

家电行业

袁浩然

0755-82026810
yuanhaoran@cjis.cn

行业评级: 中性

相对前期: 首次

基本资料

上市公司家数	4
总市值(亿元)	427
占A股比例(%)	
平均市盈率(倍)	15

行业表现

(%)	1M	3M	6M
行业指数			
上证综指			

相关报告

冰箱行业 2008 年上半年销售数据分析

中性

增长趋势在变、行业格局也在变

投资要点:

- 08 年上半年冰箱销售同样面对一系列不利因素,但销售量仍然保持了快速增长,特别是内销保持了 20% 以上的增长,尽管到二季度增速已经急剧回落,但是量的增长势头仍然是白电产品中最好的。这主要是在城镇首次购买、城镇更新换代、农村市场启动三种需求的拉动下,需求整体旺盛,但是我们应该注意到 1. 目前销量持续高增长的趋势已经改变。2. 随着宏观经济放缓,未来冰箱的需求增量很多来自于农村市场和中低端市场,这样行业的增长质量会降下来,产品平均单价和毛利率水平可能会下降。3. 外资品牌在高价值量的新品冰箱上竞争力更强。4. 从出口环节来看,海尔、科龙这样的核心出口厂商受人民币升值影响很大。
- 从月度数据看,3 月份以来同比增长逐月下滑,到 6 月份出现负增长,出现明显的下滑趋势。考虑到经济下滑和季节性因素,我们估计全年冰箱销售应该在 5000 万台左右。
- 从分品牌的数据看,企业发展很不均衡,海尔、美的系快速增长,增速明显高于行业平均增速(17.1%),分别达到 28.3%、28.6%,但海信科龙、美凌等品牌增长缓慢,科龙甚至出现倒退。海尔市场份额达到 22.1%,显示奥运赞助,家电下乡因素对公司销售产生了一定的拉动作用。(实际上海尔本年出口大幅度下降,增长都来自于内销)。另外美的系快速崛起,市场份额达到 9.1%,而市场的第二名海信科龙出现下滑,保持第二(9.7%),反映出海信科龙的整合还远没有到位。从前五位的数据来看,08,07 年分别为 52.7%、53.8%,除了海尔一骑红尘外,其他品牌还处在混战状态之中。
- 出口方面,今年以来,两大巨头海尔、科龙出口受阻,出现了负增长,反映人民币升值下,加上原材料、劳动力成本上升,影响了冰箱的国际竞争力,拓展外销必须寻求其他的路径和应对措施,中山奥马、美的系开拓新的营销领域在低基数下狂飙突进,与前两位的市场差距大幅缩小。实际从二到六名市场份额都在 8% 左右,第一名海尔也不过 11.2%,出口市场地位尚有一番争夺
- 内销市场分品牌来看,海尔继续高歌猛进,份额迅速增加 6 个百分点,到 27% 左右,未来这种态势会继续延续,科龙整合太慢,恢复元气尚需时日;美的系技术积累、品牌号召力都存在较大差距;外资品牌的渠道建设,市场响应速度又跟不上,也不可能威胁海尔。

公司名称	2007EPS	2008EPS	2009EPS	PE(2007)	PE(2008)	PE(2009)	最新价	投资评级
青岛海尔	0.48	0.62	0.77	22.08	17.10	13.77	10.60	141.88
美的电器	0.64	0.92	1.35	17.27	12.01	8.19	11.05	208.96
ST-科龙	0.32	0.20	0.25	10.53	16.85	13.48	3.37	33.43
美菱电器	0.25	0.28	0.32	17.24	15.39	13.47	4.31	42.76

目 录

1、内外销合计数据.....	3
2、外销数据.....	7
3、内销数据.....	8
4、相关公司.....	9

图表目录

表 1: 总量 (半年数据)	3
表 2: 分月度数据列示.....	4
表 3: 分品牌同比 (半年数据)	5
表 4: 分品牌份额变化.....	5
表 5: 分品牌内外销比例.....	6
表 6: 外销分品牌同比.....	7
表 7: 外销分品牌份额变化.....	7
表 8: 内销分品牌同比.....	8
表 9: 内销分品牌份额变化.....	8
表 10: 相关公司一览.....	9

首先应该指出的是，中华商务网发布的冰箱行业数据形成方式有些独特，主要通过和上游压缩机企业进行公开的交流沟通来获取基础数据然后和冰箱厂商印证修正确定，我们原则上相信，中华商务网作为一家专业机构会力求全面、准确、及时，但从逻辑上不能排除这样形成的数据和生产厂家实际销售的数据出现偏差，公司自己也承认数据可能与实际情况有所出入。但是从数据的及时性，数据大体上的准确性，特别是前后数据的跟踪比较等方面中华商务网的数据还是具有一定的参考意义。

