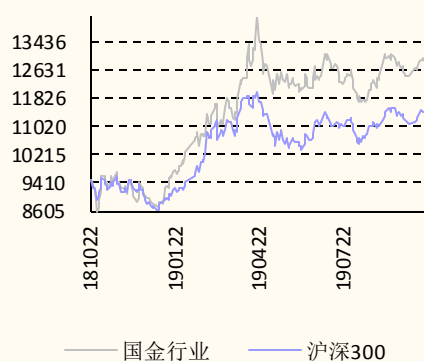


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金白色家电指数	12726
沪深300指数	3869
上证指数	2938
深证成指	9534
中小板综指	9031



9月空调数据：内外销出货有所回暖，价格竞争保持良性

内外销出货均有所回暖，低基数效应开始显现

产业在线9月空调销量延续8月回暖趋势，当月实现销量971万台，同比增长8.1%；其中内销667万台，同比增长8.1%，出口304万台，同比增长8.1%。其中，空调外销出货量从今年6月起转正，内销出货量受到低基数效应带动，8月、9月连续两个月实现正增长。展望10月行业排产计划依然较为稳健，我们认为进入四季度后行业大概率仍将保持温和回暖的趋势。

零售需求未见明显反弹，价格竞争保持良性

中怡康行业零售量同比下降13.7%，零售额同比下降19.5%。奥维9月份空调推总零售量同比下降2.3%，零售额同比下降6.4%。

从价格走势上看，行业性的价格竞争情况仍相对良性。9月份中怡康零售均价同比下降6.78%，降幅较7、8月份略有收窄；其中，格力均价同比下降7.8%，降幅环比明显扩大；美的均价同比下降10.89%，降幅环比基本持平。9月铜、铝、塑料、钢材价格分别同比下降4.8%，13.7%，12.9%，空调行业均价的降幅仍属于基于成本下降的合理范围内。

龙头集中度持续提升，格力、美的收复线上份额失地

从行业集中度看，中怡康9月份空调零售量CR3集中度为75.7%，同比+6.1pct；CR5集中度为84.9%，同比+6.9pct。产业在线9月空调内销出货CR3为81.6%，同比+1.3pct；CR5为91.3%，同比+3.5pct。市场份额向龙头企业集中。格力在均价下降的背景下，零售市场份额出现明显回升，其中9月中怡康线下零售量份额40.7%，同比上升3.1pct，环比大幅上升16.3pct。

从线上竞争格局看，今年以来奥克斯线上份额出现明显下滑，三季度开始呈现加速趋势。一方面，随着行业性的成本及均价下降，奥克斯所倚重的性价比优势在格力、美的等传统龙头降价后逐步开始减弱；另一方面，随着白电企业线上占比的上升，格力、美的也更为重视对线上渠道的投入和经营，奥克斯线上先发优势开始缩小，传统龙头多年来在品牌力、产品力上所积累的优势开始体现。

投资建议

我们认为，进入新冷年空调行业整体渠道库存保持平稳，进入低基数时期后无论排产及销售同比数据均有所回暖。而从零售端来看，尽管需求尚未出现显著性反弹，但在成本及均价下降的背景下，终端销售维持平稳趋势。而短期地产竣工数据转正回暖也将对行业需求有一定程度提振。

展望四季度，我们认为空调行业龙头集中度仍在持续上升，竞争格局相对稳定，价格降幅仍处于原材料成本红利范围内，竞争相对良性。而整体排产计划也相对稳健，建议关注空调龙头**格力电器**（混改及未来股息率提升预期带来估值上升）、**美的集团**（渠道效率改善，长期竞争力提升）以及制冷阀件龙头**三花智控**。

