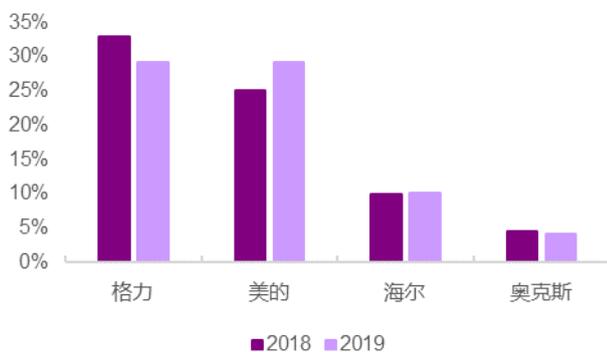
总结回顾 19 年冷年，空调行业整体处于弱周期中，但 19 年春节后，在渠道下沉和龙头积极促销等因素拉动下，行业总量表现好于悲观预期。

◆格局回顾：行业主要变化来源于格局端，美的异军突起表现亮眼

和前 17-18 冷年空调市场屡超预期相比，19 冷年的总量增长显得波澜不惊，但行业稳定的双寡头格局却正在发生多年未见之变局。

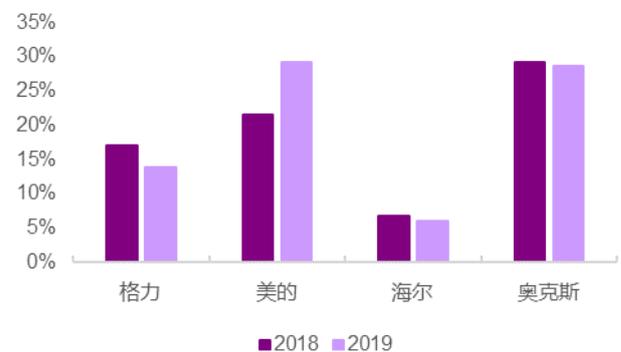
2019 年以来，美的空调份额“异军突起”。根据奥维监测的零售端表现来看，2019 年 1~7 月美的线上空调零售量份额同比+7.7pct，线下零售量份额同比+4.2pct，表现亮眼，而从产业在线内销出货量统计来看，美的内销量同比+18.5%，也是大幅领跑行业。

图 7：奥维空调线下销量份额（%，1~7 月累计）



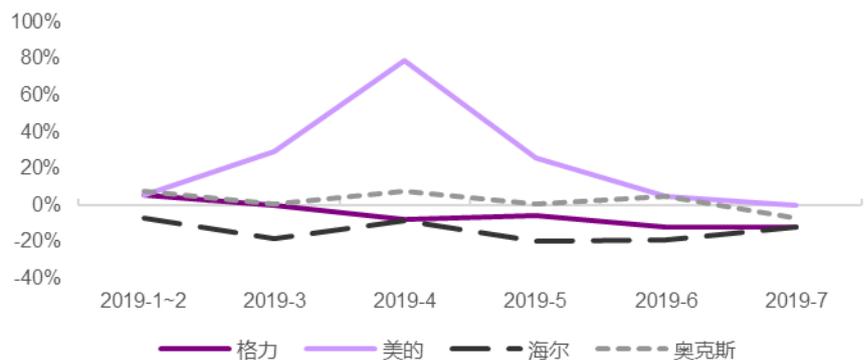
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 8：奥维空调线上销量份额（%，1~7 月累计）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