其次，我们还必须看到：中华商务网数据只反映量的数据，并没有反映产品的价格变化、企业产品的结构调整，而且和空调产品比起来，冰箱的产品单价跨度更大，一台对开门的豪华冰箱可能是普通冰箱的8倍以上，这是我们在阅读数据过程中要充分考虑到。实际上，我们解读中华商务网的数据，更多的是从行业的概貌，各品牌的份额变化，从趋势上给投资者一个参考。

另外，中华商务网出口数据总量略低于海关出口数据，原因是这里统计的出口数据仅限为使用压缩机的冰箱，采用其他制冷方式的冰箱不在此统计中。

1、内外销合计数据

表 1: 总量 (半年数据)

年份	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2008 年 H1	2,584	838	1,745	32%	68%
<i>同比增长</i>	<i>17.1%</i>	<i>6.7%</i>	<i>22.8%</i>		
2007 年 H1	2,207	786	1,422	36%	64%
<i>同比增长</i>	<i>23.3%</i>	<i>15.3%</i>	<i>28.2%</i>		
2006 年 H1	1,790	681	1,109	38%	62%
<i>同比增长</i>	<i>36.2%</i>	<i>13.1%</i>	<i>55.7%</i>		
2005 年 H1	1,314	602	712	46%	54%

资料来源：中华商务网

08 年上半年冰箱销售同样面对经济紧缩、持续阴雨、灾害频发、人民币升值等一系列不利因素，但销售量仍然保持了快速增长，特别是内销保持了 20% 以上的增长，尽管到二季度增速已经急剧回落，但是量的增长势头仍然是白电产品中最好的。这主要是在城镇首次购买、城镇更新换代、农村市场启动三种需求的拉动下，需求整体旺盛（而空调基本不存在在农村市场，更新换代的高峰远没有到来），但是我们对冰箱行业却只能给予谨慎乐观，因为 1. 销量持续高增长的趋势已经改变，增速逐月下降，6 月份同比已经出现负增长（下面的月度数据会进一步揭示）。2. 随着宏观经济出现不确定因素，冰箱的前两种需求会急剧减少，而需求增量很多来自于农村市场和中低端市场，这样行业的增长质量会下来，产品平均单价和毛利率水平可能会下降，这和空调刚好是相反的。3. 冰箱行业的增长中外资品牌受益更多，而我们国产品牌受益有限，这

主要是在高价值量的新品冰箱上，在出口环节的竞争力上表现更为明显。而空调行业外资品牌基本只能作配角。4. 从出口环节来讲，由于世界其他区域存在大量的产品替代，如果人民币继续升值，会对冰箱的出口产生不良影响，这过去的一年里已经充分体现，象海尔、科龙这样的核心出口厂商受影响很大。而这一块，空调抵御汇率风险的能力会强很多。

表 2: 分月度数据列示

月份	2008 年	月度同比	2007 年	月度占比	2006 年	月度占比	2005 年
1 月	391	49%	262	6.1%	230	6.9%	176
2 月	282	4%	273	6.3%	208	6.2%	182
3 月	487	40%	346	8.0%	288	8.6%	215
4 月	484	19%	408	9.5%	330	9.9%	248
5 月	479	6%	453	10.5%	359	10.7%	245
6 月	461	-1%	465	10.8%	375	11.2%	249
7 月			433	10.0%	338	10.1%	240
8 月			392	9.1%	278	8.3%	244
9 月			359	8.3%	266	7.9%	242
10 月			299	6.9%	235	7.0%	228
11 月			311	7.2%	217	6.5%	209
12 月			318	7.4%	220	6.6%	190
总计	2,584		4,319	100%	3,344	100%	2,667

资料来源：中华商务网

从月度数据看，我们最直接的反应是 3 月份以来同比增长逐月下滑，到 6 月份出现负增长，反映出宏观紧缩下，各行业都出现下滑趋势，冰箱也不能幸免。从过往历史看，冰箱销售 4-9 月是冰箱销售的传统旺季，占全年 58% 左右，说明冰箱存在一定的季节性，只不过，旺季基本也是跨半年线，形成上下半年的整体销售基本持平。考虑经济下滑和季节性因素，我们估计全年冰箱销售应该在 5000 万台左右。

表 3: 分品牌同比 (半年数据)