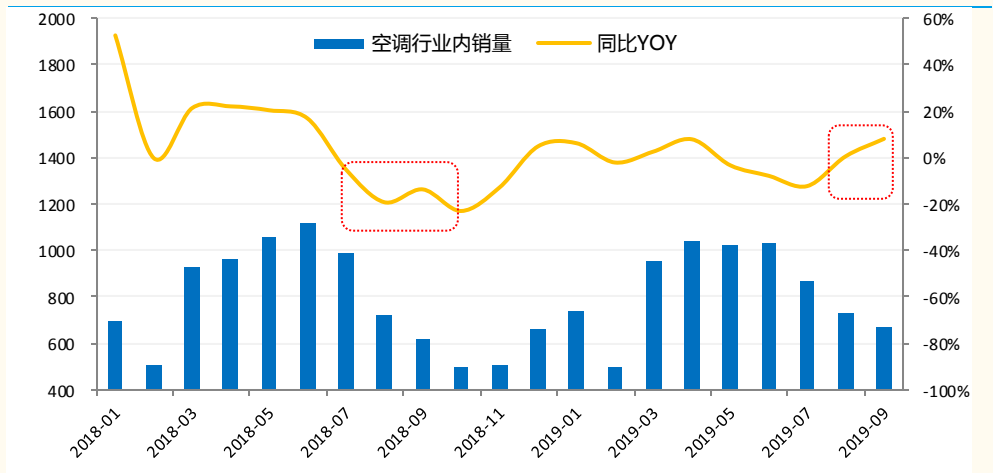
风险提示

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

1. 内外销出货均有所回暖，低基数效应开始显现

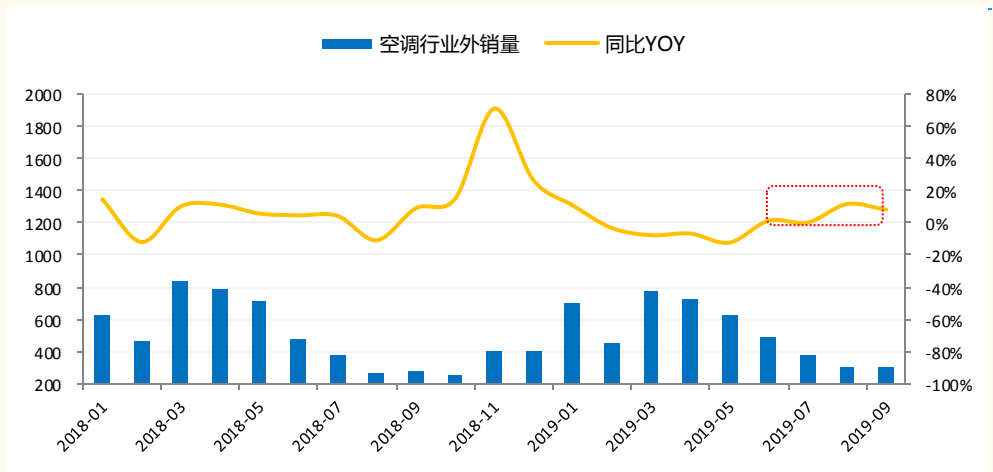
产业在线 9 月空调销量延续 8 月回暖趋势，当月实现销量 971 万台，同比增长 8.1%；其中内销 667 万台，同比增长 8.1%，出口 304 万台，同比增长 8.1%。2019 年 1-9 月累计销量 1.23 亿台，同比下滑 1.2%，其中内销 0.76 亿台，同比下滑 0.7%，外销 0.47 亿台，同比下滑 1.9%。其中，空调外销出货量从今年 6 月起转正，内销出货量受到低基数效应带动，8 月、9 月连续两个月实现正增长。

图表 1：产业在线空调行业内销量及增速（单位：万台，%）



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 2：产业在线空调行业内销量及增速（单位：万台，%）

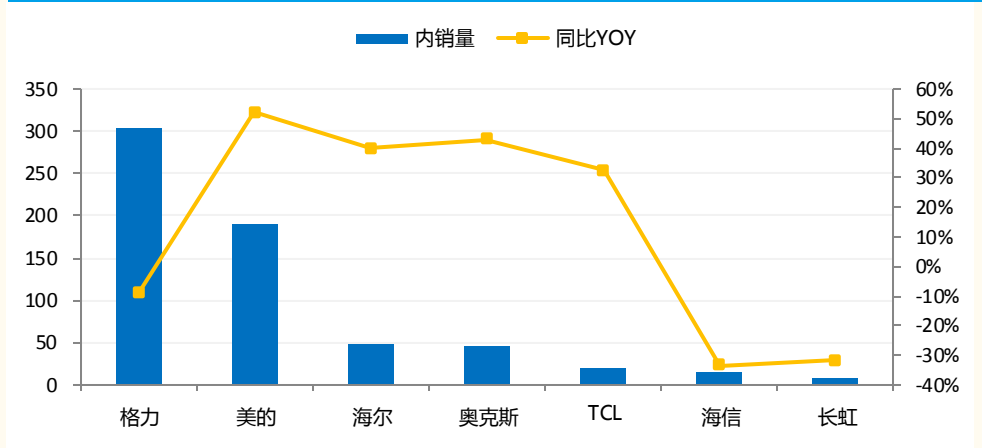


来源：产业在线，国金证券研究所

从重点公司看，9 月格力内销量为 305 万台，同比下降 9.0%；而美的、海尔、奥克斯、TCL 内销量均有双位数以上的显著增长。其中，美的内销量为 190 万台，同比增长 52.0%，延续了今年上半年以来积极主动的进攻性策略。