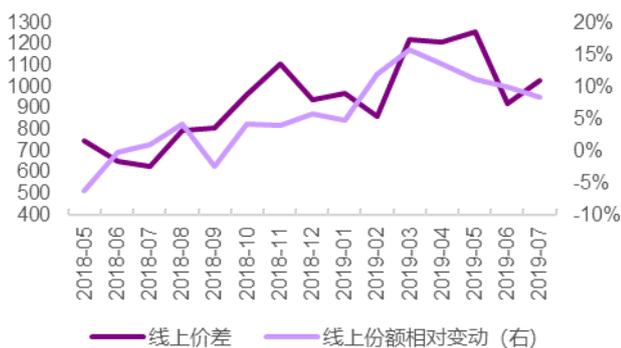
图 9：2019H1 不同公司的内销出货量增速千差万别



资料来源：产业在线，光大证券研究所

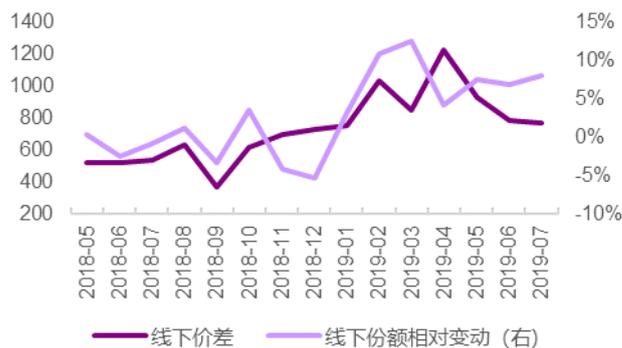
产品价差左右格局变动，7 月龙头竞争策略未有边际调整。从数据来看，格力-美的产品价差对各自份额相对变动的解释程度较高。格力在份额压力下，19 年 5~6 月在线上线下做了适度的降价促销或特价机型投放，与美的产品的综合价差有所缩小，份额随之表现出小幅回暖。7 月为 2019 冷年收官月，龙头终端零售定价策略未见显著调整，整体竞争格局边际变化不大。（关于美的空调份额增长动力的详细推演分析可参见《从美的高歌猛进看空调行业的变化》）

图 10: 格力美的线上 ASP 和竞争格局走势 (元)



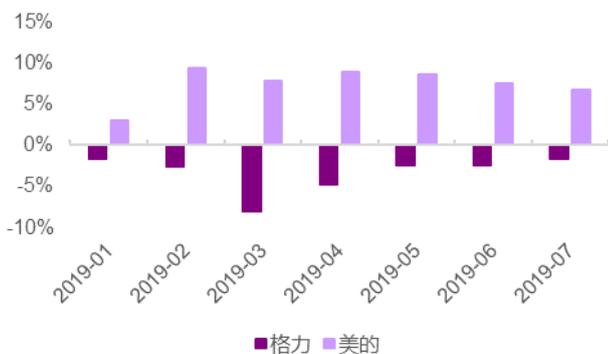
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 价差为格力 ASP-美的 ASP, 份额相对变动为美的销量份额同比变动-格力销量份额同比变动, 下同

图 11: 格力美的线下 ASP 和竞争格局走势 (元)



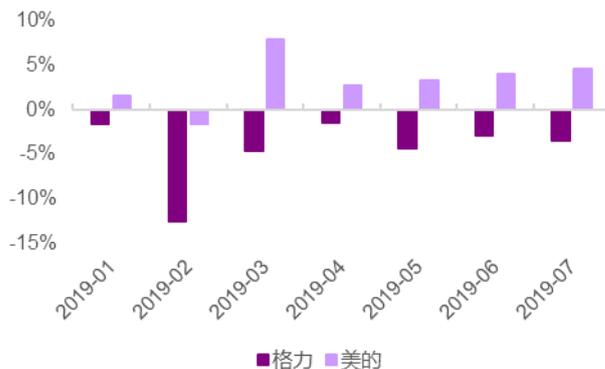
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 12: 格力美的线上销量份额同比变动



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 13: 格力美的线下销量份额同比变动

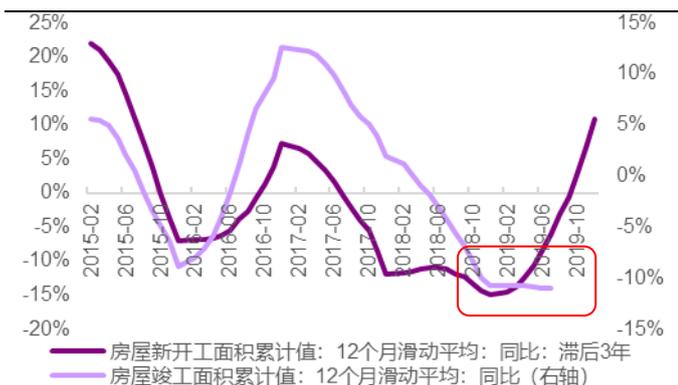


资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

◆需求展望: 交房逻辑托底, 预计行业增速保持“温吞水”