企业	2008年1-6月	同比增长%	2007年1-6月	同比增长%	2006年1-6月
海尔	571	28.3%	445	24.7%	357
海信科龙	250	-8.2%	272	48.2%	184
美的系	236	28.6%	184	37.7%	133
美菱	158	-1.7%	161	28.6%	125
新飞	146	16.2%	126	-22.3%	162
中山奥马	132	38.9%	95		
星星	126	18.5%	106	24.6%	85
三星	101	3.3%	98	20.7%	81
LG	99	-0.1%	99	12.6%	88
西门子	72	-4.3%	75	40.5%	54
其他	1091	17.9%	925	11.5%	830
总计	2584	17.1%	2207	23.3%	1790

资料来源: 中华商务网 (其中美的系, 包括美的, 荣事达, 华凌)

从分品牌的数据看, 企业发展很不均衡, 海尔、美的系快速增长, 增速明显高于行业平均增速(17.1%), 分别达到 28.3%、28.6%, 但海信科龙、美菱等品牌增长缓慢, 科龙甚至出现倒退。单纯从量来看, 外资品牌仅靠占据高端加之渠道建设有限所以增长也有限, 有的还出现了下滑。

表 4: 分品牌份额变化

2008年1-6月累计			2007年1-6月累计			份额同比
企业	总销量	市场份额	企业	总销量	市场份额	增加
海尔	571	22.1%	海尔	445	20.2%	1.9%
海信科龙	250	9.7%	海信科龙	272	12.3%	-2.7%
美的系	236	9.1%	美的系	184	8.3%	0.8%
美菱	158	6.1%	美菱	161	7.3%	
新飞	146	5.7%	新飞	126	5.7%	
中山奥马	132	5.1%	星星	106	4.8%	
星星	126	4.9%	Lg	99	4.5%	
三星	101	3.9%	三星	98	4.4%	
LG	99	3.8%	中山奥马	95	4.3%	
其他	765	29.6%	其他	622	28.2%	
总计	2584	100.0%	总计	2207	100.0%	

资料来源: 中华商务网

由于海尔增速(28.3%)明显高于行业平均增速(17.1%), 而且是在很高的基数上大幅增长, 市场份额增加较快, 达到 22.1%, 同比增加了近 2 个百分点,

显示奥运因素，家电下乡因素对公司销售产生了一定的拉动作用。（实际上海尔本年出口大幅度下降，增长都来自于内销，下面的数据会进一步揭示）。另外美的系快速崛起，市场份额达到 9.1%，成为市场中重要的第三支力量，而市场的第二名海信科龙出现下滑，尽管市场份额（9.7%）保持了第二的位置，但是下降速度很快，反映出海信科龙的整合还远没有到位，回想科龙容声与海尔一争高下的当年，真是让人感慨万端。

从前五位的数据来看，08，07 年分别为 52.7%、53.8%，还不够集中，暂时走向集中的趋势也不明显（这里因为将美的系统一排序，实际上是前六名的品牌集中度），除了海尔一骑红尘外，其他品牌还处在混战状态之中。我们认为，逐步集中是家电行业迟早的事情，是任何人不可阻挡的趋势，只是时间、形式、速度的问题，最终谁留下来的问题，但终究会来的。

表 5: 分品牌内外销比例

企业	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
海尔	571	94	477	16.4%	83.6%
海信科龙	250	75	175	29.9%	70.1%
美的系	236	63	173	26.7%	73.3%
美菱	158	46	112	28.9%	71.1%
新飞	146	2	144	1.6%	98.4%
中山奥马	132	74	58	55.9%	44.1%
星星	126	29	97	23.0%	77.0%
华凌	118	61	57	51.7%	48.3%
荣事达	118	2	116	1.7%	98.3%
三星	101	72	29	71.4%	28.6%
其他	628	321	307	51.1%	48.9%
总计	2584	838	1745	32.4%	67.5%

资料来源：中华商务网

从出口占比来看，今年海尔自有品牌出口大幅下降，而国内在奥运推动下飞速发展，形成出口占比急剧减少。全行业来看，还是以内销为主，这和空调大不同。

2、外销数据

表 6: 外销分品牌同比

企业	2008年1-6月	同比增长	2007年1-6月	同比增长	2006年1-6月
海尔	94	-32.6%	139	-14.6%	163
海信科龙	75	-24.7%	99	48.2%	67
中山奥马	74	47.0%	50		
三星	72	4.2%	69	7.3%	65
LG	72	-8.2%	78	29.7%	60
美的系	63	80.6%	35	36.0%	26
美菱	46	-6.8%	49	36.0%	36
其他	389	23.6%	315	4.6%	301
总计	838	6.7%	786	15.3%	681

