

行业研究/专题研究

2019年09月04日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)
白色家电II 增持 (维持)

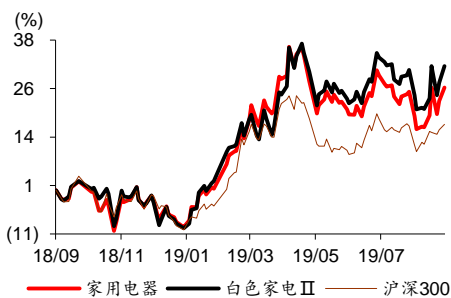
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《家用电器: 行业周报 (第三十五周)》
2019.09
- 2 《格力电器(000651 SZ,买入): 收入增长达7%, 看好混改前景》2019.08
- 3 《美的集团(000333 SZ,买入): 品牌矩阵均衡发展, 净利润增长超17%》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

大金辉煌 95 年, 中国空调产业亦可期

空调行业专题研究

大金工业: 全球暖通空调龙头 95 年辉煌, 指引中国产业发展

大金工业 95 年发展历史, 历经日本经济腾飞与泡沫破灭, 公司重视空调与氟化工研发投入, 产品技术领先性与可靠性成就品牌, 并通过海外市场持续渗透, 打破本土空调产业发展天花板, 成就了 90 余年发展辉煌。展望中国空调行业, 本土市场保有量天花板尚未达到 (2017 年, 中国空调保有量为城镇 128.6 台/百户、农村 52.6 台/百户, 而 2014 年日本空调保有量已达到 275.8 台/百户), 中国宏观经济增速仍保持全球领先, 空调保有量仍有大幅提升空间。而空调海外市场方兴未艾, 自主品牌出海及海外并购均有望提速。产业龙头格力、美的、海尔发展值得期待。

大金工业的成功离不开创新投入与海外发展

我们认为大金持续的创新投入和及时的海外发展转型是实现成功的关键要素。大金 2018 财年 90% 收入来源于空调业务, 在空调高速发展期, 公司围绕节能技术的投入, 奠定了公司技术发展路线, 进而推动了品牌高端化, 稳固公司盈利能力, 2018 财年公司毛利率为 35% (高于格力、美的)。同时, 公司关键时间点的全球化转型为长期增长提供动力, 大金 2018 财年海外收入占 75% 左右, 打破单一日本区域发展的瓶颈, 并平抑区域需求波动影响。

把握日本与全球空调发展红利, 大金实现跨越式发展

1) 1988 年以前, 商用空调需求率先起步, 并向家用空调推进, 日本空调每百户保有量从 7.8 台 (1970 年) 上升至 98.8 台 (1988 年), 大金收入提升至 1988 财年的 3258 亿日元。2) 1988-2000: 两次危机当中, 大金对内提升效率 (生产周期压缩到 3 天), 并适时推出高性价比产品, 对外加速全球化布局。3) 2001-至今: 全球化战略下, 2018 财年大金海外占比提升到 75%, 全球布局降低制造成本, 营业利润率提升至 11%。同时, 海外市场坚持中高端定位, 分享更高的估值溢价, 2013 年以来大金工业 PE 估值保持在 20 倍以上, 大幅高于国内空调龙头公司。

中国空调龙头发展潜力值得期待

一户多机属性下, 空调行业发展潜力依然值得期待。根据日本统计局数据, 2014 年日本空调渗透率已经达到 90% 左右, 保有量达到 275.8 台/百户, 同时有 19 个行政区保有量已经超过 300 台/百户。对标日本, 国内空调行业保有量仍有翻倍的提升空间, 我们对未来空调行业长期内销增长仍保持乐观。同时, 国际化有望为企业持续成长的动力, 国内空调龙头具备产业链优势, 制造优势难有对手, 我们看好未来国内龙头通过并购切入发达国家市场, 以及以自主品牌切入发展中国家市场, 并通过海外运营, 获得持续成长动力。

风险提示: 空调行业景气度下行幅度超预期。行业竞争加剧。出口外贸政策风险。日本空调发展参考性或减弱。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000651.SZ	格力电器	57.80	买入	4.36	5.06	5.97	7.07	13.26	11.42	9.68	8.18
000333.SZ	美的集团	54.31	买入	2.91	3.35	3.90	4.41	18.66	16.21	13.93	12.32
600690.SH	海尔智家	15.75	买入	1.17	1.38	1.62	1.87	13.46	11.41	9.72	8.42

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

大金工业：单一主业的全球暖通之路	3
空调领域第一梯队的龙头企业	3
竞争中激发空调制冷技术进步	4
全球化成长为股东提供优厚回报	5
大金工业 95 年：从崛起到彷徨，再到重现辉煌	8
1924-1950：从初创开始重视研发基因	9
1951-1972：空调产品进入民用领域，1972 年大金收入达到 600 亿日元	9
1973-1987：借力家用空调普及浪潮，大金实现跨越式发展	11
空调普及机遇期，节能要求奠定公司技术路线基础	11
在宏观因素和气温因素的冲击下，日本空调行业出货量出现波动	12
1988-2000 年：日本空调市场波动加大，大金布局海外、追求长期增长	13
在行业低谷期内外兼修，大金奠定未来发展基础	13
利用日元升值契机，大金加速向海外扩展，提升全球化布局	15
应对国内市场不景气，公司对内生产效率提升，推出高性价比新品扭转经营颓势	17
2001-至今：全球化战略下大金重回升势，金融危机调整后持续成长	19
2000 年以后，日本空调每百户保有量增量与渗透率增速放缓，空调市场进入稳定期	19
中国市场的高端路线扩张	21
成熟市场空调品牌知名度建立更难，大金最终以并购切入美国市场	23
大金发展的经验启示	26
一户多机属性下，空调行业发展潜力仍待挖掘	26
在本土市场之外，国际化为企业持续成长的动力	28
全球空调市场稳步扩张，发达地区企稳、发展中地区复合增速领先	28
强化海外布局，全球经营提供持续成长动力	31
风险提示	32

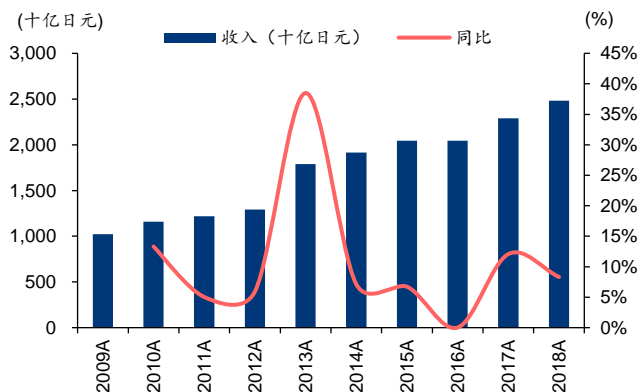
大金工业：单一主业的全球暖通之路

大金工业作为日本少有以单主业实现规模持续增长的家电企业，从仅有 15 人的小作坊转型成为全球领先的暖通空调及氟化工企业（2018 财年，90% 收入来自于空调产业），不仅克服了日本战后的困难期，同时历经多次经济危机并持续增长，我们认为公司持续的创新投入、及时的海外发展转型，是公司实现成功的关键要素。

空调领域第一梯队的龙头企业

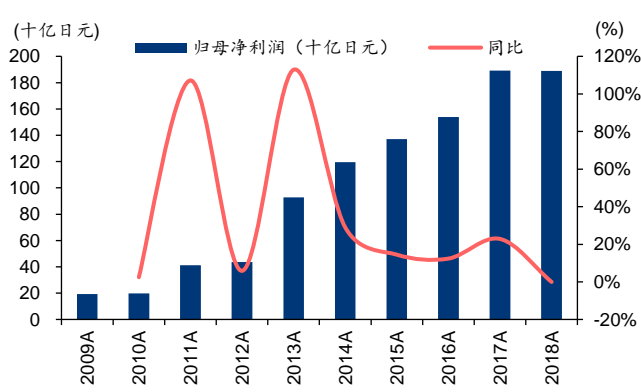
大金工业历经 95 年成长，持续研发投入、及时海外转型，成就全球性空调龙头企业。大金工业于 1924 年日本大阪成立，主营业务为空调及制冷设备（2018 财年，收入占比到达 90%），同时拥有氟化学和油压机械等多元化业务。公司 2018 财年（2018/4/1-2019/3/31）收入 2.48 万亿日元（约 224 亿美元，折合 1510 亿人民币，按照 2019 年 3 月 31 日日元汇率中间价折算），净利润 181 亿日元（17 亿美元，折合 115 亿人民币）。公司经营范围遍布全球（在全球 150 个国家销售），旗下拥有大金、麦克维尔（美国，中央空调）、Goodman（美国，中央空调）等品牌。

图表1：2018年大金工业收入约1510亿元人民币



注：大金 2018 财年为 2018/4/1-2019/3/31，图表中均以 201xA 代替 201x 财年
资料来源：彭博、公司财报、华泰证券研究所

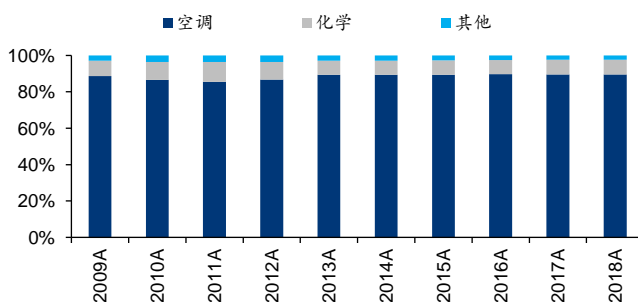
图表2：2018年大金工业归母净利润约115亿元人民币



资料来源：彭博、公司财报、华泰证券研究所

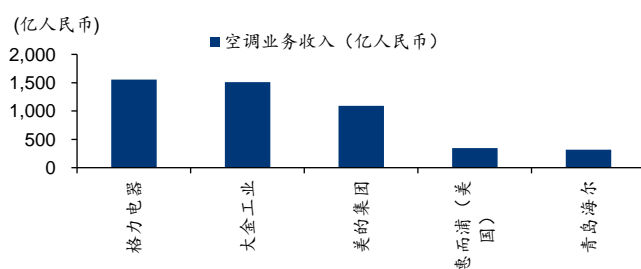
单一主业空调业务收入占比 90%，规模略低于格力，位居全球第二。空调业务占据大金收入主要部分，历年比例在 90% 左右。化学业务占收入 8% 左右，主要为氟化工业务。其他业务约占收入 2%，主要为油压机械业务。从空调业务收入规模来看，大金工业在 2018 财年空调业务收入规模约为 1510 亿人民币，居全球第二，略低于第一名格力电器（2018 年格力空调业务收入 1556.8 亿人民币，按照 2018 自然年调整大金收入，并按照 2018/12/31 日元汇率中间价折算，大金收入约为 1512 亿元人民币）。

图表3：大金工业空调业务收入占比约90%



资料来源：彭博、华泰证券研究所

图表4：2018财年大金空调业务收入规模全球第二，略低于格力

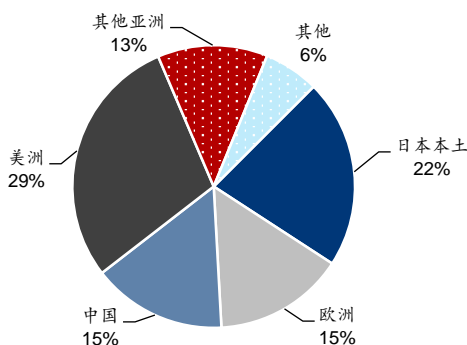


注：惠而浦（美国）无细分空调收入，图中为公司 others 部分收入
资料来源：公司年报、Wind、华泰证券研究所

海外收入占比高，日本本土收入仅为 22%。从收入地域分布来看，2018 财年，大金日本本土收入仅占比 22%，美洲、中国、欧洲收入占比较高，合计占比 59%。

中国为大金工业重要的海外市场，截止 2018 年底，大金在中国内共拥有 32 家公司，员工总数 1.9 万人，在 5 大业务区域中排名第一。

图表5： 2018 财年，大金日本本土收入占比仅为 22%

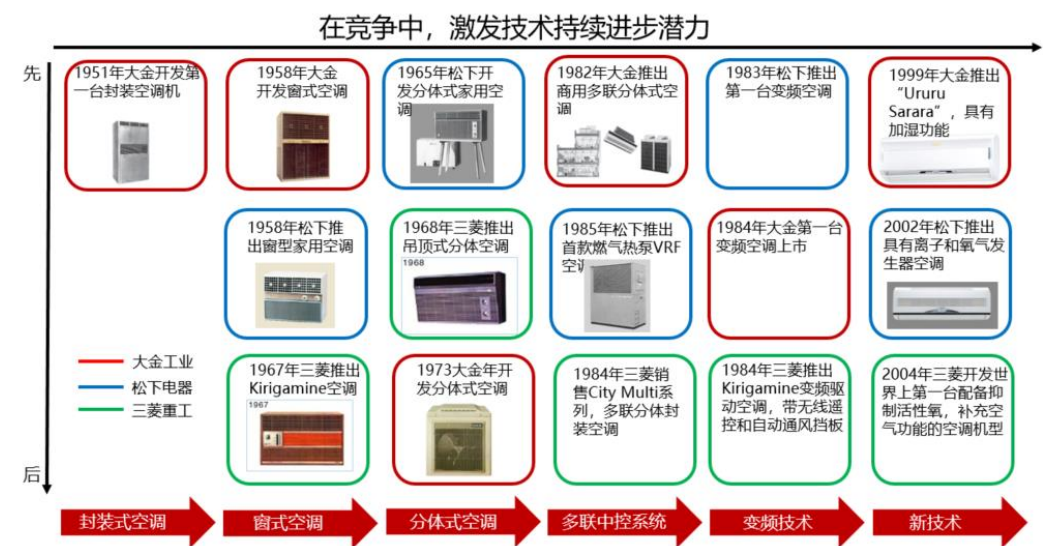


资料来源：彭博、华泰证券研究所

竞争中激发空调制冷技术进步

公司围绕商用及家用需求，在竞争中激发技术潜力，打造全球性技术领先力。从 1951 年大金开发出首台一体式空调以来，公司与松下、三菱重工等企业在空调产品竞争中维持研发投入，激发空调技术进步潜力。