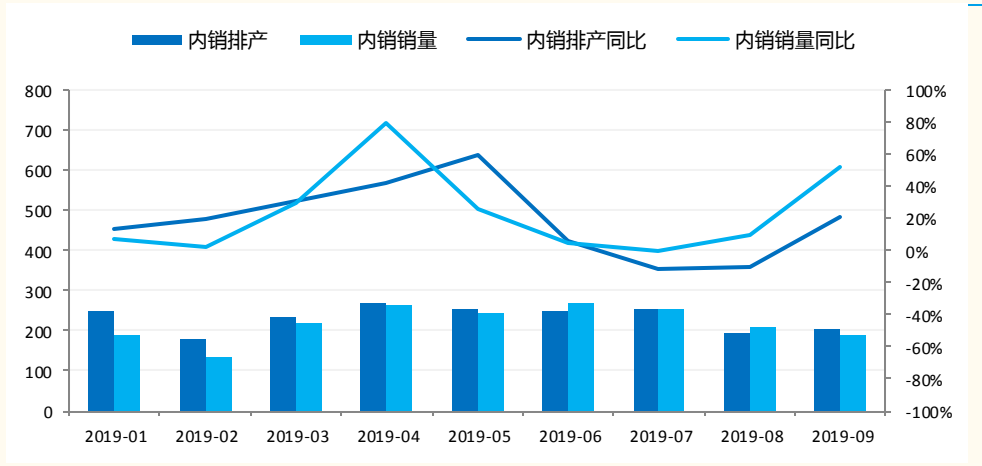
而从排产的角度看，从趋势上出货与排产的表现匹配度较高，展望 10 月行业排产计划依然较为稳健，其中 10 月份美的内销排产同比去年内销量增加了 59.5%，我们认为进入四季度后行业大概率仍将保持温和回暖的趋势。

图表 3: 重点公司9月空调内销量及增速 (单位: 万台, %)



来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表 4: 美的内销排产计划和实际内销量匹配度高 (单位: 万台, %)