资料来源：中华商务网

今年以来，两大巨头海尔、科龙出口受阻，出现了负增长，反映人民币升值下，加上原材料、劳动力成本上升，的确影响了冰箱的国际竞争力，拓展外销必须寻求其他的路径和应对措施，中山奥马、美的系依赖低价策略，开拓新的营销领域在低基数下狂飙突进，与前两位的市场差距大幅缩小。

表 7: 外销分品牌份额变化

2008年1-6月累计			2008年1-6月累计			份额同比
企业	总销量	市场份额	企业	总销量	市场份额	增加
海尔	94	11.2%	海尔	139	17.7%	-6.5%
海信科龙	75	8.9%	海信科龙	99	12.6%	-3.7%
中山奥马	74	8.8%	中山奥马	50	6.4%	2.4%
三星	72	8.6%	三星	69	8.8%	-0.2%
LG	72	8.6%	LG	78	10.0%	-1.4%
美的系	63	7.5%	美的系	35	4.4%	3.1%
美菱	46	5.4%	美菱	49	6.2%	-0.8%
其他	389	46.4%	其他	315	40.1%	
总计	838	100.0%	总计	786	100.0%	

资料来源：中华商务网

如上所述，前两强海尔、科龙下滑，而二线企业美的系，中山奥马大踏步前进，市场份额呈现胶着态势，二到六名的市场份额都在8%之间，而第一名海尔也不过11.2%，争抢有限的蛋糕必将引致长时间的混战。

3、内销数据

表 8: 内销分品牌同比

企业	2008年1-6月	同比增长	2007年1-6月	同比增长	2006年1-6月
海尔	477	56.0%	306	57.7%	194
海信科龙	175	1.2%	173	48.2%	117
新飞	144	21.5%	118	-21.0%	150
美的系	173	16.4%	149	42.6%	104
美菱	112	0.6%	112	25.6%	89
星星	97	21.0%	80	29.3%	62
西门子	72	-3.8%	75	42.0%	53
其他	664	17.7%	564	23.9%	455
总计	1745	22.8%	1422	28.2%	1109

资料来源：中华商务网

内销市场，在城镇首次购买、城镇更新换代、农村市场启动三种需求的拉动下，需求仍然保持旺盛，尽管增速急剧下降，全年销售量保持15%以上的增长应该没有问题，我们的担心更多的在于平均单价下降，行业增长的质量下来。

分品牌来看，海尔继续高歌猛进，短期这种态势会继续延续，科龙整合太慢，恢复元气尚需时日；美的系无论是技术积累还是品牌号召力都存在较大差距；外资品牌的渠道建设，对中国市场的响应速度又跟不上，也不可能威胁海尔的地位。

话又说回来，海尔走到今天这个份上，常常给人以希望，但是盈利又常常让人失望，一一说不尽的治理结构、体制问题.....

表 9: 内销分品牌份额变化

2008年1-6月累计			2007年1-6月累计			份额同比
企业	总销量	市场份额	企业	总销量	市场份额	增加
海尔	477	27.3%	海尔	306	21.5%	5.8%
海信科龙	175	10.0%	海信科龙	173	12.2%	-2.1%
美的系	173	9.9%	美的系	149	10.5%	-0.5%
新飞	144	8.2%	新飞	118	8.3%	-0.1%
美菱	112	6.4%	星星	80	5.6%	
星星	97	5.6%	西门子	75	5.3%	
西门子	72	4.1%	白雪	70	4.9%	
其他	495	28.3%	其他	451	31.7%	
总计	1745	100.0%	总计	1422	100.0%	

资料来源：中华商务网

从前五位的数据来看，08，07年分别为62.0%、58.1%，由于海尔的市场份额增加很快，加上美的的资本运作，促进了品牌一致行动，形成内销市场前五位的品牌比较集中，这当然是有利于行业未来良性发展。

4、相关公司

表 10: 相关公司一览

重点公司	EPS07	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PE10	最新价	总市值	投资评级
青岛海尔	0.48	0.62	0.77	0.96	17.10	13.77	11.04	10.60	141.88	推荐
美的电器	0.64	0.92	1.35	1.80	12.01	8.19	6.14	11.05	208.96	强烈推荐
ST-科龙	0.32	0.20	0.25	0.32	16.85	13.48	10.53	3.37	33.43	中性
美菱电器	0.25	0.28	0.32	0.39	15.39	13.47	11.05	4.31	42.76	中性

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动 $\pm 10\%$ 以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼

传真: (0755) 82026711

主页: <http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层

传真: (010) 66276939