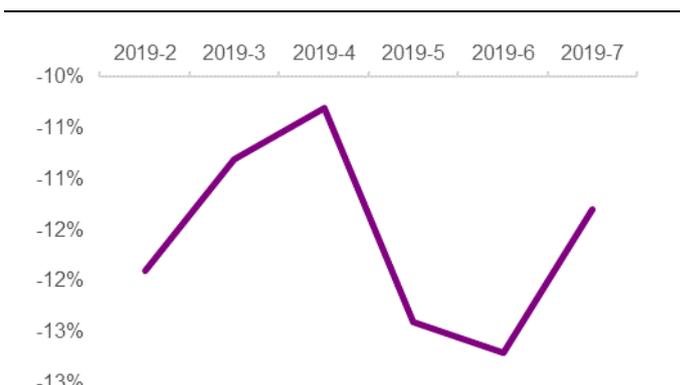
竣工指标改善方向性不变, 但政策调控下, 改善节奏放缓。从 15 年以来新开工和竣工面积累计值的走势来看, 开工面积按照三年的竣工周期滞后之后, 与竣工面积走势较为一致。所以不难看出 19 年 6~7 月竣工同比增速将逐步出现底部回暖。但是从实际走势来看, 6~7 月以来的竣工指标的回暖却晚于预期, 依旧底部徘徊。主要由于地产依旧严调控, 行业融资较难导致流动性偏紧, 部分房企的竣工周期进一步拉长, 故而改善速度较前期预期慢。

图 14：房屋新开工和竣工面积滑动平均累计值 YOY



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 15：房屋竣工面积累计同比



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

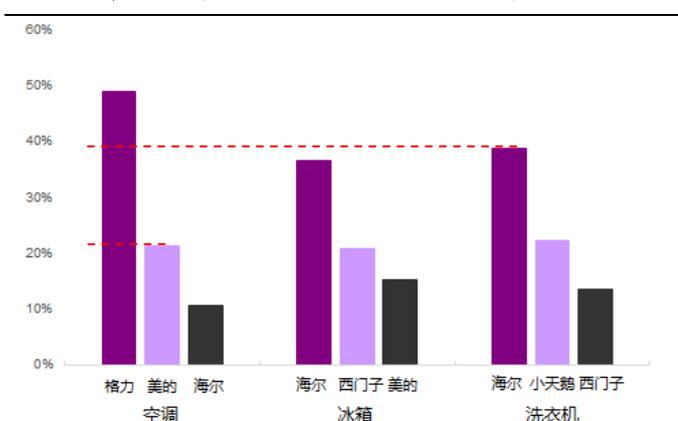
根据上周国家统计局发布的数据，2019 年 1-7 月，房屋竣工累计同比降幅收窄 1.4pct，主要系 7 月单月竣工同比表现出现一定的底部向好迹象（单月竣工面积同比-0.6%，降幅显著收窄）。但是对于下半年来看，由于行业资金面压力仍然较大，竣工指标改善的趋势虽在，但预计幅度较为温和。

所以综合来看，竣工改善方向性不变，但考虑地产行业的资金面压力，回暖幅度预计较为温和，所以对于 19H2 的空调需求有支撑作用，无需对需求基调做悲观下修，但也预计不会出现进攻性上行周期。由于地产扩张的大周期逐步结束，整体需求表现的周期性也随之减弱，格局变动成为行业更重要的研究对象。

◆格局展望：冷年收尾，龙头定价策略无明显调整，重点关注新冷年开盘龙头策略变化

作为在过去几年中保持接近 40% 的市场份额的龙头，格力在产品品牌端的号召力毋庸置疑，所以虽然短期受到渠道品牌和主要竞争对手的一定冲击，但依然能够掌握行业定价权，主导行业竞争导向。

图 16：中国品牌力指数：第一被提及品牌比例



资料来源：Chnbrand，光大证券研究所，为 19 年统计口径

图 17：淘宝平台空调热搜词排序

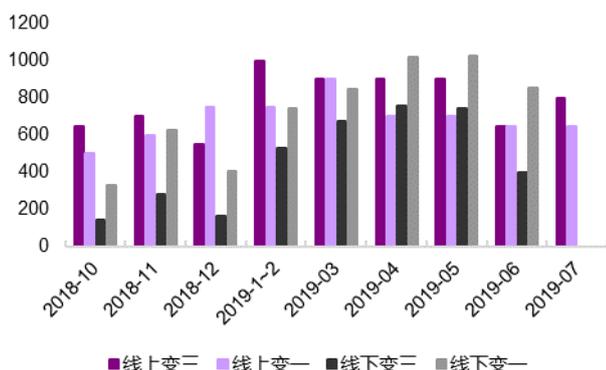
序号	热搜词	热搜指数
1	格力空调[相关词查询]	50850
2	3匹立式空调[相关词查询]	32222
3	中央空调[相关词查询]	29775
4	空调立式[相关词查询]	22466
5	空调奥克斯[相关词查询]	20820
6	格力[相关词查询]	19695
7	1.5匹冷暖空调[相关词查询]	18347
8	gree[相关词查询]	18068
9	tdl空调[相关词查询]	17784
10	美的空调机[相关词查询]	17202

资料来源：淘数据，光大证券研究所，2019 年 8 月 8-14 日

产品定价和新兴渠道是格力 19 年以来份额压力的关键因素。

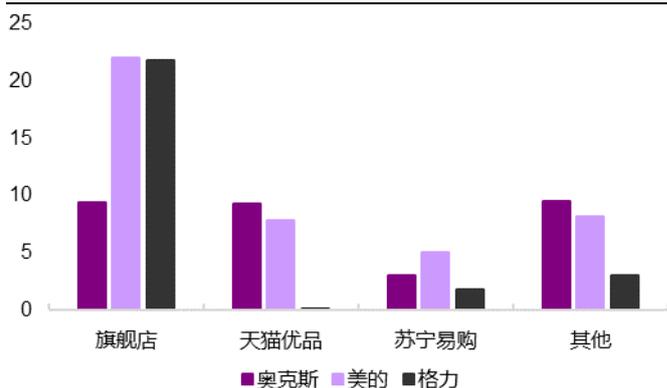
- 1) 格力美的价差超过均衡水平。美的主动降价，其他品牌跟进降价的情况下，格力基本未作反应，均价仍同比上行，短期价差迅速扩大。而格力美的的份额变动也正主要发生在热销产品的价格区间中。
- 2) 格力份额受冲击的另一个重要原因是未享受到新渠道的增长红利。在今年整体需求增长基本依靠线上渠道，网批模式拉动的作用下，格力对新渠道却相对消极，没有享受到新兴渠道的增量红利。

图 18：格力美的热销 1.5 匹挂机价差（元）



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

图 19：天猫平台品牌商分渠道空调销售额（亿元）

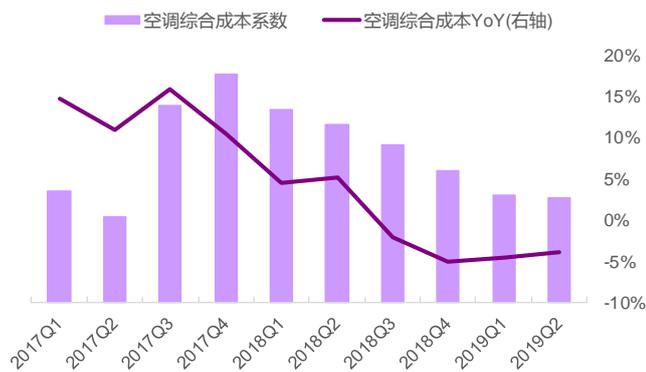


资料来源：淘数据，光大证券研究所，为 19 年 1~7 月累计

2020 年冷年开盘，格力竞争策略有从防守转向进攻的可能性。

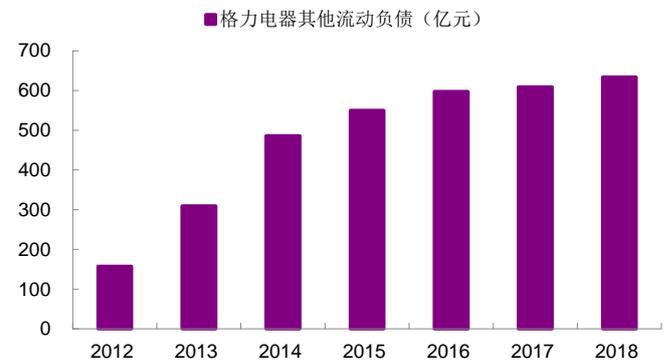
- 1) 成本红利与丰厚蓄水池将保障格力有充足的弹药发动竞争。年初以来空调综合成本较去年下降约 4~5%。前期因库存较高，成本红利尚未体现，此外，格力有丰厚的利润蓄水池可供调度（19Q1 期末账面其他流动负债（留存返利）高达 643 亿元）。
- 2) 借力混改东风，期待渠道体系再次升级。趁着混改落地的契机，格力还可以通过提高渠道对格力电器的持股比例等方式，进一步强化渠道和上市公司的利益一致性。届时无论是渠道效率升级加价降低亦或是更积极的拥抱新渠道，都有充足的想象空间。