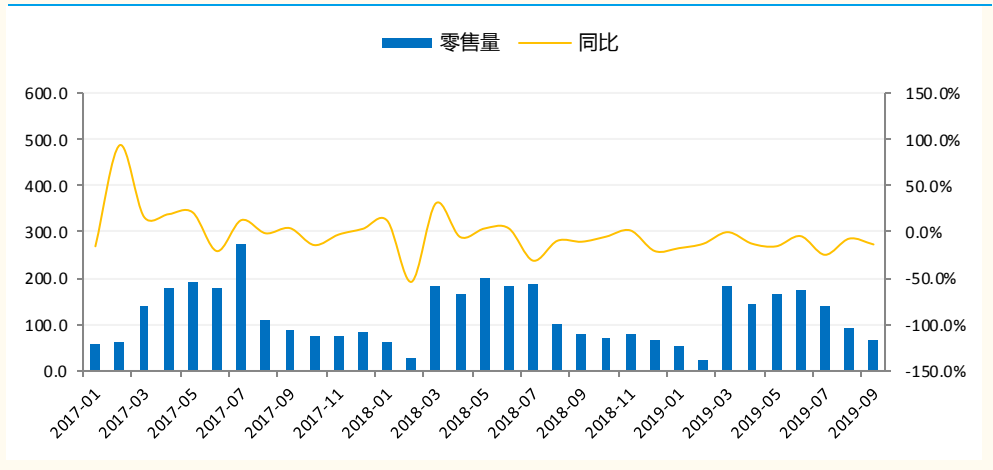


来源: 产业在线, 国金证券研究所

2. 零售需求未见明显反弹, 价格竞争保持良性

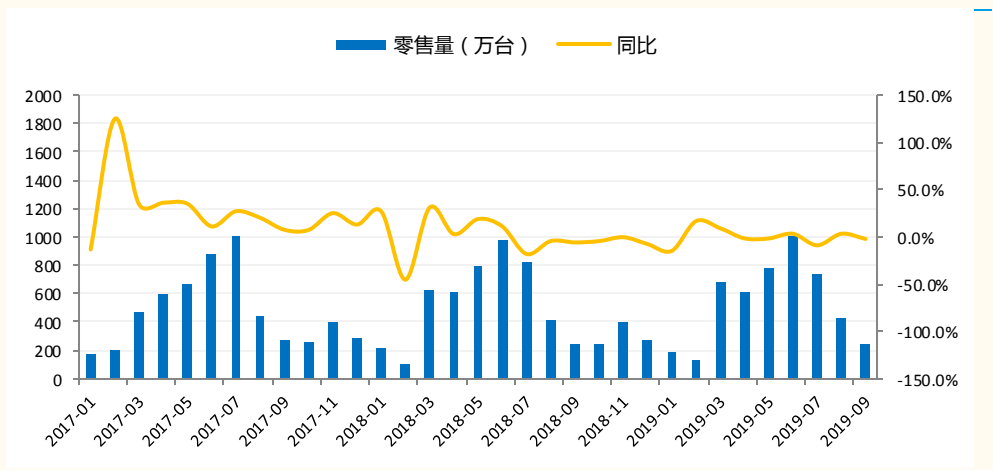
从零售数据上看, 9月空调终端需求尚未出现明显反弹。其中, 中怡康行业零售量同比下降 13.7%, 零售额同比下降 19.5%。奥维 9 月份空调推总零售量同比下降 2.3%, 零售额同比下降 6.4%。

图表 5：9月中怡康空调零售数据未见明显回暖（单位：万台，%）



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 6：9月奥维空调零售推总数据表现平淡（单位：万台，%）



来源：奥维咨询，国金证券研究所

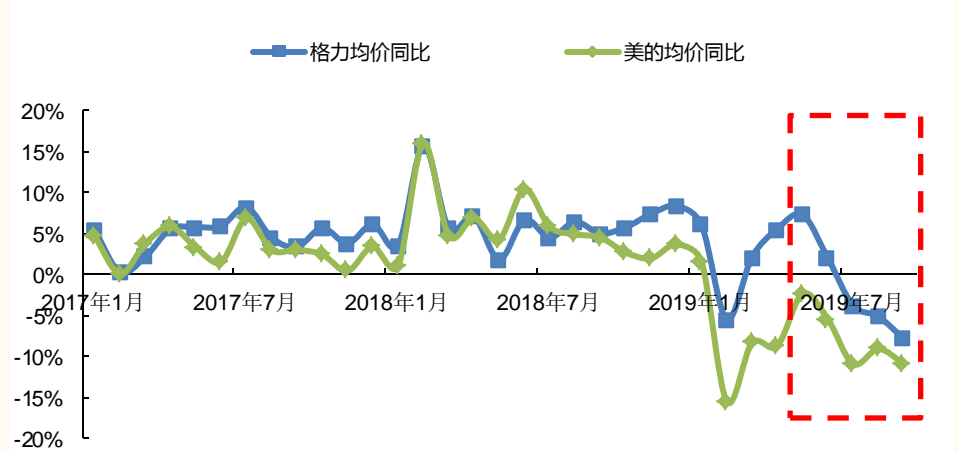
从价格走势上看，行业性的价格竞争情况仍相对良性。根据中怡康数据，9月份行业零售均价为3873元，同比下降6.78%，降幅较7、8月份略有收窄；其中，格力均价4238元，同比下降7.8%，降幅环比明显扩大；美的均价3712元，同比下降10.89%，降幅环比基本持平。从大宗原材料的价格来看，2019年9月铜、铝、塑料、钢材价格分别同比下降4.8%，13.7%，12.9%，空调行业均价的降幅仍属于基于成本下降的合理范围内。

3. 龙头集中度持续提升，格力、美的收复线上份额失地

从行业集中度看，中怡康9月份空调零售量CR3集中度为75.7%，同比+6.1pct；CR5集中度为84.9%，同比+6.9pct。产业在线9月空调内销出货CR3为81.6%，同比+1.3pct；CR5为91.3%，同比+3.5pct。市场份额向龙头企业集中。