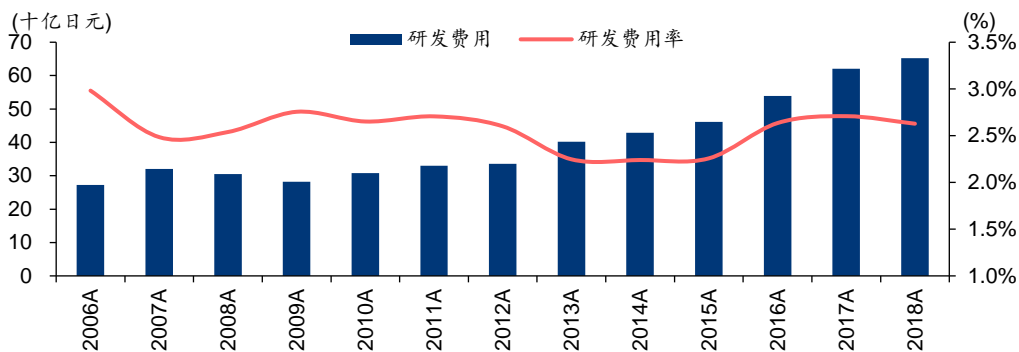
图表6： 空调技术在竞争中不断迭代



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司在产品上坚持节能、差异化功能、产品可靠性领先，近年来随着空调差异化需求提升，近 3 年公司研发费用率维持在 2.6% 左右。

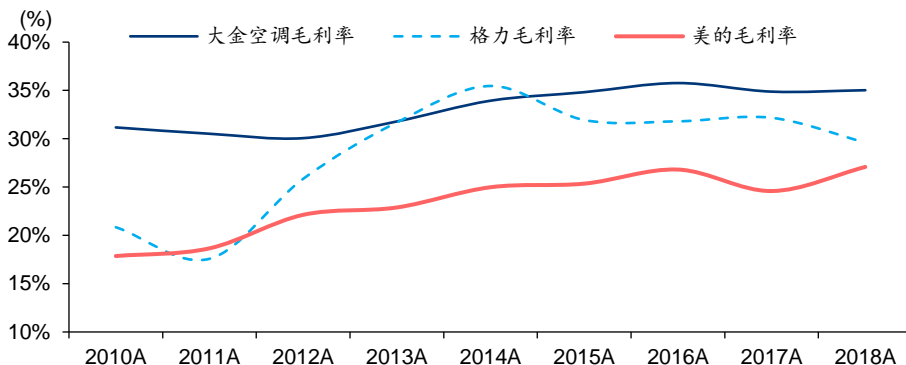
图表7：近3年大金研发费用率维持在2.6%左右



资料来源：彭博、华泰证券研究所

中央空调技术引领，带来份额领先。2015年公司根据自身出货量与日本本土市场商用空调出货量测算，大金品牌在日本本土市场商用空调市场占有率超过40%。中央空调技术门槛高，发达地区市场需求更为稳定，且盈利能力更强，为大金带来了更高的产品毛利率。

图表8：中央空调业务为大金带来更高的毛利率



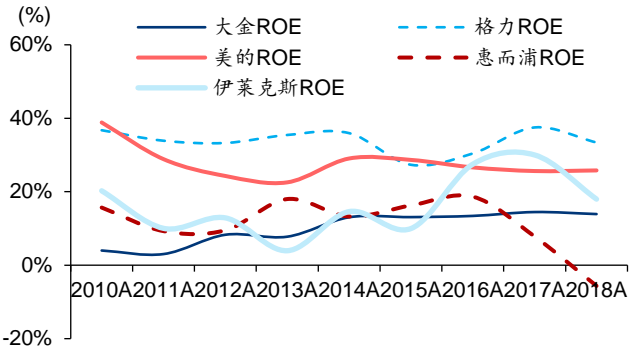
资料来源：Wind、华泰证券研究所

全球化成长为股东提供优厚回报

大金工业最近3年ROE约在13%-14%水平，PE波动中枢约在20倍左右。虽然受到2008年金融危机影响，大金工业ROE下滑，但公司经营韧性较强，近年再次达到13%-14%水平。从估值水平上看，大金PE波动中枢约在20倍左右，2019年6月底PE TTM估值22倍左右。

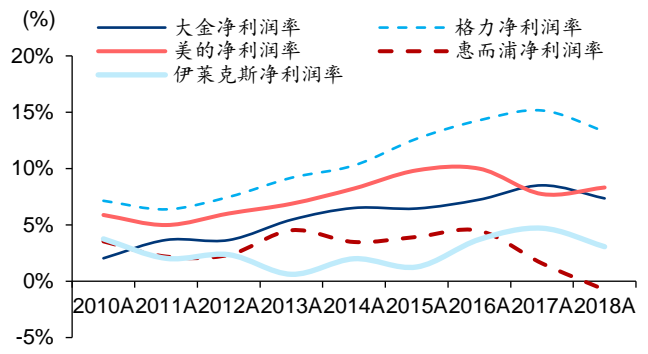
对比全球家电龙头企业，大金并不具有ROE优势。从ROE上看，格力电器2018年达到33.4%，为大金（13.9%）两倍以上，中国家电龙头企业明显更具优势。一方面，大金销售净利润率较低，2018年仅为7.35%（同期，格力、美的分别为13.10%、8.12%），另一方面，大金权益乘数较低，杠杆率低于国内龙头企业，2018年为1.91（同期，格力、美的分别为2.78、3.14）。

图表9：大金工业历史 ROE 维持在 13%-14% 左右



资料来源：彭博、Wind、华泰证券研究所

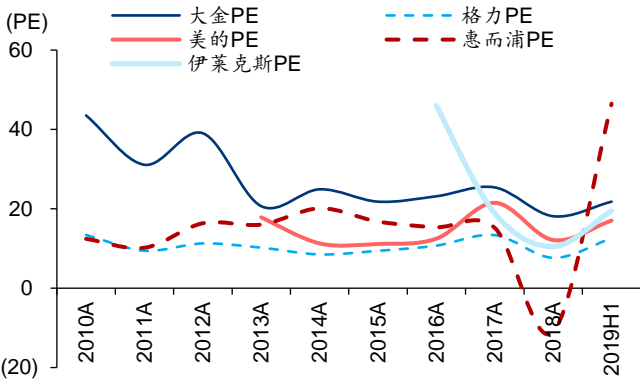
图表10：大金工业净利润率低于格力，近几年与美的接近



资料来源：Wind、华泰证券研究所

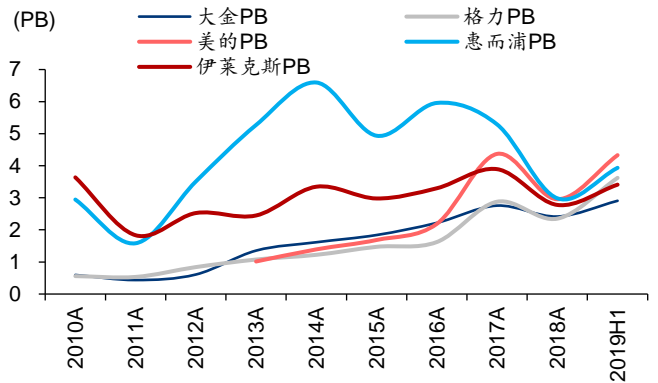
大金空调领域全球知名，长期运营稳健，享有更高 PE 估值。从估值上看，2013 年以来大金工业历史 PE 中枢在 20 倍左右。截止 2019 年 9 月 2 日，大金 PE (TTM) 为 20.5 倍左右，国内同样专注于空调业务的格力电器 PE (TTM) 仅为 12.7 倍左右。

图表11：2013 年以来大金工业 PE TTM 均值在 20 倍左右



资料来源：彭博、华泰证券研究所

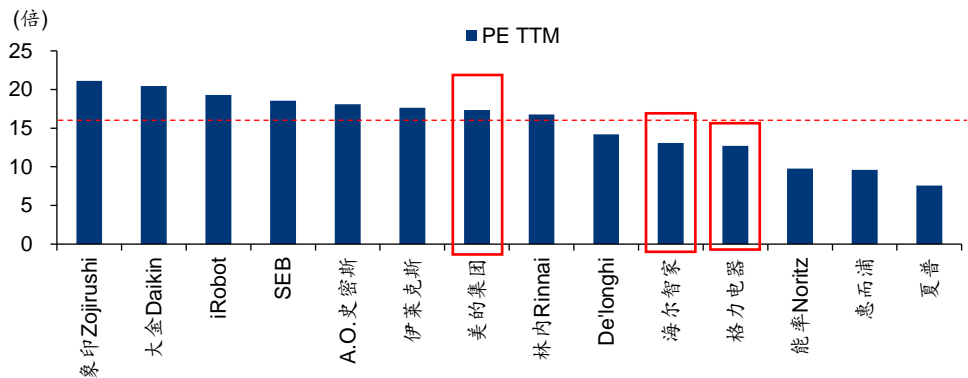
图表12：大金工业 PB TTM 偏低，2019H1 为 2.91 倍



资料来源：彭博、华泰证券研究所

大金工业虽然净利润率、成长性略低于国内空调龙头，但已经建立起全球知名度，享受更高的品牌溢价，同时拥有较长历史，在经营中持续验证公司治理的稳健性与经营韧性，投资者或更愿意给出估值溢价。

图表13：截止 2019 年 9 月 2 日，国内及海外家电个股 PE TTM 估值对比



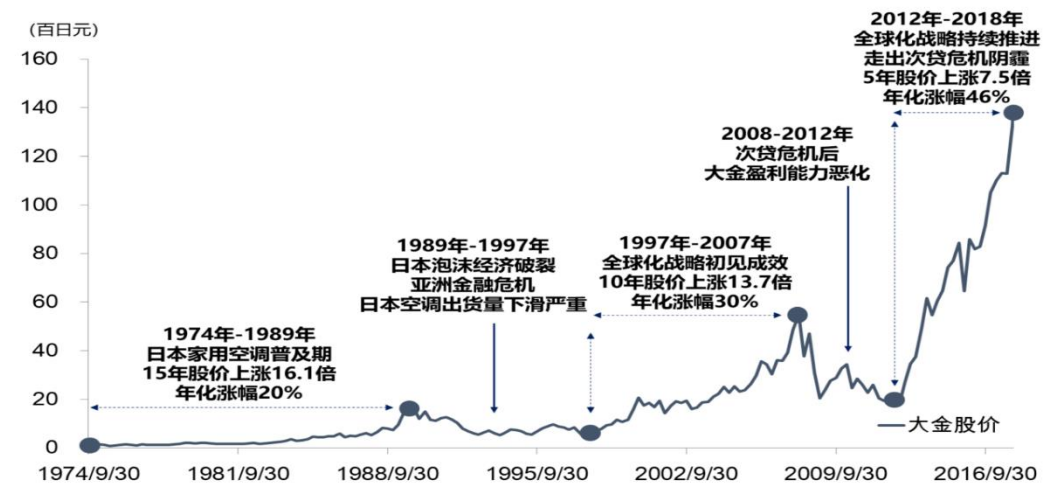
资料来源：Wind、Yahoo finance、华泰证券研究所

1970-80年代中，伴随着日本家用空调不断普及，空调行业得到快速发展，1974-1989年期间大金股价年化涨幅为20%。

1990年代在日本泡沫经济破裂与亚洲金融危机冲击下，大金经营（1997财年净利润仅为54.55亿日元，相比1989财年的133.56亿日元下滑59%）与估值（1997年PE估值下滑到19倍左右）均有较大压力，公司股价面临戴维斯双杀。

2000年前后，在公司全球化战略驱动下，公司经营情况改善、估值回升，股价从1997年至2007年年化涨幅30%左右。而后虽然由于金融危机引发估值与净利润大幅下降，但公司经营韧性较强，且通过全球化发展，减少单一区域依赖，快速恢复增长，股价也有明显上涨，大金PE估值自2013年开始维持在20倍以上。

图表14：大金股价在家用空调普及期与全球化战略有效推进期均有明显上涨

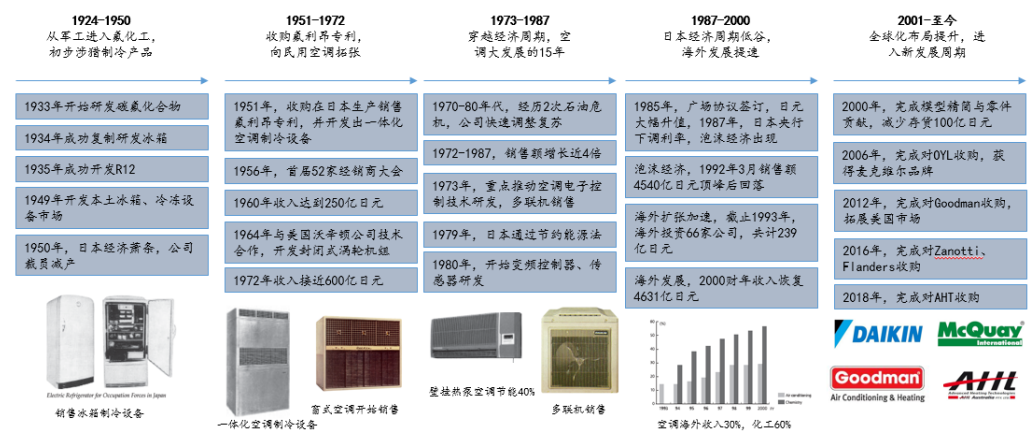


资料来源：彭博、华泰证券研究所

大金工业 95 年：从崛起到彷徨，再到重现辉煌

大金工业的专业化发展道路坚持了 95 年，从内销为主到海外占主导，深耕空调领域，公司不断强化技术实力与技术领先性，并推动全球化发展，不断提升成长空间。对比中日两国空调产业发展阶段，我们认为中国空调行业正处于家用与中央空调需求稳步释放阶段，空调保有量与中央空调结构性升级同步进行。同时，国内竞争格局较为稳定，而国外市场有待开发，自主品牌出海及海外并购有望成为家电龙头继续成长的重要驱动力。

图表15：大金以研发为基础，氟化工与空调行业协同发展，拓展海外市场、提升成长空间

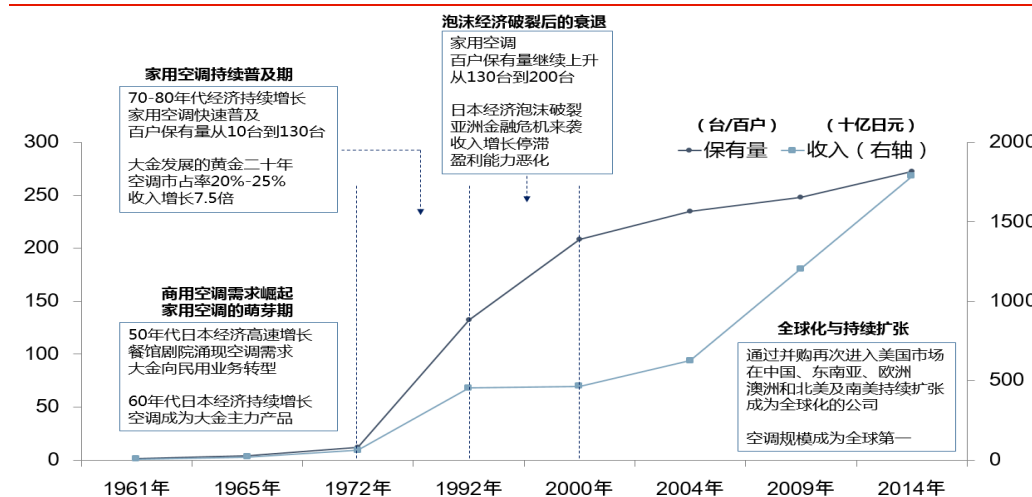


资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries 1924-2014》、公司官网、华泰证券研究所

从聚焦本土到全球化经营，大金工业发展与日本经济发展同步性高。从大金 95 年成长历程可见其清晰的两阶段成长路径，第一阶段（1990 年代之前）聚焦本土市场，自身规模随日本本土居民空调保有量增长而持续提升。

第二阶段（1990 年代至今）开启全球化扩张进程，虽然日本本土经济疲软，空调保有量提升减缓，但海外广阔的市场为大金提供持续成长动力。

图表16：日本家用空调的普及浪潮以及全球化战略在不同时期为大金提供成长动力



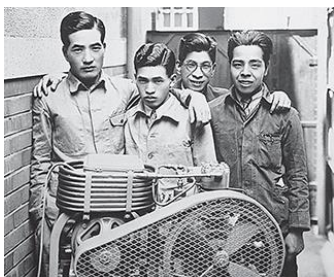
资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries 1924-2014》、Wind、华泰证券研究所

1924-1950：从初创开始重视研发基因

回顾公司历史，在初创期，公司已形成重视核心技术研发的基因。大金工业由创始人 Akira Yamada 于 1924 年在日本大阪成立，初期主营飞机用散热器加工。1933 年公司收到日本海军军舰制热\制冷设备的订单，发现了制冷产品市场机遇，开始着力研发制冷技术，并于 1934 年自主研发并制造了供为日本海军使用的制冷设备。同时在 1935 年首次在日本本土成功研发生产碳氟化合物制冷剂 R12（基于美国碳氟化合物技术成果），实现制冷设备及制冷剂产业的协同发展。

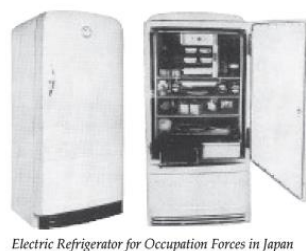
虽然公司在第二次世界大战中发展受限，但制冷技术的积累与领先，使得公司在二战后获得为美军提供冰箱等制冷产品的订单，并在战后迅速恢复经营能力。

图表17： 1934 年为日本海军制造的制冷设备原型机



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

图表18： 大金制冷技术应用于向美军提供的冰箱产品



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

1951-1972：空调产品进入民用领域，1972 年大金收入达到 600 亿日元

获得独家生产和销售氟利昂权利（1951-1957 年），开发民用制冷市场，战后发展加速。1951 年，公司与美国杜邦公司签订协议，获得在日本市场独家生产和销售氟利昂的权利，同年公司成功开发日本第一台一体化空调（packaged type air conditioner），样机在大阪平野町的大阪煤气大楼的食堂展出，产品获得大众关注，使公司知名度大幅提升。

公司开始向民用领域转型，研发主要投入到商用空调领域（期间研发出 7.5 匹马力一体化空调、带旋转式压缩机的窗式空调），收入开始快速增长，其中空调收入规模增长 20 倍（1955 年到 1964 年）。

图表19： 1951 年公司首台一体化空调设备上市



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

图表20： 1958 年公司开始销售日本首台带旋转压缩机的窗式空调



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

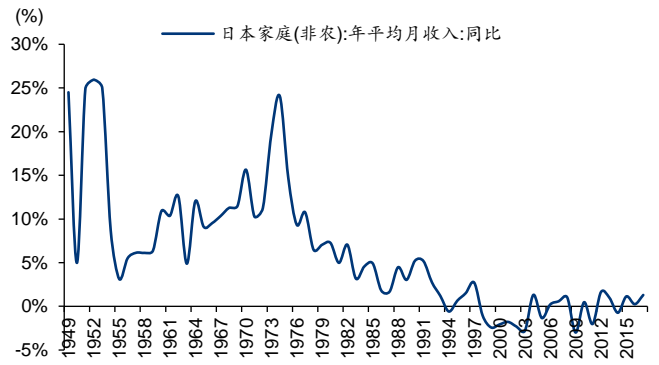
日本经济的持续复苏之下，空调虽然仍属于奢侈产品，但商用空调需求率先起步。从 20 世纪 50 年代中期开始，日本经济开始进入高速增长期（1952-1972 年间，日本 GDP 增速中枢为 8%-10%之间），居民家庭收入与消费支出开始快速上升，以剧院和高档日本餐馆等为代表的中高档消费场所开始涌现出对空调制冷和供暖设备的需求。

图表21： 1950年代与60年代日本GDP增速较快



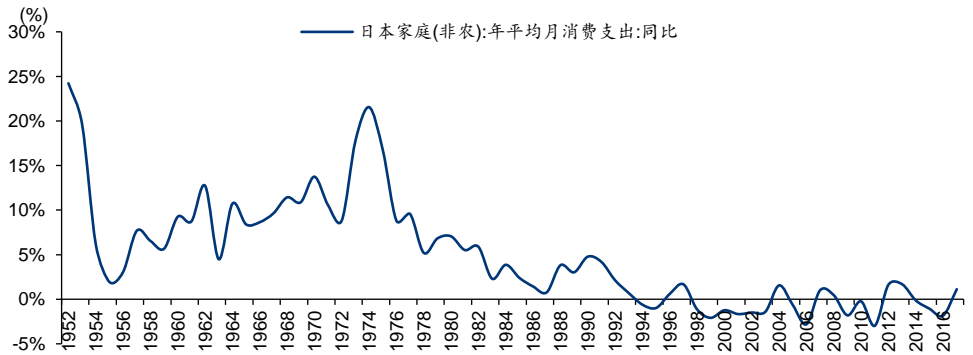
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表22： 1950年代与60年代日本家庭收入增速较快



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表23： 1950年代与60年代日本家庭消费支出增速较快



资料来源：Wind、华泰证券研究所

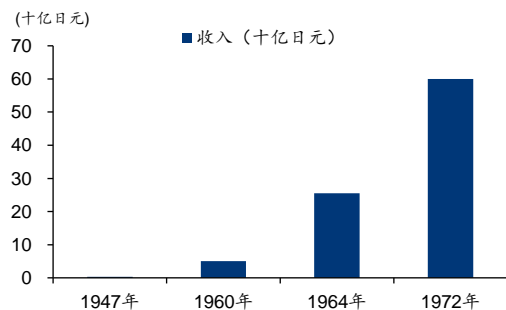
空调产品需要专业化的安装服务，驱动大金建立专业销售网络覆盖全日本。商用空调对于专业化安装及服务能力要求较高，在商用空调销售提速的过程中，公司向专业化销售模式逐步转变，并在1965年培养出10家与公司关系密切的专业代理商，并建立期空调专业化的销售网络覆盖全日本，依托专业化、高质量服务的口碑，提升了客户粘性。1972年，大金收入已经达到600亿日元。

图表24： 1965年开始，公司销售模式向专业代理商转变



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

图表25： 20世纪50年代与60年代的发展使大金经营规模快速提升



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

1973-1987：借力家用空调普及浪潮，大金实现跨越式发展

空调普及机遇期，节能要求奠定公司技术路线基础

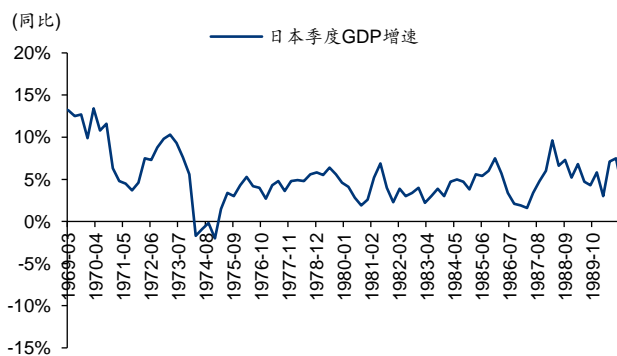
1973-1987年，日本宏观经济增长稳定，家电空调普及加速，随着空调保有量大幅度提升，本土家用空调出货量复合增速维持在7.1%左右。期间日本GDP增速保持5%左右区间，在行业快速增长的背景下，大金工业享受空调行业增长的红利，公司整体收入从1972年到1987年的15年间增长超过4倍，接近3000亿日元。

图表26：1973-1987年主要困难与大金应对措施

主要困难	大金应对措施
1973、1979年2次石油危机	提升节能产品研发，家用及商用均推出节能产品
1974、1980、1981凉夏	依托氟化工产业，平抑空调产业波动

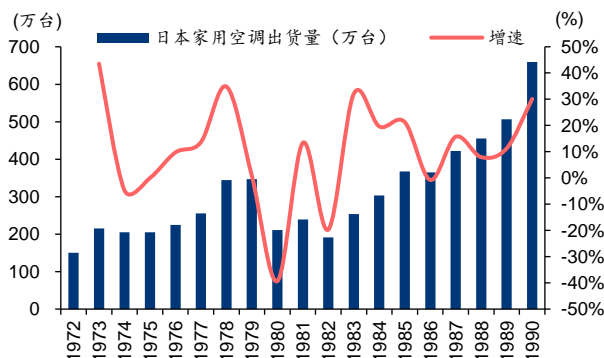
资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

图表27：日本GDP增速在1970年代与1980年代保持5%左右



资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

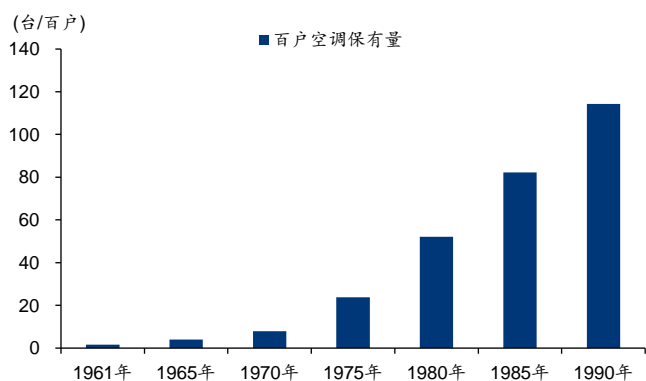
图表28：日本家用空调出货量在1970年代与80年代快速上升



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

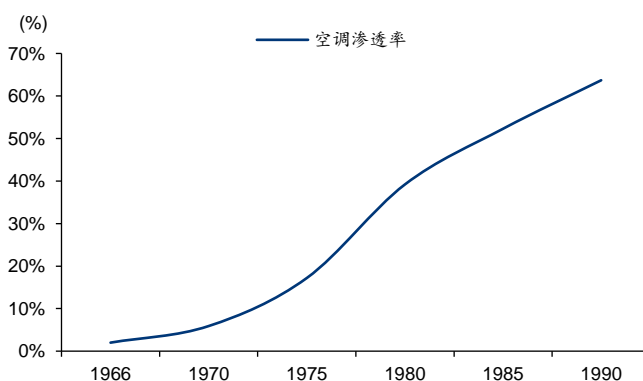
根据日本统计局数据，日本家用空调渗透率从1970年的5.9%上升至1990年63.7%，每百户保有量从1970年7.8台上升至1990年114.3台，年均提升超过5台/百户。

图表29：家用空调保有量在1970年代与80年代快速上升



资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

图表30：家用空调渗透率在1970年代与80年代快速上升



资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

公司研发变频及VRV技术，家用及商用空调业务均受益于节能要求提升。1973-1987年期间日本经历2次石油危机影响（1973年与1979年两次石油危机的爆发），宏观经济增长出现波动，同时石油危机也激发了日本对于各类产品的节能要求，促使日本于1979年通过节约能源法，公司也加速在节能产品上开发投入。

家用及商用领域均重点研发节能产品，奠定公司未来重要的节能技术基础。大金在家用空调领域 1973 年研发出分体多联机，同时在 1984 年推出第一代变频家用空调，公司在商用空调领域 1982 年研发推出 VRV 技术的多联机组(1983 年 VRV 荣获了日本冷冻协会技术奖、日本机械工业联合会优秀节能奖两项年度大奖)，实现了空调产品更优的舒适性和节能性，整体降低运行成本。并于 1986 年成功研发变频 VRV 空调系统，进一步提升能源使用效率。

图表31： 1973 年公司推出家用分体式多联机



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表32： 1984 年公司推出第一代变频家用空调后，产品持续更新



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

中小型商用空调需求提升，大金进一步分享商用空调市场的发展。1974 年，日本第一家便利店开业，小型便利店快速增长，大幅提升对中小型商用空调的需求，大金推出了具备成本优势且适合在零售店使用的 G 系列落地式空调。继 G 系列之后，大金于 1978 年开发了 K 系列落地式和吊顶式空调 “SkyAir”，凭借 “SkyAir” 的超薄与芯片智能控制的特性，大金进一步提升自身的市场份额，截止 1984 年，大金一体化空调销量累计达到 100 万台。根据日本冷冻空调工业会（JRAIA）数据，1986 年日本商用空调出货量达到 56.3 万台，并在之后 4 年中仍然维持每年 15% 左右的增速。

图表33： 1978 年推出商用 Skyair 系列产品，开始长达 40 年的热销



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表34： 1982 年公司推出商用 VRV 分体式多联机



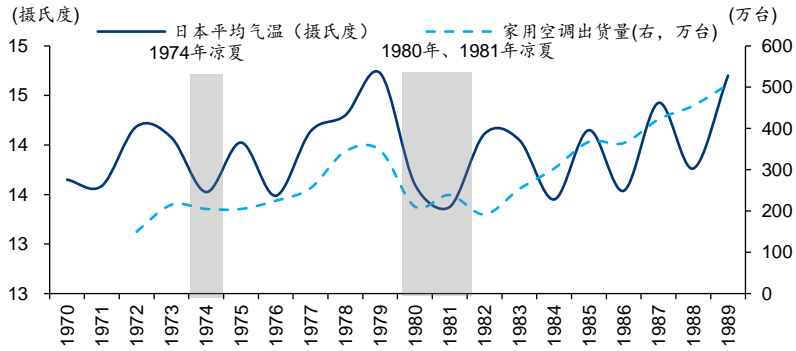
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

在宏观因素和气温因素的冲击下，日本空调行业出货量出现波动

石油危机叠加凉夏冲击，空调行业短期景气度下滑，大金依托空调与氟化工综合产业穿越行业周期，收入维持增长。随着 1973 年与 1979 年两次石油危机的爆发，日本国内通货膨胀急剧上升，导致日本央行货币政策转向，并推出紧缩的货币政策来抑制通货膨胀的上涨。同时，1974 年与 1981 年的日本夏天异常凉爽，居民空调的购置意愿减弱，导致 1974-1975 年及 1980 年日本空调出货均出现负增长。

虽行业景气度出现波动，但大金的收入增速仅受到短期冲击，其中氟化工表现更为稳定，1987 财年，公司收入接近 3000 亿日元（较 1972 年收入增长 4 倍以上，其中，氟化工收入增长 5 倍）。

图表35： 1974年与1980年的日本凉夏对空调行业出货量有一定负面影响



资料来源：彭博、日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

1988-2000年：日本空调市场波动加大，大金布局海外、追求长期增长

在行业低谷期内外兼修，大金奠定未来发展基础

在本土市场行业景气下行周期中，公司加大中长期战略布局。一方面，拓展海外市场，发掘海外增长空间。另一方面，优化内销产品结构、提升效率，应对行业波动。虽然面临日本本土经济增速下行，公司利用日元升值契机，积极布局海外市场，提升海外本土化制造、销售能力。同时，公司对内优化制造效率，进一步完善PDS生产体系，生产周期从15天缩短为3天，以适应生产量的短期波动与生产模式的变化。

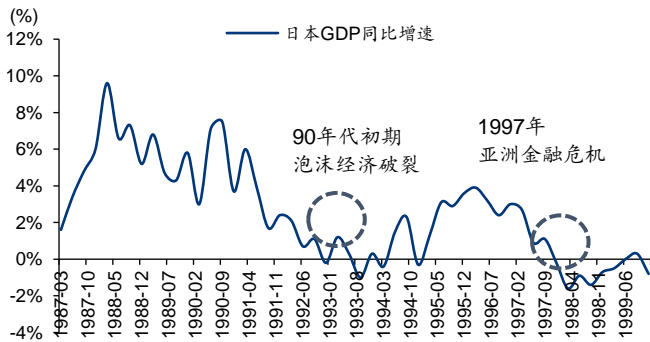
图表36： 1988-2000年主要困难与大金应对措施

主要困难	大金应对措施
1985年广场协定，日元开始升值	加速海外扩展，提升全球化生产销售能力
1991年泡沫经济破裂	提升内部效率，完善PDS生产提升，推动T+3。推出差异化产品系列，针对高性价比及高性能市场。

资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

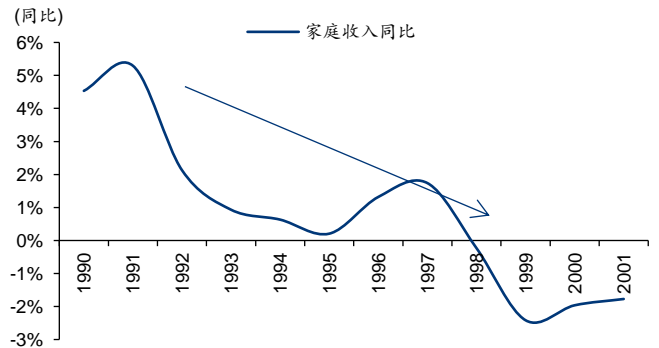
(1) 宏观经济下行波动，居民收入同比增速下滑。1992年日本泡沫经济破裂，日本GDP增速从1990年到1993年持续下滑。1997年亚洲金融危机爆发，稍有恢复的日本经济再次陷入衰退。

图表37： 内外因素波动，大幅扰动经济增速



资料来源：Wind、日本统计局、华泰证券研究所

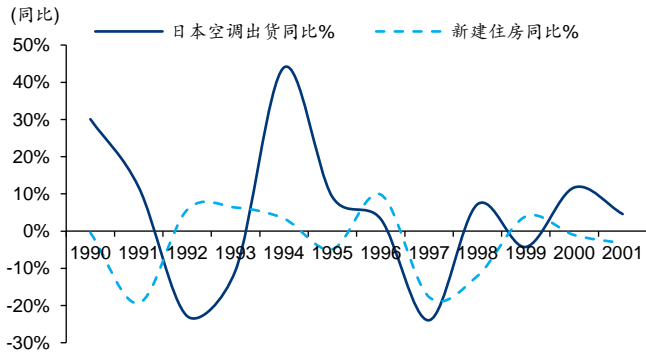
图表38： 日本家庭收入同比也趋势下行



资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

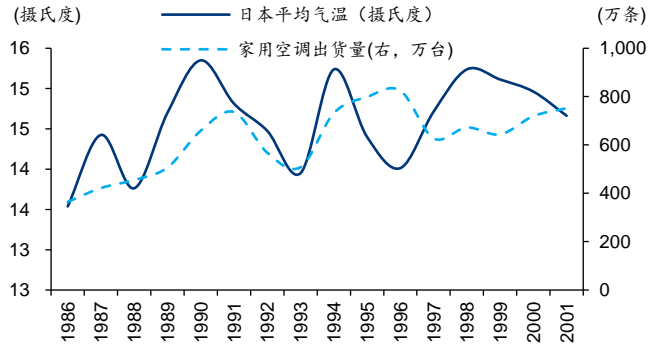
(2) 缺乏宏观经济增长支撑，叠加住房需求下降与凉夏影响，日本空调内销市场波动加大。1990年代，日本新开工住宅已经缩小到120万户/年的区间，对空调新增需求出货拉动作用减弱。同时叠加1993、1996年的凉夏影响，减弱了空调置换需求，家用空调出货量波动加大、增速放缓。

图表39: 1990年代日本地产需求变化与空调出货变化相关性明显弱化



资料来源: 日本统计局、华泰证券研究所

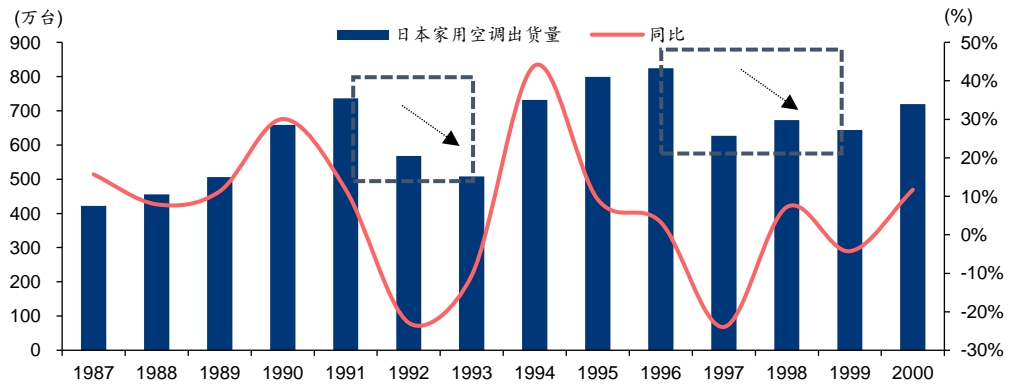
图表40: 1992、1993年的凉夏对空调出货量产生负面影响



资料来源: 日本冷冻空调工业会(JRAIA)、日本统计局、华泰证券研究所

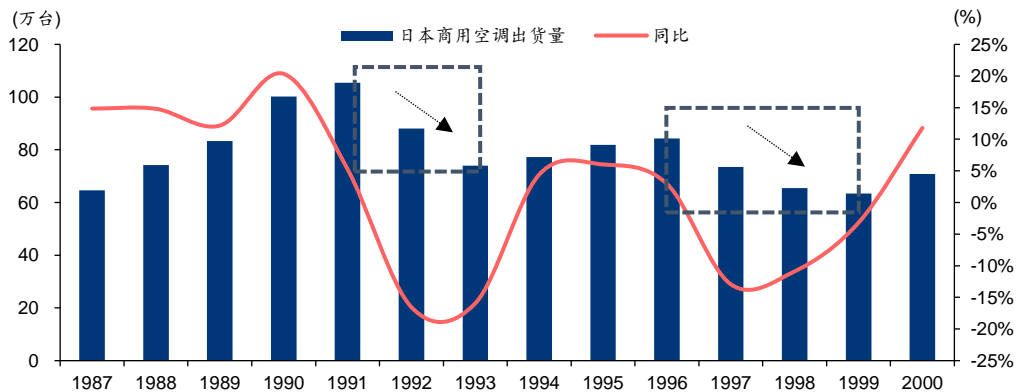
宏观经济的大幅波动下，1991-1993年和1996-1999年，日本家用及商用空调出货量均出现下滑。

图表41: 日本家用空调出货量在1991-1993及1996-1999年明显下滑



资料来源: 日本冷冻空调工业会(JRAIA)、华泰证券研究所

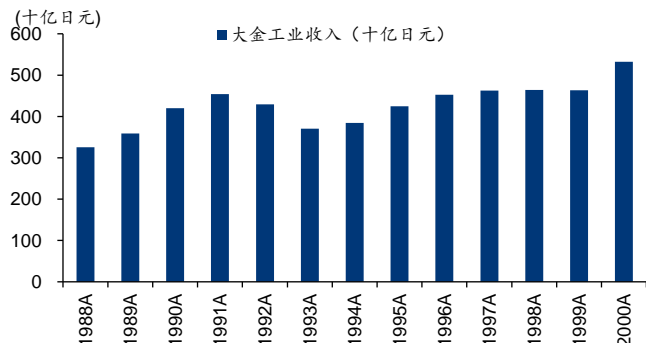
图表42: 日本商用空调出货量下滑趋势与家用空调一致



资料来源: 日本冷冻空调工业会(JRAIA)、华泰证券研究所

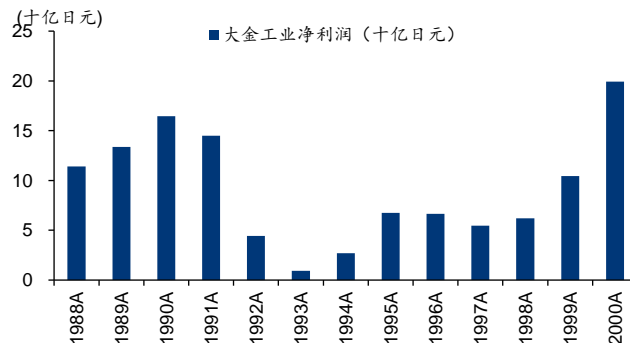
大金通过积极海外扩张和优化内销产品结构、提升效率，收入规模仍然得到提升，净利润在2000年重新恢复到1990年代区间最高水平。大金收入规模从1988年的3258亿日元提升至2000年5319亿日元，1988-2000年收入复合增速为4.2%。1993年，大金净利润下滑到仅9亿日元左右，在2000年回升至199亿日元。

图表43：受到日本经济冲击，大金收入依然有所增长



资料来源：彭博、华泰证券研究所

图表44：经历泡沫经济破灭后，大金净利润在2000年恢复到区间新高



资料来源：彭博、华泰证券研究所

利用日元升值契机，大金加速向海外扩展，提升全球化布局

日元升值虽减弱直接出口产品竞争力，但进行海外投资建厂成本大幅降低，利用日元升值契机，大金加速海外扩张，聚焦三大海外扩张战略。1985年广场协议后日元迅速升值，并在1995年日元升值至82.75日元兑1美元（较1987年初升值超过47%）。

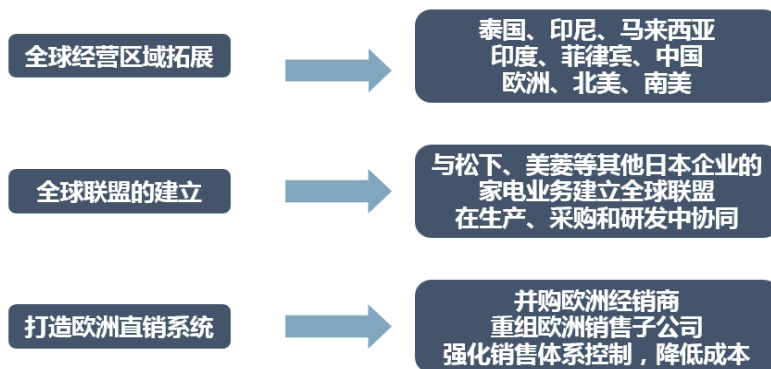
图表45：1990年代日元汇率升值明显，最高达到82.75日元兑1美元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

- 1) 大金将全球经营的区域从5个拓展到8个（泰国、印尼、马来西亚、印度、菲律宾、中国、欧洲、北美、南美设立销售公司），生产基地拓展到欧洲、美洲、大洋洲。其中，包括与美国制造商 Modine Manufacturing 成立合资公司，进入美国市场。并针对每个区域制定具体的经营策略，对市场的做出更快的响应。
- 2) 与松下、美菱等家电公司成立战略联盟，在全球性的生产分工、产品开发、采购和空调压缩机技术研发等方面形成合作。
- 3) 在欧洲构建直销系统，对欧洲各个国家的唯一经销商进行并购，并重组在欧洲的销售子公司，在奥地利维也纳成立大金空调中欧，对中欧所有大金销售子公司进行监督，并加强销售体系、降低成本。

图表46：大金工业的主要全球化战略



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

同时从 1990 年代开始，大金逐渐开始海外产能布局，分别在泰国、中国、菲律宾、美国等国家设立独资或合资企业建设工厂。

图表47：1990年代大金全球产能扩展情况

时间	国家	合资企业	大金股权比例	产能
1990年	泰国	大金工业（泰国）有限公司（DIT）	100%	18万台室内空调和25万台旋转式压缩机
1994年	中国	上海大金协昌有限公司	60%	3万台 Sky Air 空调
1995年	中国	大金庆安压缩机有限公司	51%	15万台回转式压缩机
1997年	中国	惠州大金太阳空调有限公司	70%	6万台家用空调
1998年	菲律宾	Daikin-Alen 空调有限公司	-	-
1998年	美国	大金摩丁	-	5000台屋顶式空调
2000年	印度	Daikin Shriram 空调有限公司	-	-

资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

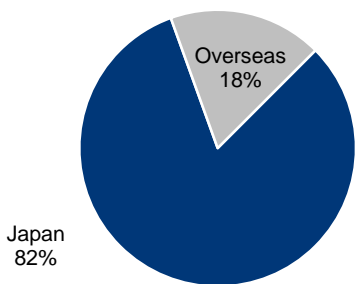
图表48：截止2000年大金在欧洲、北美洲、大洋洲、亚洲均有工厂产能



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

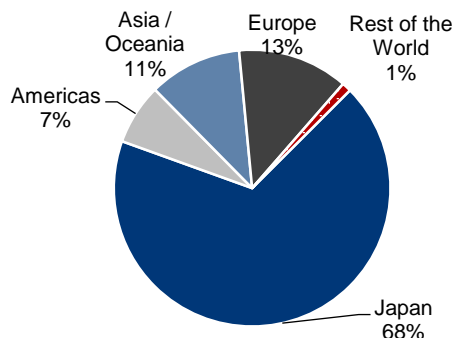
经过全球经营区域的拓展，公司在 2000 年海外收入达到 32%（1984 年仅为 18%），整体海外收入规模突破 1700 亿日元，欧洲、亚洲市场收入占比均已经超过 10%。

图表49: 海外布局前, 1984年公司外销收入占比为18%



资料来源: 《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

图表50: 随着全球化战略推进, 大金在2000年海外收入占比已经提升到32%



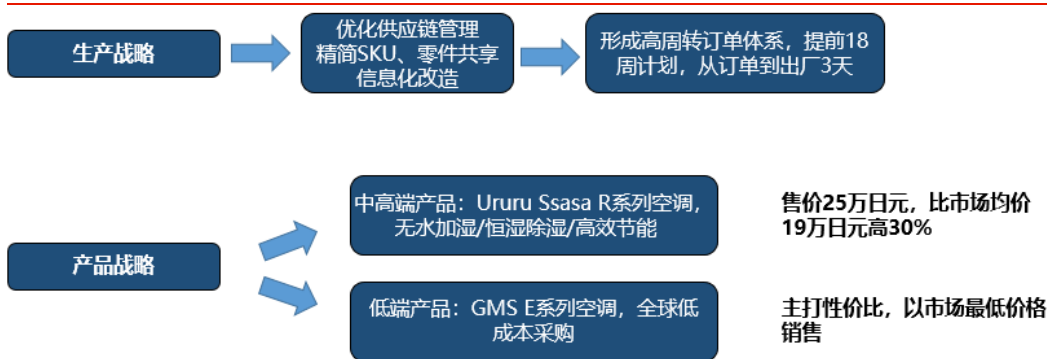
资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

应对国内市场不景气, 公司对内生产效率提升, 推出高性价比新品扭转经营颓势

1) 在生产方面, 大金提出建立高周转生产体系, 订单实现 T+3 (生产周期压缩到 3 天) 出厂, 大力优化内部生产流程, 同时进行全球化采购压缩成本, 要求供应商实现小批量、高频次供货以及时响应客户需求, 最终实现经营效率的极大提升。

在 2 次经济危机影响下, 成本管理压力提升, 同时公司也意识到速度与灵活性在生产和销售过程中的重要性, 因此, 大金建立了一套高周期生产体系, 目标是缩短从订单到出厂的时间。通过对公司各个部门、人员以及生产线的流程优化, 以及要求供应商实现小批量、频繁的零件交付。到 2002 年, 大金将出厂周期从 15 天缩短到 3 天, 成功完成高周期生产体系目标。

图表51: 大金在危机后的产品战略与生产战略

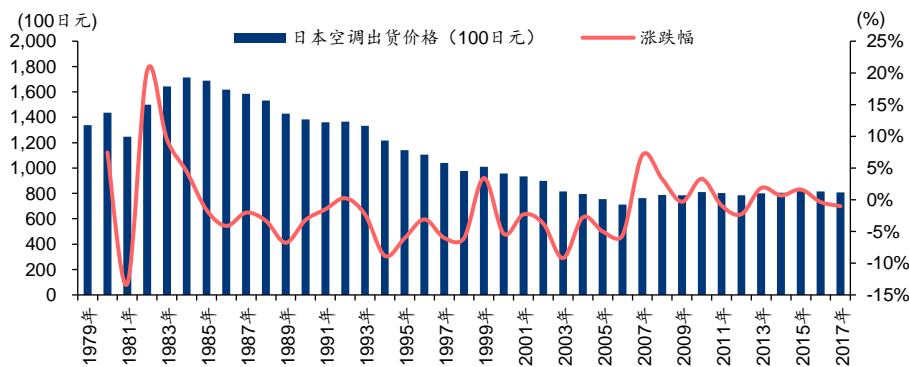


资料来源: 《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

2) 1990 年代日本宏观经济降温, 消费者更为追求性价比, 空调均价下降。在产品方面, 大金在 90 年代末期推出高性价比 GMS 空调和旗舰 Ururu Ssasa 空调。

宏观上的负面冲击不仅对行业的置换需求造成影响, 还造成了空调出货量均价的大幅度下跌。1980-1989 年, 空调行业出货均价仅下跌 1%, 但 1990-1999 年下跌幅度达到 27%。2000-2009 年行业出货价继续下跌, 但跌幅收窄至 18%, 而 2010-2017 年空调均价基本维持基本稳定 (微跌 0.5%)。

图表52： 1990年代日本空调竞争加剧，性价比产品占比提升，出货均价持续下降



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

产品覆盖面提升，推出高性价比空调 **GMS E 系列**，同时推出标杆旗舰空调 **Ururu Ssasa R 系列**（带湿度调控功能等）。日本居民消费需求两极化趋势加大消费分层，在市场均价有所下滑的情况下，公司强化高周转生产体系、强化成本控制，形成了具有性价比的 **GMS** 空调产品，瞄准低价市场，同时推出首台具有室内湿度控制功能的中高端空调 **Ururu Ssasa**，依然瞄准中高端客户，巩固公司中高端品牌影响力。

图表53： 期间，大金推出高性价比产品 **GMS E 系列**



资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries 1924-2014》、华泰证券研究所

图表54： 期间，大金同时推出具备加湿功能高性能系列 **Ururu Ssasa**



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

(1) 高性价比市场：GMS E 系列空调。凭借全球采购、海外生产的成本优势以及高周转生产体系下的流程精简，大金以市场低价推出一款小型空调产品 **GMS E 系列**，产品主打高性价比，针对大众市场。

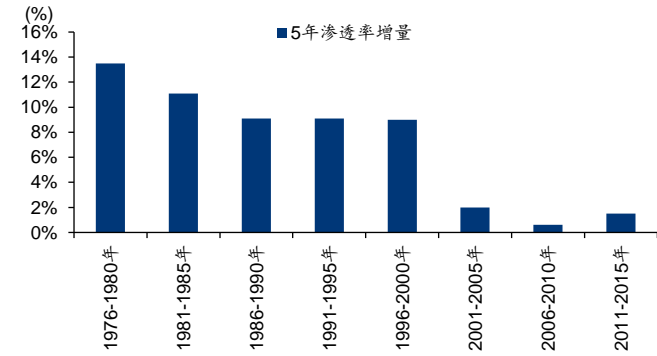
(2) 中高端市场：Ururu Ssasa R 系列空调。凭借自身技术优势，大金推出一款具备功能差异化节能空调 **Ururu Ssasa**，能够实现湿度有效管控，一方面实现无水加湿，另一方面，除湿时不会降低温度，同时这款产品节能效果依然领先。**Ururu Ssasa** 售价为 25 万日元，比市场均价 19 万日元高 30% 左右，巩固中高端市场。

2001-至今：全球化战略下大金重回升势，金融危机调整后持续成长

2000年以后，日本空调每百户保有量增量与渗透率增速放缓，空调市场进入稳定期

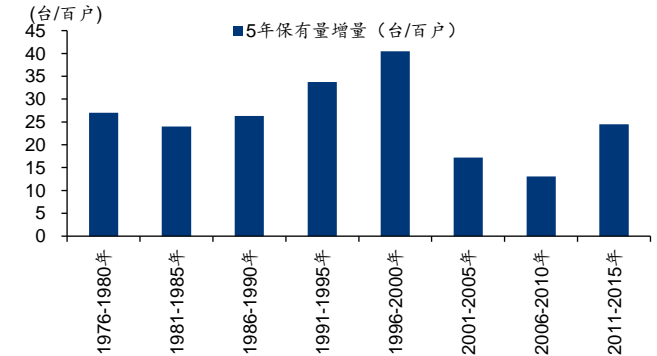
日本空调内销增速趋于稳态，大金向海外寻求增长空间，提升效率、降低成本，逐步提升盈利能力。进入2000年，日本本土空调渗透率与保有量已经进入较高水平，渗透率与保有量增速均放缓，市场进入存量置换阶段。根据日本冷冻空调工业会（JRAIA）数据，2000-2018年日本商用空调出货量复合增速为1.5%左右，家用空调出货量复合增速为2%左右，整体空调行业处于稳定期。

图表55：2000年后日本空调渗透率增长大幅度放缓



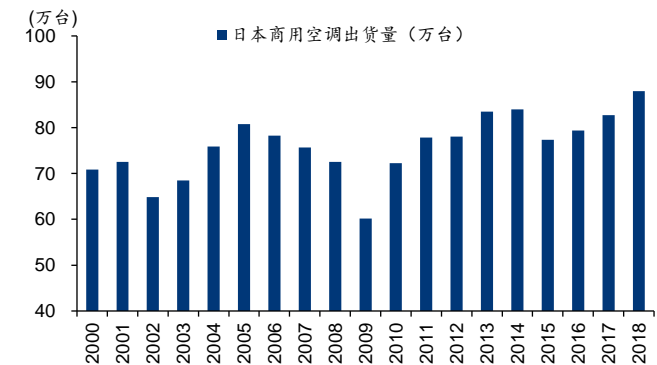
资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

图表56：2000年后日本家用空调百户保有量增长大幅度放缓



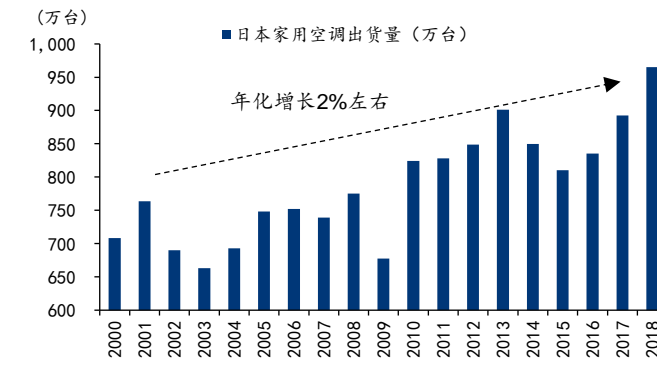
资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

图表57：2000年后日本商用空调出货量呈现周期性波动



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

图表58：2000年后日本家用空调出货量年化仅有2%左右增长



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

在日本本土空调行业稳定期中，大金1990年代后期提出的全球化经营策略成果显现，海外收入成为公司成长的重要动力。截止2018财年，大金海外收入占比为76%，经营已经覆盖超过150个国家，建立241个海外子公司，全球生产基地超过100个。

图表59：截止2018财年，大金共有全球子公司241个，遍布全球主要城市



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表60： 截止 2018 财年，大金全球生产基地超过 100 个，其中中国 19 个

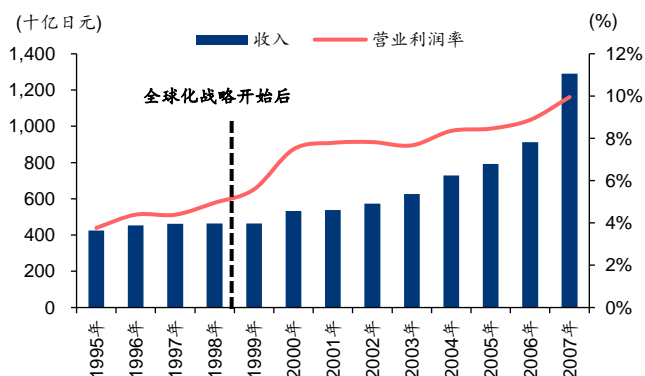


资料来源：公司官网、华泰证券研究所

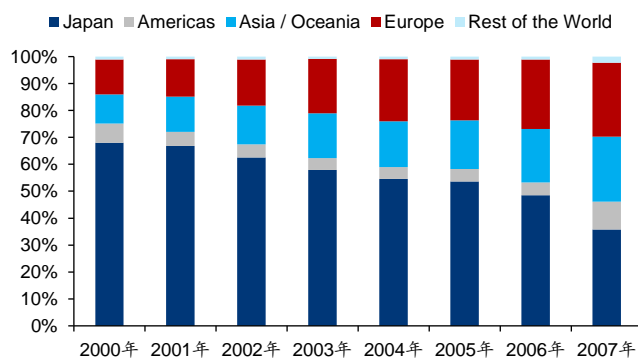
大金全球化策略效果显著，在亚洲金融危机后收入稳健增长，盈利能力持续改善。进入 2000 年后，受益于全球化战略，大金收入稳健增长。以 2008 年金融危机为界，2000 年至 2007 年，公司收入复合增长率约 13.7%。日本本土收入占比从 68% 下降至 35.7%，美洲、亚太与欧洲成为重要的市场。大金的盈利能力亦不断改善，营业利润率上升至 2007 年的 10%。2000 年至 2007 年，营业利润复合增速达到 22.2%。

图表61： 全球化战略推进后，大金收入和盈利能力持续提升

图表62： 全球化战略推进后，大金本土收入占比大幅度下降



资料来源：彭博、华泰证券研究所

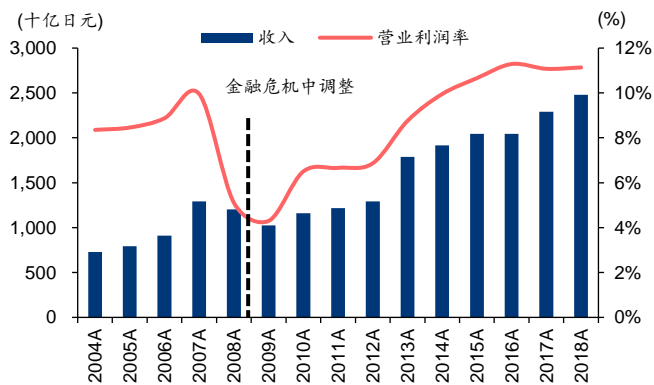


资料来源：彭博、华泰证券研究所

在金融危机后，大金经历了 2 年的调整，再次恢复收入及利润增长。金融危机中，大金 2008、2009 财年的收入及营业利润率均出现较大下滑。在经历 2 年的调整后，大金的收入和营业利润率从 2010 财年开始回升。

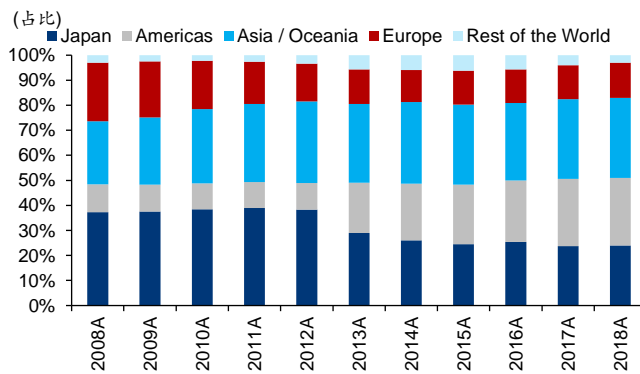
从海外收入结构上看，欧洲地区收入占比减少，以中国区为代表的亚洲区(需求内生增长)、美洲区(并购美国本土中央空调企业)收入占比持续上升，整体海外收入占比仍然略有增加，大金的全球化策略仍然在持续实施。

图表63: 大金经过几年调整后走出金融危机阴霾



资料来源: 彭博、华泰证券研究所

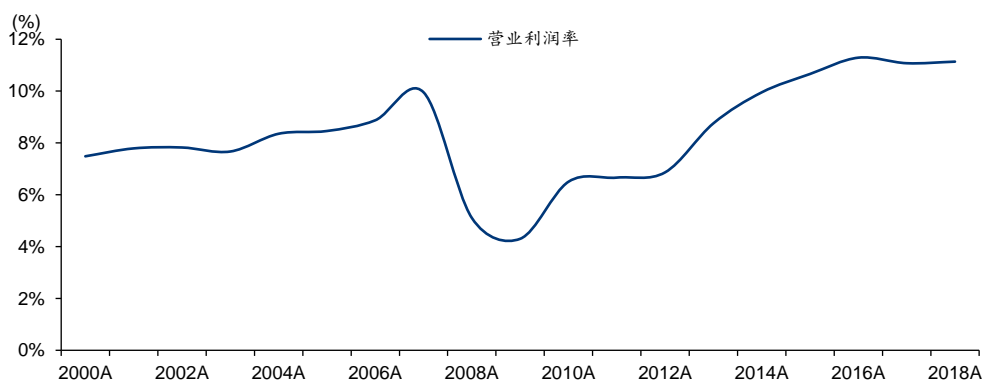
图表64: 金融危机后, 全球化战略仍在推进, 本土收入占比大幅下降



资料来源: 彭博、华泰证券研究所

全球化的经营有效巩固大金整体营业利润率, 度过金融危机后快速回升。大金在中国市场主要定位高端, 在欧洲市场主要引入的是 VRV 式以及 SkyAir 式商用空调系统中的拳头产品, 在美国市场主要为毛利率更高的中央空调产品。因此虽然日本本土在 2000 年科技股泡沫余波及 2008 年金融危机影响, 营业利润大幅下滑, 但海外市场发展助力大金稳定营业利润率, 度过金融危机后快速回升。

图表65: 海外市场发展助力大金度过金融危机, 并实现营业利润率的快速回升



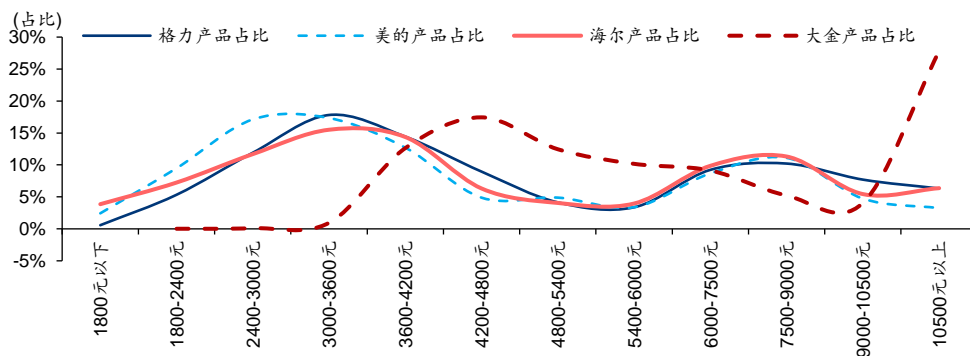
资料来源: 彭博、华泰证券研究所

中国市场的高端路线扩张

主打高端战略, 自建专业化渠道, 并与地方龙头进行业务合作。大金在中国的空调业务始于 1997 年, 在至今 20 年的中国市场发展中, 大金中国业务在产品定位、渠道建设与本土化三个方面有较为显著的特点。

1) 定位高端, 规避竞争激烈的中低端市场。大金将自身产品定位高端, 宣传中以“空调中的奔驰”强调高品质与尖端技术的应用, 产品零售定价明显高于国内空调品牌(格力、美的、海尔等), 规避了中国本土竞争激烈的中低端市场。

图表66： 2018年，大金在中国空调市场的定价中枢显著高于格力、美的、海尔等本土龙头品牌



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

2) 自建专业化渠道，覆盖核心城市，注重培训销售人员，同时进行设计院公关。大金在中国的销售主要通过专卖店进行，以全额预付款的形式进行销售，同时配备日方销售经理，对中方销售人员进行重点培训。在商用空调的销售上，大金采用设计院公关路线，以频繁举办技术研讨会的方式拿下大型建筑施工项目中的空调订单。

根据《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》书中披露，截止2012年，大金在中国共拥有3842个经销商，1313个ProShop, 570个AirShop和5576个RA Shop，对比国内主要龙头空调企业，大金销售经销网点主要集中于经济较为发达的一二线及省会城市，消费人群更为符合大金产品定位。

图表67： 大金中国网点类型

网点类型	主营
经销商	专业代理，主要销售商用中央空调
PROSHOP	中大型认证专业网点，主要销售针对中高端人群家用VRV中央空调
AIRSHOP	中小型网点，主要销售家用分体式空调与少量家用中央空调
RA shop	小型网点，主要销售家用分体式空调

资料来源：《The 90-Year History of Daikin Industries1924-2014》、华泰证券研究所

3) 本土化生产，本土化研发，以及与本土伙伴的合作。大金积极推动中国区空调业务的本土化，在中国建立的大金全球最大的生产基地群（截止2018财年，中国共有19个生产基地，其中10个空调生产基地，1个技术开发研究院），压缩机、马达、控制芯片等核心零部件均在中国生产配套。

与本土龙头企业合作，提升本土化供应能力与全球化规模采购效应。2008年，大金选择了格力作为中国区合作伙伴，两者合资成立了以技术开发和采购为核心的合资企业。两者能达成合作的关键之处在于大金需要格力拥有的低成本空调生产技术，而格力需要大金拥有的变频空调生产技术，同时两者合作能在原材料和零部件采购上向上游获得更大的议价权。

图表68：大金与格力签署全球战略合作，格力董事长朱江洪与大金工业株式会社会长兼 CEO 井上礼之签约



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

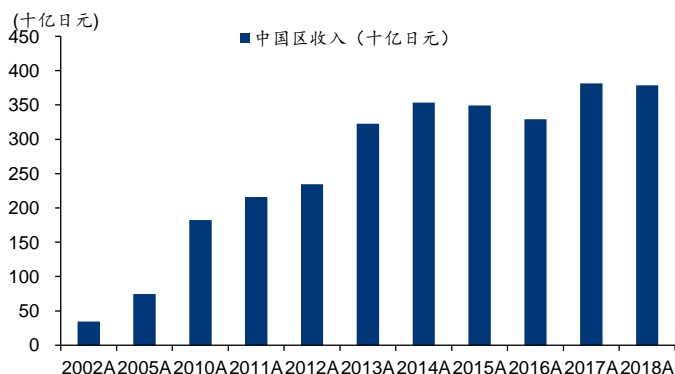
图表69：大金与格力主要合作事项

序号	合作内容	具体情况
1	合资珠海格力大金精密模具有限公司	主要生产空调模具及成型品格力持股 51%，大金持股 49%
2	合资珠海格力大金机电设备有限公司	主要生产变频压缩机和电控器。格力持股 51%，大金持股 49%
3	由格力制造 50 万台大金供日本市场销售的民用变频空调	委托格力生产用于日本市场的变频空调
4	研讨原材料和零部件的联合采购与生产	通过联合采购扩大标准件规模效应
5	研讨联合开发全球市场民用变频空调	利用大金节能技术与格力的采购及低成本制造优势

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

大金中国区经营成果显著，2018 财年占公司收入的 15.2%左右。大金 1997 年进入中国，2002 财年达到 346 亿日元收入，随着中国中央空调销售提升，大金中国区收入规模到 2018 财年时已经达到 3785 亿日元（按照 2019/3/31 日元汇率中间价折算，约为 234.2 亿人民币），占公司总收入 15.2%。由于制造成本优势，大金在中国区亦有大量产能布局，亚太区资产占比不断增加，截止 2017 财年，中国区资产占公司总资产 16%左右，中国大陆依然是公司重要的生产基地和单体市场之一。

图表70：全球化战略推进后，大金中国区收入持续提升



资料来源：彭博、华泰证券研究所

成熟市场空调品牌知名度建立更难，大金最终以并购切入美国市场

发达地区空调市场成熟，通过自身品牌切入难度较高，并购是实现成熟市场快速突破的有效手段。美国空调市场成熟度高，且以中央空调为主，各个本土品牌针对本土市场产品开发更具有针对性，大金在进入美国市场过程中多次出现失误，最终只能通过并购方式重回美国市场。

先后三次进军美国市场，最终以并购进入。大金在历史上曾经三次尝试进入美国市场，其中前两次均以失败告终，第三次通过并购 OYL（旗下为中央空调品牌麦克维尔）成功进入美国市场，之后在美国市场继续进行并购，持续扩张美国市场收入。

第一次尝试，与合作伙伴争夺公司控制权，以失败告终。1981年，大金公司与开利公司前雇员 Omar Basar 组建合资公司，大金持股 30%。合资公司首先进入美国西部与南部地区，同时为进入美国东部地区做准备。但是在经营过程中，合资公司多次拖欠大金款项，且 Omar Basar 经常性要求大金进行财务援助，同时拒绝披露财务信息。最终，大金提出法律诉讼，并在 1988 年退出美国空调市场。

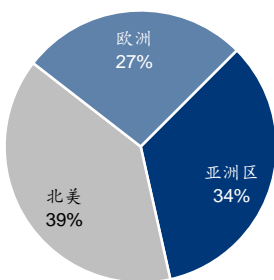
第二次尝试，由于营销策略与产品开发的失误，以失败告终。1999年，大金与热交换机厂商 Modine Manufacturing 合资成立大金摩丁，再次进入美国市场。大金计划在美国市场推出集合加热与制冷的屋顶式空调，但产品开发时间超过预期，销售被迫延迟。同时，由于大金初期仅开发了小尺寸的高端产品，并不能切合美国消费者需求。最终，面对约克、开利等美国制造商的激烈竞争，叠加自身产品与营销策略的错误，合资公司于 2000 年 4 月解散，大金再次退出美国市场。

第三次尝试，通过并购终于成功进入美国市场。2006年，美国 OYL 公司希望出售自身的空调业务，最终大金通过对 OYL 整体的收购获得了其旗下的美国空调设备制造商麦克维尔国际（McQuay International），再次进入美国市场。

大金之所欲选择收购 OYL，主要有以下原因：

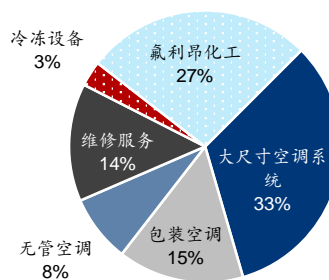
- 1) 2006年，OYL 在北美地区收入占比 39%，并且在北美拥有业务基地，适合成为大金进入北美市场的桥梁；
- 2) OYL 在应用系统空调业务，生产技术和软件工程上有较为突出优势，在成本控制方面有竞争力，能与大金进行技术互补。

图表71: OYL 收入（2006年）北美地区地区占比最大



资料来源：彭博、华泰证券研究所

图表72: OYL 收入（2006年）结构中，大尺寸空调系统占比最大



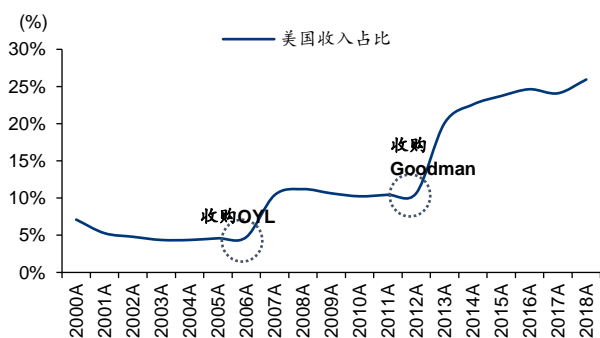
资料来源：彭博、华泰证券研究所

收购 Goodman 集团，在美国市场持续扩张。2012年，大金以37亿美元的价格收购空调厂商 Goodman 集团，持续在北美市场进行扩张。大金选择 Goodman 集团作为并购标的主要原因有：

- 1) Goodman 集团是北美房间空调市场的龙头厂商，根据大金并购文件披露数据，2011年在住宅空调市场销售份额中占比 25%，数量份额占比 30%，成功超越行业龙头开利空调；
- 2) Goodman 集团在北美拥有最大的销售渠道，旗下拥有 900 家直营店与 6 万家加盟经销商，大金的产品可以通过 Goodman 集团渠道在北美市场分销；
- 3) Goodman 集团拥有完善的精细化管理流程，能实现较高的成本控制能力，这方面的技术值得大金学习。

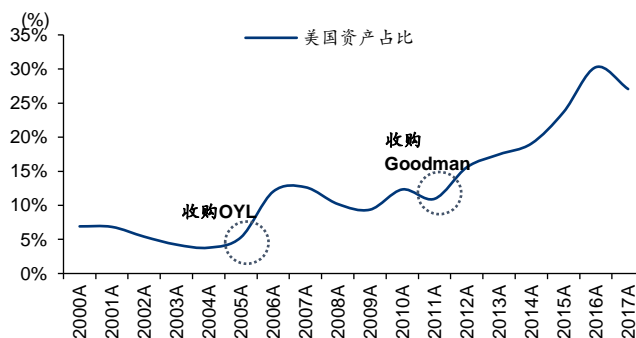
并购 OYL 后，美洲地区收入从占比 5%左右（2006 年）提升至 10%（2007 年）。并购 Goodman 后美洲区收入占比已经达到 25%左右（2018 年），目前已经成为大金最大的海外单体市场。

图表73： 在进行并购后，大金美洲区收入提升



资料来源：彭博、华泰证券研究所

图表74： 在进行并购后，大金在美洲区资产占比提升



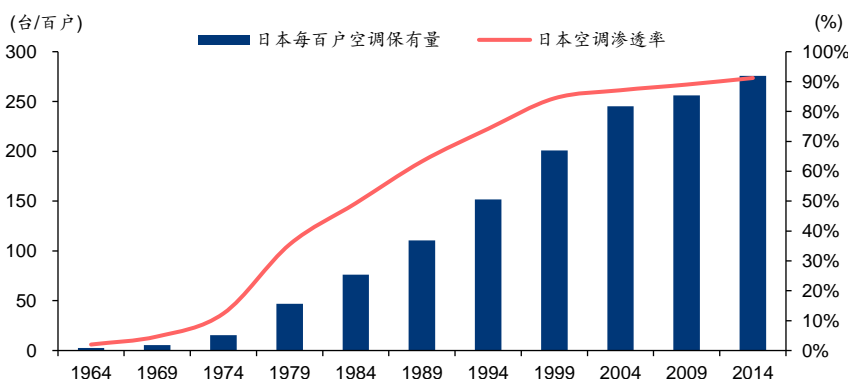
资料来源：彭博、华泰证券研究所

大金发展的经验启示

一户多机属性下，空调行业发展潜力仍待挖掘

受益于一户多机属性，在空调渗透率达到90%以上后，每百户空调保有量可达270台以上。与冰洗类产品的一机一户属性不同，空调具有明显的一户多机属性，一般来说家庭会为每个房间均安装一台空调。因此，空调相对的市场潜力以及置换需求将会更大。根据日本统计局数据，2014年日本空调渗透率已经达到90%左右，保有量达到275.8台/百户，部分地区保有量甚至超过380台/百户。

图表75：日本空调渗透率变化，在多机需求带动下2014年百户保有量达到275.8台/百户

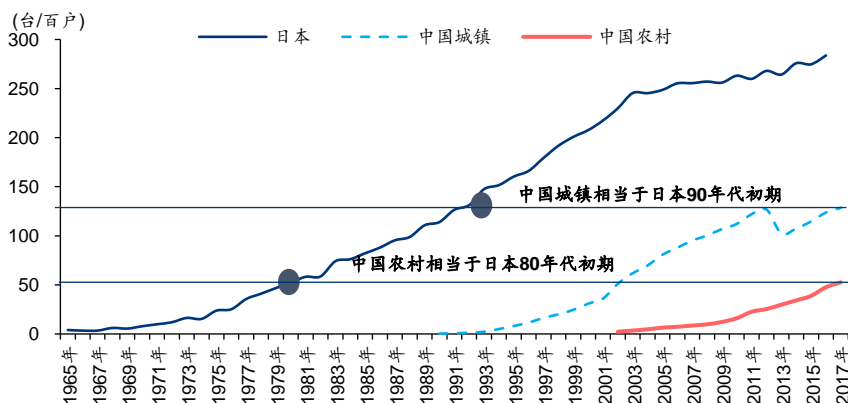


资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

对标海外，中国国内空调行业潜力仍可发掘，保有量仍有翻倍的提升空间。国家统计局2017年数据，我国城镇居民百户空调保有量为128.6台（2013年之后数据因调查口径调整而下滑），接近日本90年代初期水平，乡村居民保有量为52.6台，接近日本80年代初期水平。

因此，从新增需求上看，国内空调行业依然潜力仍待挖掘，而在未来进入置换需求为主导的时代后，庞大存量带来的置换市场也值得期待。

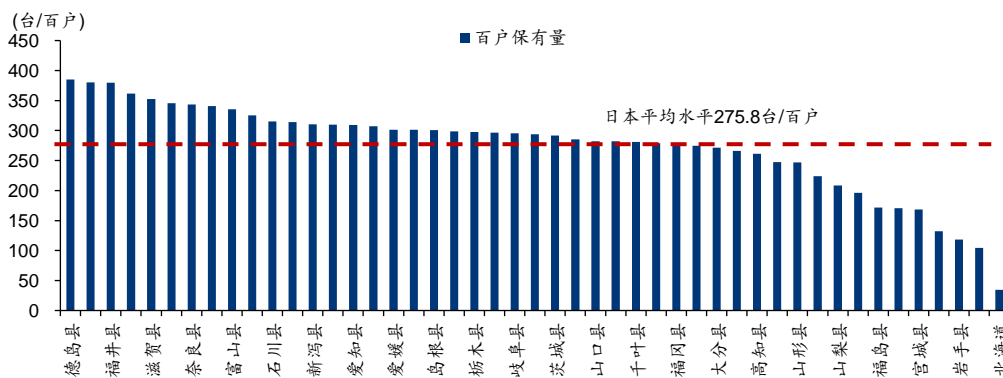
图表76：中国空调保有量提升空间明确



资料来源：日本统计局、Wind、华泰证券研究所

日本部分地区保有量已经超过300台/百户，我们对未来中国空调市场的增长趋势依然保持乐观。2014年，日本全国47个行政区中，有16个行政区空调百户保有量低于日本平均水平，同时有19个行政区空调百户保有量已经超过300台，其中德岛县、香川县百户保有量达到384.9、380.2台/百户，经济最为发达的东京都百户保有量为282.0台/百户。

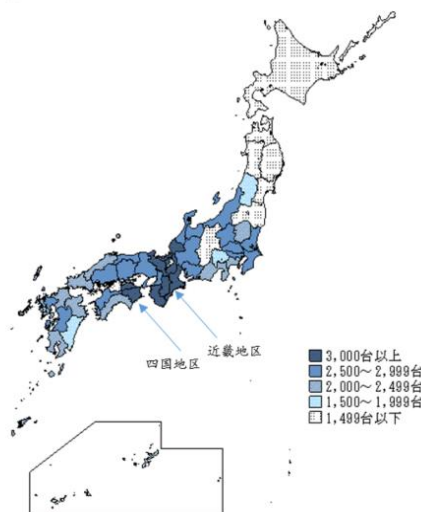
图表77：截止2014年，日本各行政区空调保有量情况



资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

日本空调保有量最高的近畿地区、四国地区，属于亚热带季风性气候，与中国长江以南气候类似，7-8月平均温度在25-35摄氏度左右。

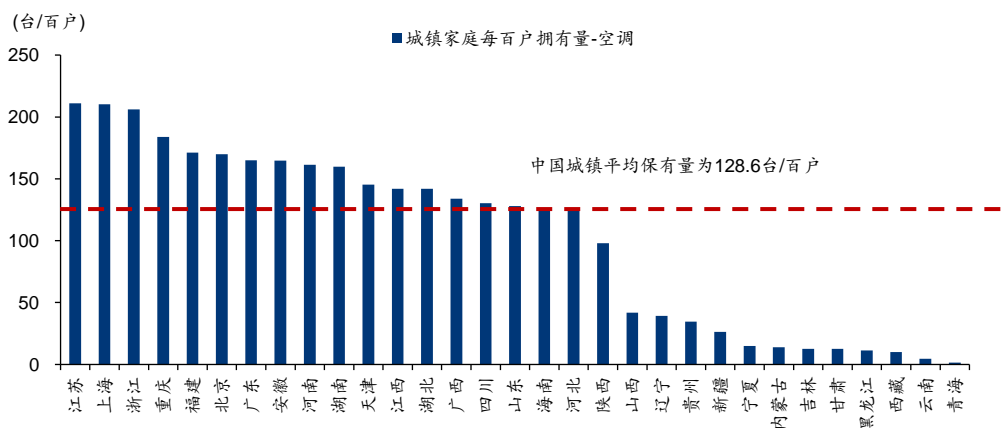
图表78：日本空调保有量较高区域集中在近畿地区和四国地区 (图中单位：台/千户)



资料来源：日本统计局、华泰证券研究所

对标日本保有量的增长情况，随着未来中国城镇化进程不断加深和空调普及率进一步提升，中国空调保有量仍有翻倍空间。

图表79：2017年，中国城镇空调保有量仅为128.6台/百户



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

在本土市场之外，国际化为企业提供持续成长的动力

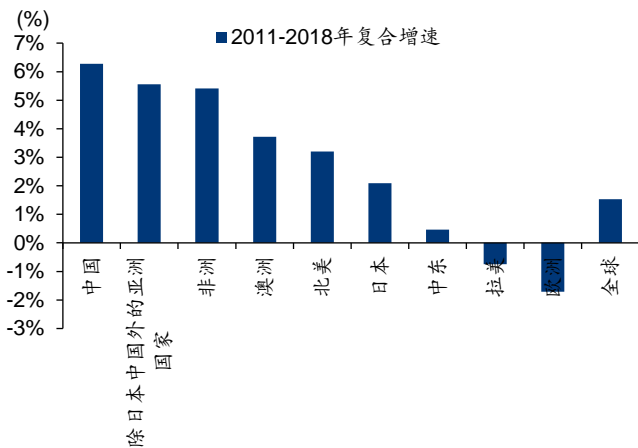
海外拓展有望带来更大的空调成长空间，国内空调龙头具备产业链优势，制造端难有对手。参考大金经验，我们认为未来空调龙头进入发达国家，或通过并购切入市场成功率更高，而进入发展中国家，自主品牌仍有潜力，随着经济增长，部分东南亚、南亚国家空调市场出货量占比增大，空调产品加速渗透，国内龙头有望分享行业扩容带来的市场机遇。

同时，随着国力增强，人民币购买力提升，龙头产业龙头海外并购及建厂的成本有望降低，过去几年中，海尔收购新西兰 Fisher & Paykel、日本 AQUA、美国 GEA、意大利 Candy，美的收购德国 KUKA、日本东芝白电，已经展现出了龙头企业全球化发展的目标，未来几年国内家电龙头依然有望通过海外并购或本土建厂，实现海外发展的提速。

全球空调市场稳步扩张，发达地区企稳、发展中地区复合增速领先

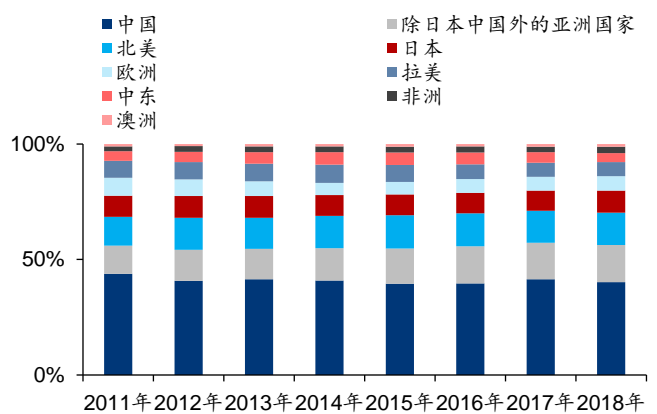
在日本本土市场进入饱和时期后，大金坚定的跨出国际化的步伐，通过国际业务的持续拓展保证了自身企业的不断成长。从目前来看，全球空调出货量处于平稳波动状态。根据日本冷冻空调工业会（JRAIA）数据，2011-2018年，全球空调销量复合增速为1.5%。地区结构上，发展中地区复合增速更高。其中，除中国、日本之外的亚洲地区复合增速为5.6%，非洲地区复合增速为5.4%。但从市场规模上来看，亚洲市场整体规模领先。

图表80：2011-2018年，全球空调出货复合增速为1.5%



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、产业在线、华泰证券研究所

图表81：全球空调出货量亚洲市场占比较大

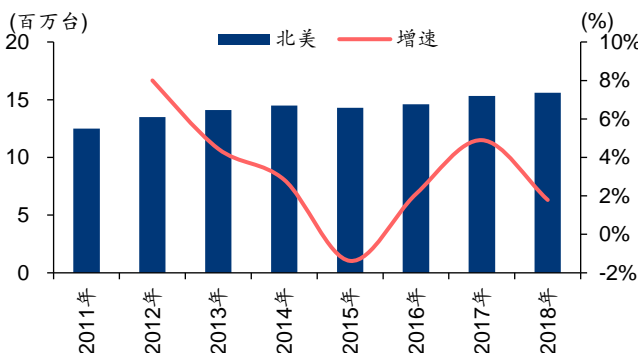


资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

(1) 发达地区恢复空调出货增长预期

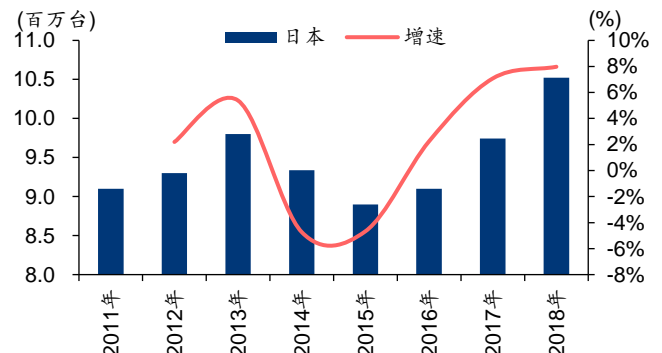
发达地区空调增速在2014-2015年出现明显增速下滑之后，需求下降问题已经有所缓解，全球经济的企稳及全球夏季气温的提升都对空调出货有拉动作用。

图表82：2018年，北美地区空调出货量增速为1.8%



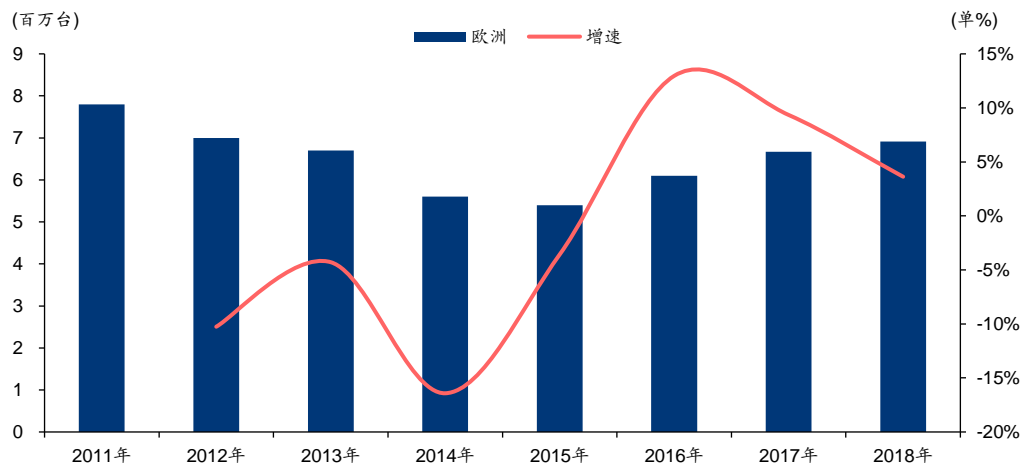
资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

图表83：2018年，日本地区空调出货量增速为8.0%



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

图表84： 2018年，欧洲空调出货增速为3.6%



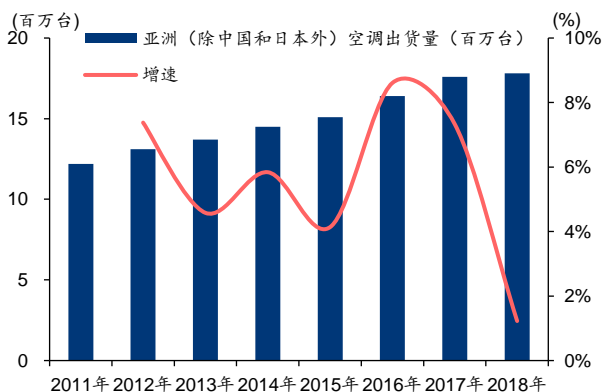
资料来源：Wind、华泰证券研究所

(2) 发展中市场看好东南亚地区业务扩展

经济发展提升消费能力，印度及东南亚市场空调渗透率较低，未来潜在市场容量广阔。2011-2018年间，除中国及日本外的亚洲市场，空调出货复合增速为5.6%，增速仅次于中国内销市场，短期内东南亚受到降雨因素影响（2017-2018年，东南亚地区降雨偏多，气温与历史平均差异较小），以及印度市场受出货大幅增长后的去库存影响，2018年增速有所下滑，但是我们依然看好地区经济实力提升的潜力，以及居民消费能力改善、基础设施完善带来的耐用消费品需求增长。

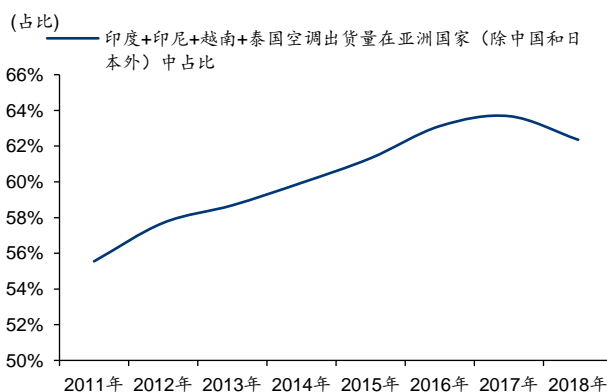
其中，印度、印尼、越南和泰国在除中国、日本之外的亚洲市场占比较大，未来或成为中国空调企业自主品牌出海的主要战场。

图表85： 亚洲国家（除中国、日本）过去5年空调出货量复合增速较快



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

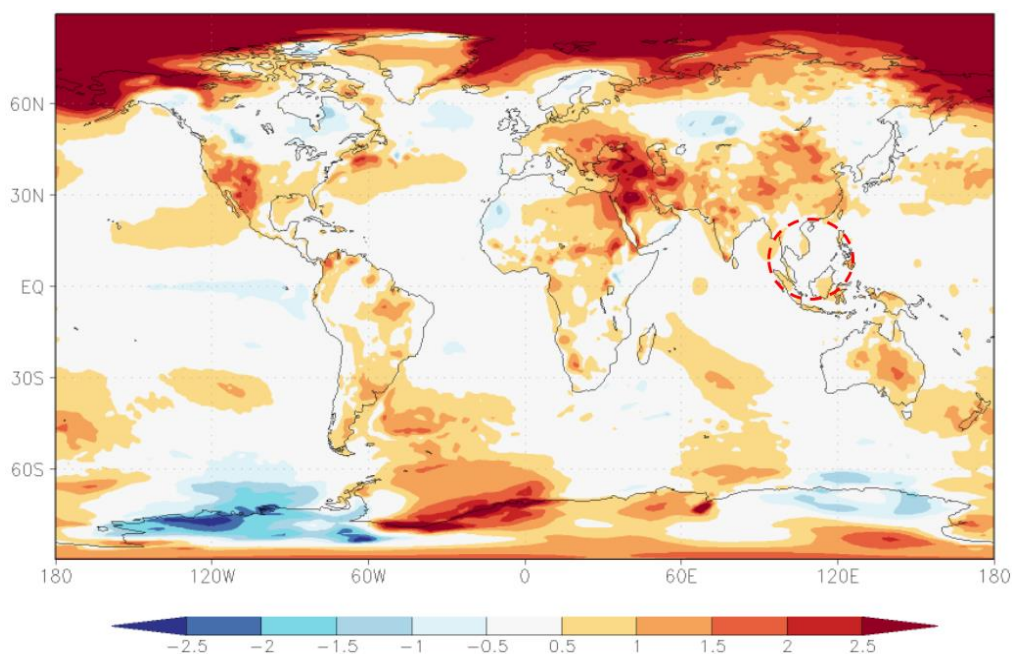
图表86： 具体来看，印度、印尼、越南和泰国在其中占比较大



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

根据皇家荷兰气象研究协会数据，东南亚地区由于2017-2018年期间夏季降雨偏多，导致2017年7月-2018年6月期间的平均气温并没有明显高于历史平均（1981-2010年），气温因素偏弱，导致短期空调需求增长有所放缓。

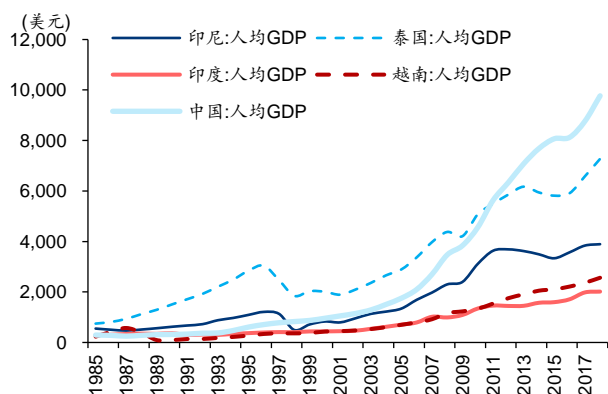
图表87： 东南亚降雨偏多，2017年7月-2018年6月气温与历史平均（1981-2010年）差异较小，影响了空调需求



资料来源：皇家荷兰气象研究协会、华泰证券研究所

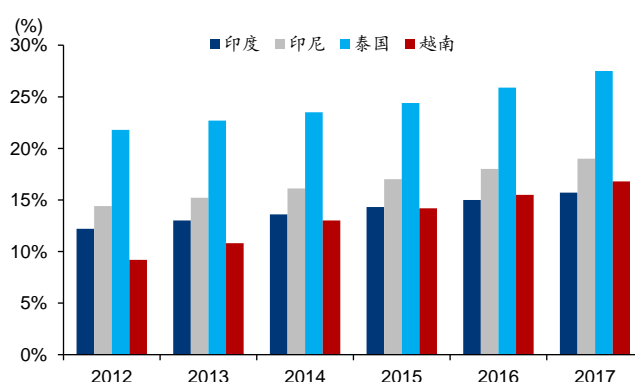
经济实力提升耐用品消费，印度及东南亚市场未来空调潜在市场容量值得期待。从人均GDP数据来看，2017年印度、越南、印尼和泰国分别达到中国2006年、2007年、2009年和2013年水平。但经济发展水平与空调渗透率匹配度较低，泰国渗透率在这四个国家中最高，仅为27.5%，其余国家在15%-20%之间。我们看好经济发展带动的居民耐用品消费，且印度、印尼、泰国和越南均属热带季风气候，年均气温24~30℃，对空调有客观需求。

图表88： 印度等国家人均GDP水平达到中国5-15年前水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

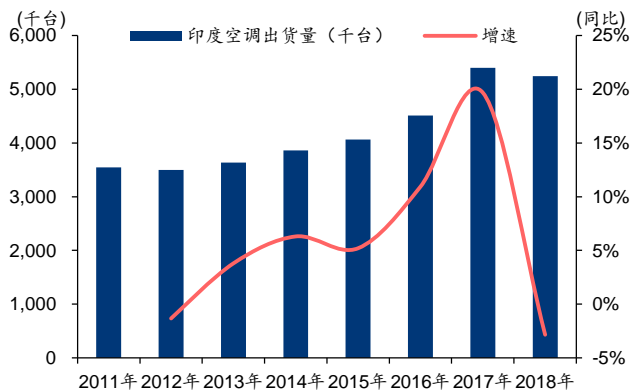
图表89： 印度和印尼等国家空调渗透率仍然较低



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

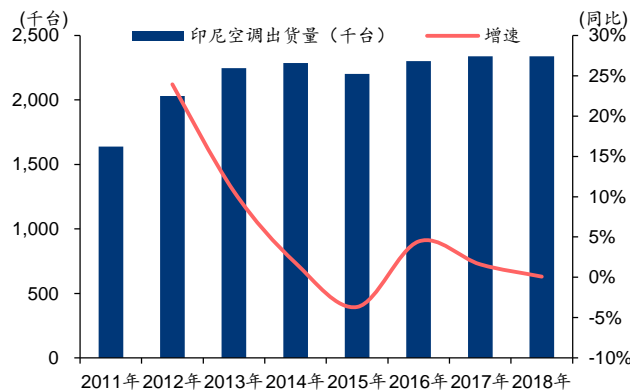
印度及东南亚市场空调出货量增速短期虽有所下滑，但空调渗透率较低，空调市场中长期增长依然值得期待。印度市场2018年出货量达到524万台，2011-2018年复合增速为5.7%左右，印尼、越南和泰国市场复合增速分别达到5.2%、17.5%和6.9%左右。

图表90： 2011-2018年印度空调出货量复合增速为5.7%



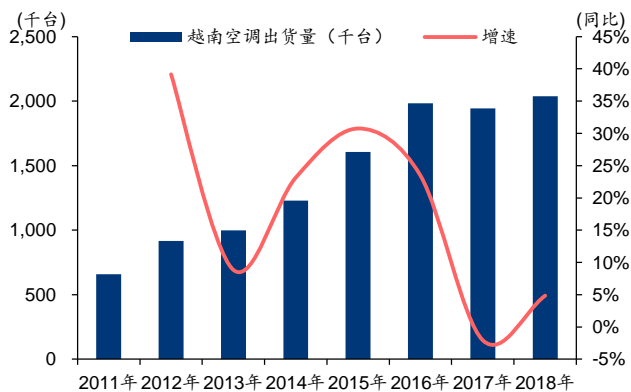
资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

图表91： 2011-2018年印尼空调出货量复合增速5.2%



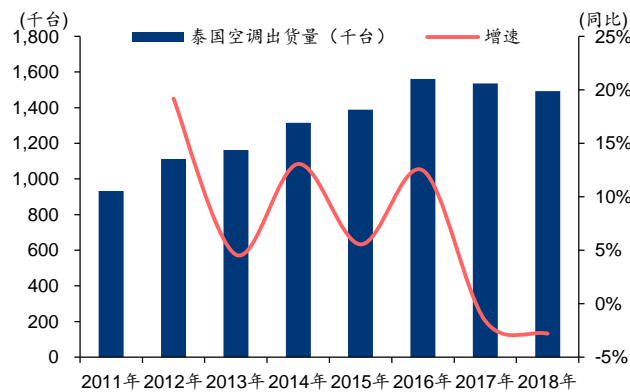
资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

图表92： 2011-2018年越南市场出货量复合增速17.5%



资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

图表93： 2011-2018年泰国空调出货量复合增速6.9%

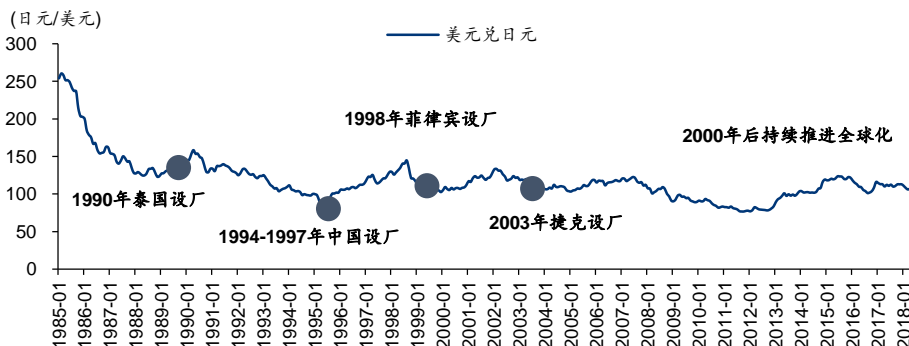


资料来源：日本冷冻空调工业会（JRAIA）、华泰证券研究所

强化海外布局，全球经营提供持续成长动力

1980年代在日元升值背景下，大金选择向海外输出产能，同时进行全球采购，以享受新兴市场较低的劳动力和原材料成本，并直接利用海外产能进行当地生产、当地销售，实现全球经营，并缓解日元升值带来的出口劣势。

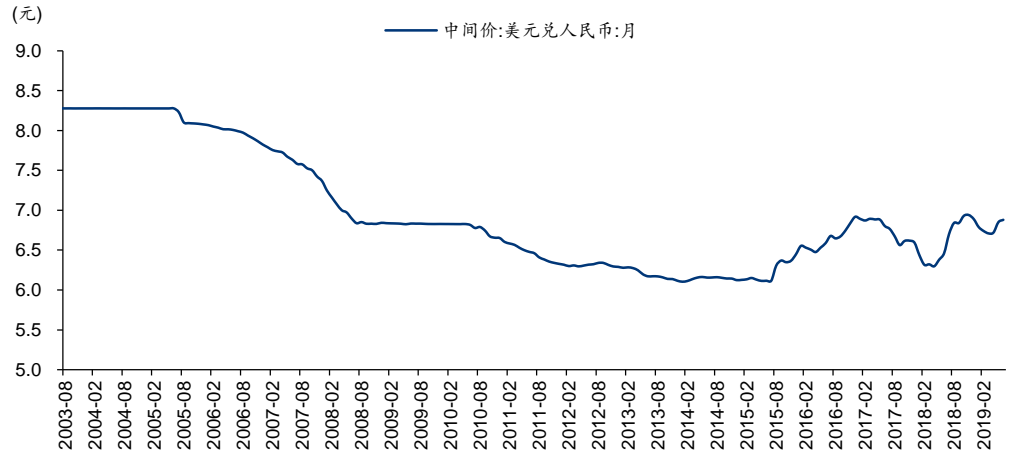
图表94： 日本在本币升值时期，大金工业持续推进产能输出



资料来源：Wind、华泰证券研究所

短期人民币汇率波动加大，但是在中长期来看，在人民币兑美元相对15年前有明显升值，龙头企业逐步进行海外产能布局，或为将来全球经营打下坚实基础。就目前我国空调保有量而言，国内空调市场远未达到饱和，但国内需求波动加大，短期增速可能难有突出表现的情况下，海外市场或提升企业收入增量。未来中国空调企业或加速海外布局，为未来全球扩张提供当地生产、当地销售的基础。

图表95：人民币相对15年前有明显升值，产能输出性价比或提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- (1) **空调行业景气度下行幅度超预期。**2018年空调销售规模创历史新高，可能部分透支未来需求，空调出货数据或存在出现大幅低于预期的风险。
- (2) **行业竞争加剧。**空调行业需求减弱的背景下，各厂商为保持市场份额，或采取价格竞争的方式，存在影响市场均价以及厂商的盈利水平的风险。
- (3) **出口外贸政策风险。**海外贸易不确定因素尚未完全消除，如果主要的出口对象出现重大贸易政策变化，可能影响行业出口表现，存在出口贸易政策风险。
- (4) **日本空调发展参考性或减弱。**各国居民消费习惯或有较大差异，同时宏观经济、环球气温等因素较历史时期或存在较大差异，日本空调行业龙头发展经验可参考性存在减弱风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com