图 20：空调综合成本年初以来同比下降 4~5%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：格力电器拥有丰厚的盈利蓄水池



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

格力竞争策略边际调整值得期待。8月2020新冷年将开启，品牌商和经销商将制定新冷年的竞争方案。同时“818”线上活动，中秋国庆线下活动都是展开降价促销的合适时间点（14~15年周期中，格力正是在9月开启中秋国庆假期促销），而格力的混改时间表已经基本明确（公开征集受让方截止9月2日，随后综合评审确认最终受让方）。届时，随着混改落地，新冷年竞争打响，其产品竞争策略是否会有边际变化需要重点监测。

（关于格力空调份额详细推演展望可参见《何时重塑格局，期待王者归来》）

◆投资建议：

整体看19年表现好于悲观预期，新冷年格局为监测重点。空调7月零售和出货同比增速环比放缓，但19年累计表现仍好于预期；7月无典型促销节点，龙头各自维持前期竞争策略平稳收尾，美的依然保持强势。展望新冷年，整体需求预计波澜不惊，而随着混改落地及合适的促销节点来临，格力后续竞争策略或从防守转向进攻，行业格局为重要监测对象。

跳出需求周期，侧重企业护城河和长期趋势判断。一直以来我们强调，随着地产大周期的结束以及消费品渠道的巨变，不应过分拘泥于短期的需求周期波动，叠加A股资金结构的变化，我们建议投资选股更加偏重企业护城河，并结合行业中长期变革做出判断。

结合短期业绩表现和长期竞争壁垒，个股推荐分为三条主线：

- 1、短期竞争格局由龙头主导，长期看制造壁垒最为深厚：格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电（中央空调）。
- 2、逆周期属性较强的小家电龙头：九阳股份、新宝股份。
- 3、下半年有边际改善预期的：欧普照明、老板电器、华帝股份。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘，家电所有细分板块均有所上涨。上周沪深300指数+2.1%，家电板块整体+0.8%，行业表现逊于大盘。其中白电整机(+0.1%)、黑电整机(+4.6%)、厨电与小家电(+1.0%)、照明(+1.8%)、家电零部件(+2.0%)。

上周板块表现

表1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
上周表现	0.8%	2.1%	0.1%	4.6%	1.0%	1.8%	2.0%
年度至今	24.2%	22.2%	35.1%	22.4%	12.6%	-1.7%	-0.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所

上周个股表现

表 2: 家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	和而泰	17.9%	天际股份	-30.0%
第二名	奋达科技	9.3%	奥佳华	-4.8%
第三名	TCL 集团	8.9%	奥马电器	-4.0%
第四名	德豪润达	8.9%	三花智控	-2.3%
第五名	日出东方	8.5%	海信电器	-2.1%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

◆风险提示:

- 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.地产销售/竣工出现大幅度萎缩,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。

表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资 评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
000333	美的集团	50.32	3.08	3.54	3.97	16	14	13	买入
000651	格力电器	51.25	4.36	4.88	5.35	12	11	10	买入
600690	海尔智家	14.92	1.21	1.30	1.43	12	11	10	买入
603515	欧普照明	28.22	1.19	1.40	1.74	24	20	16	买入
002035	华帝股份	9.76	0.77	0.90	1.07	13	11	9	买入
002508	老板电器	23.71	1.55	1.75	1.95	15	14	12	买入
002242	九阳股份	21.39	0.99	1.07	1.24	22	20	17	买入
000921	海信家电	10.87	1.01	1.21	1.38	11	9	8	增持
002705	新宝股份	9.91	0.62	0.72	0.78	16	14	13	增持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 16 日

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中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, 本公司的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, 本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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