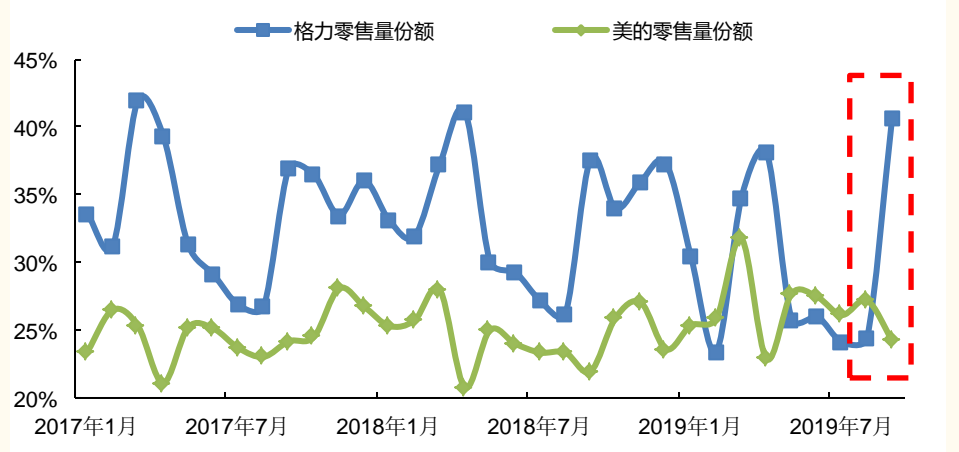
格力在均价下降的背景下，零售市场份额出现明显回升，其中9月中怡康线下零售量份额40.7%，同比上升3.1pct，环比大幅上升16.3pct。

图表 7: 格力 9 月中怡康线下均价下降幅度显著超过美的 (均价: 元)



来源: 中怡康, 国金证券研究所

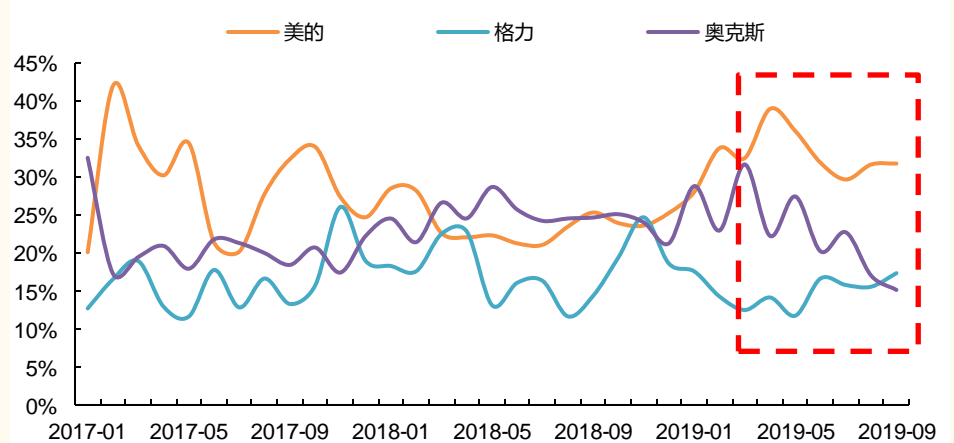
图表 8: 格力 9 月中怡康线下零售量份额显著反弹



来源: 中怡康, 国金证券研究所

从线上竞争格局看, 今年以来奥克斯线上份额出现明显下滑, 三季度开始呈现加速趋势。一方面, 随着行业性的成本及均价下降, 奥克斯所倚重的性价比优势在格力、美的等传统龙头降价后逐步开始减弱; 另一方面, 随着白电企业线上占比的上升, 格力、美的也更为重视对线上渠道的投入和经营, 奥克斯线上先发优势开始缩小, 传统龙头多年来在品牌力、产品力上所积累的优势开始体现。

图表 9：9 月奥克斯阿里系线上份额显著下滑



来源：天猫，国金证券研究所

4. 投资建议

我们认为，进入新冷年空调行业整体渠道库存保持平稳，进入低基数时期后无论排产及销售同比数据均有所回暖。而从零售端来看，尽管需求尚未出现显著性反弹，但在成本及均价下降的背景下，终端销售维持平稳趋势。而短期地产竣工数据转正回暖也将对行业需求有一定程度提振。

展望四季度，我们认为空调行业龙头集中度仍在持续上升，竞争格局相对稳定，价格降幅仍处于原材料成本红利范围内，竞争相对良性。而整体排产计划也相对稳健，建议关注空调龙头**格力电器**（混改及未来股息率提升预期带来估值上升）、**美的集团**（渠道效率改善，长期竞争力提升）以及制冷阀件龙头**三花智控**。

5. 风险提示

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH