



李昂 Liang@cicc.com.cn
邱劲 Qiujin@cicc.com.cn
(021) 5879 6226

岁寒，知松柏后凋

投资要点：

- 中国白色家电产业正处于整合期，原材料价格上涨为整合提供了绝好的时机，强势企业凭借规模和成本优势，压缩盈利空间以淘汰弱势企业，提升产业集中度。由于没有消费税等因素的制约，行业竞争环境较为公平，有助于强势企业增强竞争力，加速产业整合。整合是以竞价和压缩利润为代价的，是一个痛苦的过程，伴随着价格的下滑和利润率的降低。随着强势企业份额不断扩大和弱势企业持续退出，竞争将会从竞价逐渐转向提升技术、质量、渠道和服务为主的模式。
- 家电零售渠道专业化一方面可以实现产品集中出货，加快存货和资金周转，节省营业费用；另一方面，专业家电零售商凭借庞大的销售网络与营销能力，以大规模统购分销的方式，而成为价格的决定者。零售商之间的激烈竞争更加剧了价格下滑，挤压了生产企业的利润空间。
- 现阶段面临的一些问题仍在羁绊产业的发展。产品技术差异不大，普遍同质化造成有效供给不足；产能增长过快且利用率低，导致库存居高与供给过剩，造成资金占用及跌价损失；企业不具备完整产业链，核心部件压缩机基本无力自产，无法有效降低成本；外资品牌纷至沓来，利用国内低廉的生产成本和完善的零部件配套体系，以高性能价格比对国产品牌形成冲击。
- 中国是世界最大的家电生产国和消费国，产销量大且增长迅速。尤其在乡村市场，空调、冰箱的普及率还比较低，需求潜力大。家电需求同居民收入、住房面积、电力设施以及服务和观念密切相关，现阶段乡村市场潜力并未充分释放。独具的低成本优势和完善的零部件配套体系使中国家电产品在国际市场具有无与伦比的价格竞争力，出口占总销量比重和出口增速均逐年提高，OEM为主要模式。降低出口退税率，虽然会抑制家电出口增长，但也起到了制止过度竞价，避免遭受反倾销的效果，对培育发展海外市场具有长远意义。
- 我国家电社会保有量大，作为耗电大户，占国家电力消耗比重日益增加。现阶段实行的空调和冰箱能效标准较低，高峰集中用电多次出现电力供应短缺。此外，欧美等海外市场提高了能效标准，使我国家电出口遭遇技术壁垒。提高家电能效水平可以缓解用电紧张矛盾，节约使用成本，拓展海外市场，还可以运用技术竞争加速产业整合，因此，节能必将成为白色家电产业今后发展的主题。
- “已是悬崖百丈冰，犹有花枝俏”，在传统产品饱受价格战之苦时，中央空调作为技术进步的产物，以高额利润回报成为了厂商竞相追捧的新增长点。家用中央空调在我国城镇市场处于起步阶段，需求增长迅猛。由于进入的资金和技术壁垒高且销售模式独特，因而决定了其较高的生产集中度和价格水平，中央空调业务是白色家电企业今后盈利增长的重点。
- 在白色家电上市公司中，格力电器与科龙电器的业绩较为突出和稳健，高投资收益率和低市盈率水平凸显公司的投资价值。随着行业环境的改善，竞争秩序的规范，这些企业的市场份额与主导力将进一步增强，投资价值也必将得到提升。

目录

白色家电产业概述	6
空调产业概况	6
冰箱产业概况	9
空调与冰箱产品结构	9
鲜明的季节特征	10
产业净化与整合	11
销售渠道趋向专业化	16
羁绊产业发展的障碍	18
国内市场仍蕴含较大潜力	22
海外市场蓬勃发展	30
节能是企业生存发展的主题	35
产业新增长点——中央空调	37
上市公司推荐	39

表格

表 1: 白色家电上市公司主业构成	39
表 2: 白色家电上市公司盈利能力比较	39
表 3: 白色家电上市公司财务指标比较	40
表 4: 白色家电上市公司估值比较	40
表 5: 主要白色家电上市公司财务指标	42
表 6: 分季度财务指标	50
表 7: 盈利预测与财务指标	51
表 8: 空调市场活跃品牌评价	56
表 9: 分季度财务指标	63
表 10: 盈利预测与财务指标	64

插图

图 1: 空调产业集中度变化	6
图 2: 空调市场集中度	7
图 3: 电冰箱市场集中度	7
图 4: 空调历年销量变化趋势	8
图 5: 空调与冰箱历年产量	8
图 6: 国内空调需求结构	9
图 7: 空调内销与出口的季节规律	10
图 8: 空调行业盈利能力变化趋势	11
图 9: 冰箱行业盈利能力变化趋势	12
图 10: 空调行业价格走势	12
图 11: 电冰箱行业价格走势	13
图 12: 家电主要零售渠道所占比重变化	16
图 13: 国美历年空调销售形势	17
图 14: 主流空调品牌在国美销售份额	17
图 15: 国产与外资空调品牌份额历年对比	18
图 16: 各类型空调企业劳动生产率比较	19
图 17: 各类型空调企业比较	19
图 18: 各类型电冰箱企业比较	20
图 19: 空调器与压缩机供需状况	21
图 20: 空调行业内销量与出口量	22
图 21: 电冰箱行业内销量与出口量	22
图 22: 各地区空调销售量比重	23
图 23: 国内空调保有量比较	23
图 24: 国内电冰箱保有量比较	24
图 25: 城镇家庭保有率变化	24
图 26: 家电普及与收入增长相关性	25
图 27: 家电普及与电力消耗相关性	25
图 28: 家电普及与居民户数相关性	26
图 29: 城镇地区家电产品保有量比重	27
图 30: 乡村地区家电产品保有量比重	27
图 31: 乡村市场家电消费构成	28
图 32: 城乡空调保有率对比	28
图 33: 城乡冰箱保有率对比	29
图 34: 空调主要出口市场	30
图 35: 空调主要出口市场量价对比	31
图 36: 电冰箱主要出口市场	31

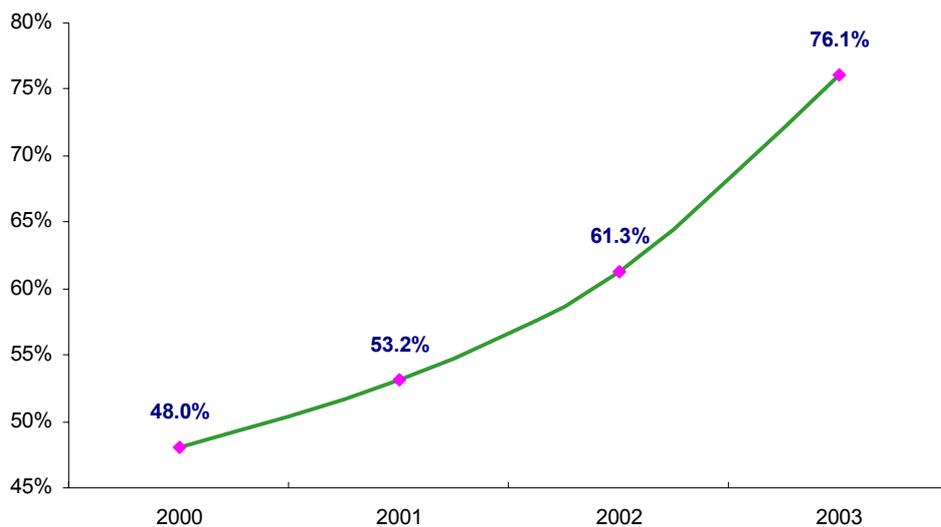
图 37: 冰柜主要出口市场	32
图 38: 空调内销与出口分季度比较	33
图 39: 电冰箱内销与出口分季度比较	33
图 40: 空调款型分类示意	37
图 41: 上市公司人均实现利润比较	41
图 42: 格力空调历年销售量	44
图 43: 历年主营业务利润	45
图 44: 历年销售毛利率	46
图 45: 单位产品指标比较	47
图 46: 内销与出口毛利比重	48
图 47: 历年内销量与价格	48
图 48: 历年出口量与价格	49
图 49: 科龙冰箱历年销售量	53
图 50: 科龙空调历年销售量	54
图 51: 历年主营业务利润	55
图 52: 单位产品指标比较	55
图 53: 历年各产品毛利比重	57
图 54: 历年各产品毛利率	57
图 55: 内销与出口毛利比重	59
图 56: 历年内销与出口毛利率	59
图 57: 历年空调内销与出口毛利率	60
图 58: 历年空调内销量与价格	60
图 59: 历年空调出口量与价格	61
图 60: 历年电冰箱内销与出口毛利率	61
图 61: 历年电冰箱内销量与价格	62
图 62: 历年电冰箱出口量与价格	62

白色家电产业概述

空调产业概况

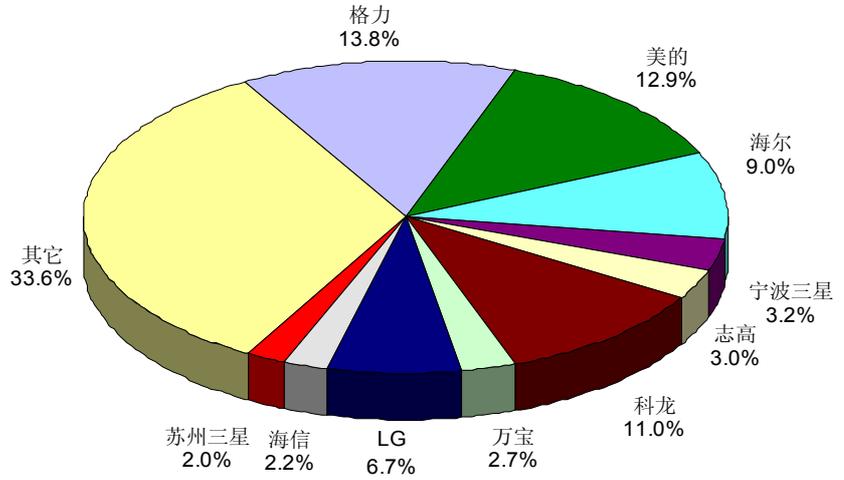
我国空调生产始于 1978 年，当年产量仅 223 台，1991-1993 年迈入起步阶段，1994-1996 年跨入加速发展期，1997 年以后实现高速发展，产能增至 2003 年的 5000 多万台/年。我国空调产业规模在近十年来迅速扩大，总产销量已经超过了美国和日本而跃居世界首位，2003 年全球空调总销量约 1.05 亿台，中国销售量就达 3165 万台，其中内销 1750 万台，出口 1415 万台，库存曾一度超过 900 万台，创历史新高；内销均价降幅为 17.8%，出口均价降幅达 10.6%。产业集中度由 61.3% 上升为 76%，生产厂商近三百家，多集中在广东和江浙地区，然而产销量在 100 万台/年以上的仅有二十余家，在册的 266 家企业亏损面为 25.2%。

图 1：空调产业集中度变化



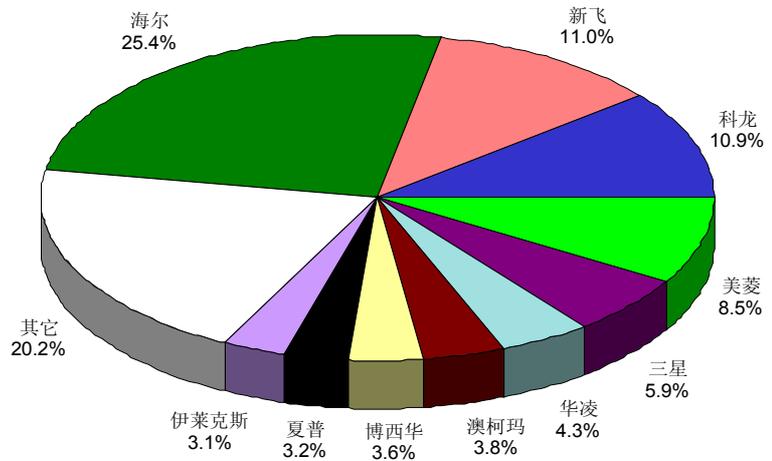
资料来源：中金公司研究部

图 2: 空调市场集中度



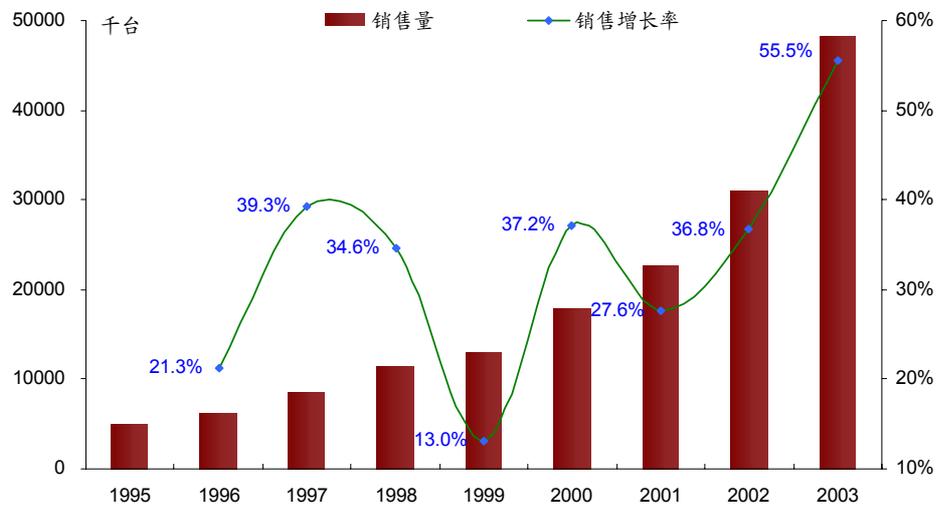
资料来源: 中金公司研究部

图 3: 电冰箱市场集中度

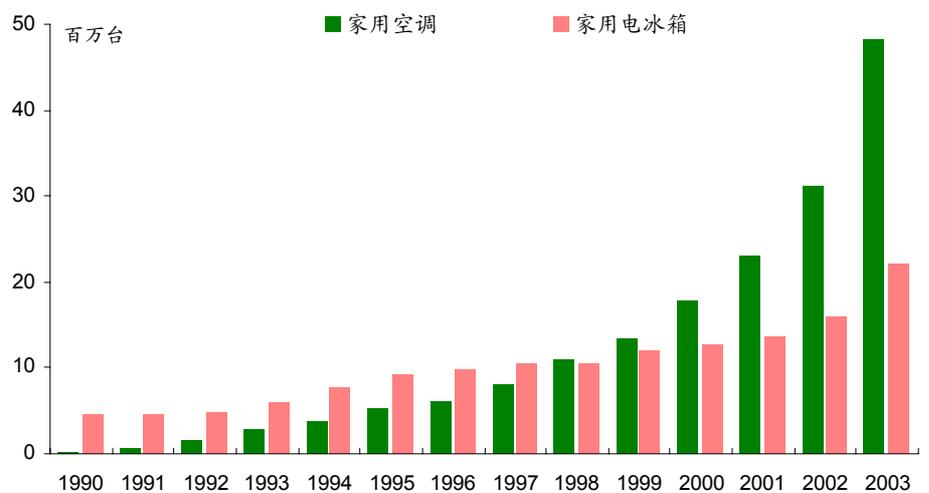


资料来源: CEIC、中金公司研究部

中国也是世界最大的空调消费市场, 空调年销售量约占全球三成, 可谓“三分天下有其一”。2003 年国内空调销售 1750 万台, 同比增长 38.6%; 销售收入 323 亿元, 同比提高 13.9%; 平均价格 1846 元, 跌幅达 17.8%; 其中, 城镇市场销量增长 13%, 收入减少 6%, 价格下跌 16.8%。由于运用价格竞争手段进行有效的产业整合, 前十强企业的市场份额已由上年 61% 增加到 76%, 同时伴随着一批弱势品牌的退出。然而, 市场份额的增加与价格的下滑有紧密的相关性, 强势企业扩大份额的代价是利润的压缩。合资品牌由于固守高端高价策略, 以至于市场份额由 18% 减至 15%。

图 4: 空调历年销量变化趋势


资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 5: 空调与冰箱历年产量


资料来源: CEIC、中金公司研究部

近年来,浙江、安徽的空调业发展非常迅速,其优势在于零配件供应体系完善,除压缩机之外的所有部件均可在当地提供,因此成为诸多国内和外资品牌的 OEM 基地,这一地区家电产值接近全国的 30%;另一个优势就是产业集中度高,浙江空调总产能为 1200 万台/年,尽管目前尚无法与广东相比,但由于只有二十余家企业,所以平均生产规模较广东企业高。

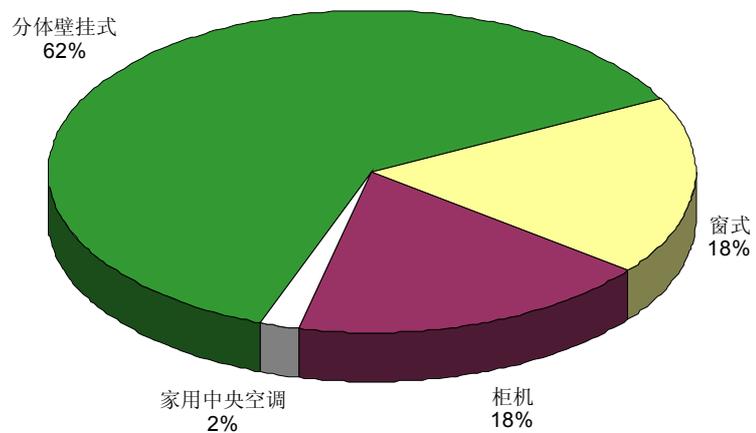
冰箱产业概况

2003 年全球电冰箱总销量约 7000 万台，中国国内销售量约 1000 万台，出口约 600 万台，我国电冰箱的社会保有量达 1.3 亿台，产能为 2500 万台/年，是世界最大的电冰箱生产国。目前拥有 40 多个品牌，88 家厂商，但其中多数企业年产量不足 40 万台，产能利用率较低，行业亏损面达到 18%。由于冰箱产业集中度相对较高，因而产品价格相对空调稳定，去年我国冰箱业销售收入与销售量分别同比提高 25% 和 40%，平均价格有约 10% 的跌幅。

空调与冰箱产品结构

空调按款式可分为窗式、分体式、柜式和中央空调。近年住房建筑面积的扩大使大功率空调需求增长显著，2003 年国内窗式空调需求比重降至 2%，分体式空调比重增至 76%，柜式空调比重为 22%。若按功率则可分为 1HP、1.5HP、2HP、2.5HP、3HP，去年 1HP 至 1.5HP 机型的销售量占到总销量的 80% 左右，分体式空调中的 1.5HP 机型占总销量比重提高到 32%，柜式空调中的 2HP 机型比重增至 8%。

图 6: 国内空调需求结构



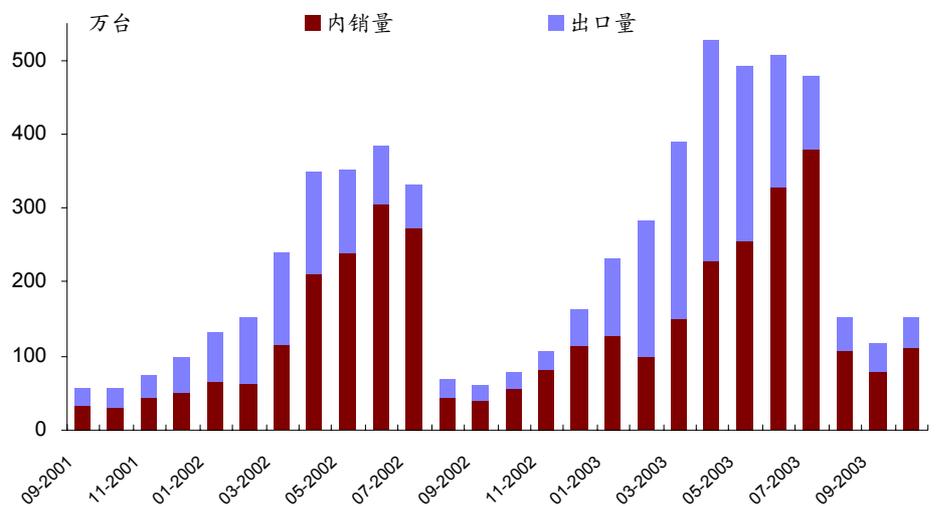
资料来源：中金公司研究部

细分各容量冰箱市场可以看出：110-140 升容积的冰箱需求增长最快；而 150-240 升冰箱所占市场份额最大，为 79%；250-290 升冰箱需求呈现下降趋势；300 升以上的市场份额则相对稳定。中等容量冰箱仍是市场需求的主体，中小容量冰箱销售增长最为显著，所占总销量比重逐年上升，这主要缘于城镇低端市场和乡村市场的开发。从功能用途来看，冷藏冷冻型冰箱占据总销量的 92.6%、单冷藏冰箱比重为 4.2%、单冷冻功能冰箱占 3.2%。

鲜明的季节特征

空调销售的季节性尤为明显，每年4月至8月是旺季，尤以6、7两月最旺，通常7月销量占全年总量40%左右；9月至来年3月是淡季，其间在10月初、11月底和3月中旬还会有三次小高峰。去年4至8月旺期间，空调内销764万台，同比增长15%，约占全年比重的65%；淡季销量同比增长12%，占全年比重的35%。相对于空调而言，冰箱销售的季节性不很明显，与气候温度相关性较小，市场需求相对平稳，每年3月冰箱销售开始回暖，到6月份达到高峰，通常6月份的销量占到全年的18%。

图7：空调内销与出口的季节规律



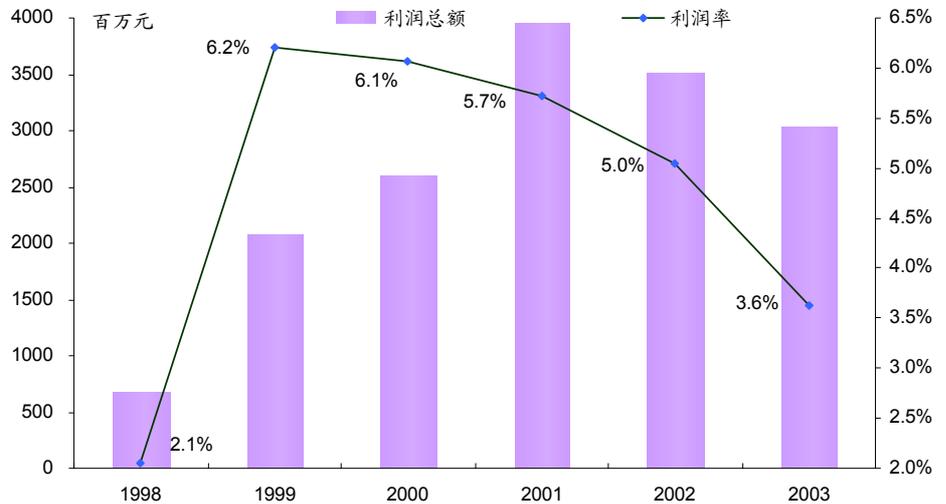
资料来源：中金公司研究部、CEIC

产业净化与整合

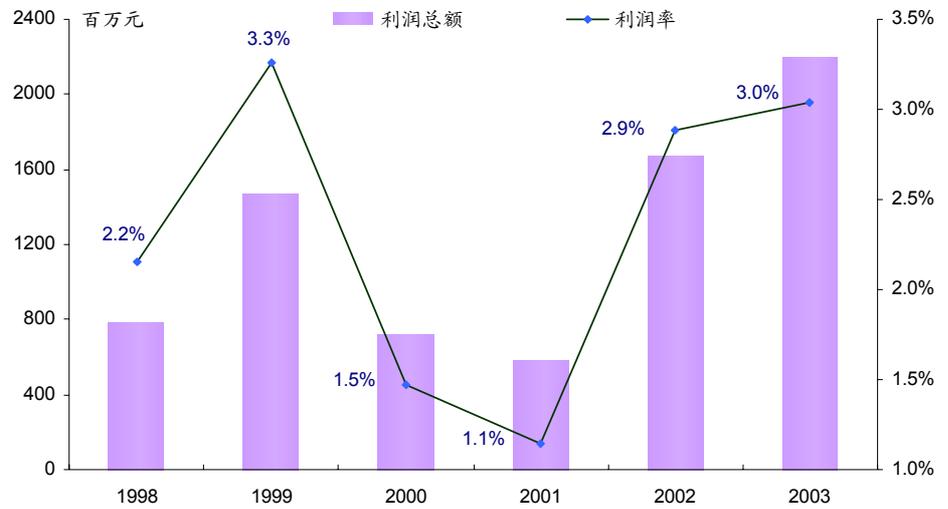
近年来，空调行业呈现产量增幅大于销量增幅的趋势，说明空调市场供不应求的矛盾已经化解，市场趋于饱和。行业较高的利润水平诱发各种资本趋之若鹜，导致集中度降低，产能增加过快且利用率低，规模效益不明显。90年国内空调生产企业有50多家，95年增加到120余家，至2002年激增至约400家，2003年经过残酷的产业整合，使生产企业减少为266家。此外，库存居高（年均增长28.6%），利润率下降，产品同质化现象突出，厂商竞价激烈，98年空调行业平均毛利率在35%以上，2003年则不足15%。

去年国内空调销售量同比增长38.6%，销售额增长13.9%，平均价格下滑17.8%；而同期的钢、铜、铝与合成树脂价格均呈倍数增长，压缩机价格涨幅也在70%左右，这导致空调获利空间遭受严重挤压，全行业实现利润30.3亿元，同比减少13%，行业新增库存236万台。去年下半年，国家实行“3C”质量认证制度，重新审核生产企业的资质和产品质量标准，许多厂商急欲清理库存，也加速了空调价格的下滑。此外，今年伊始降低出口退税率增加了企业的出口成本，压缩了出口盈利空间，企业进而转向内销市场，预计今年国内供求矛盾会有所加剧，市场竞争会愈加激烈。

图 8：空调行业盈利能力变化趋势

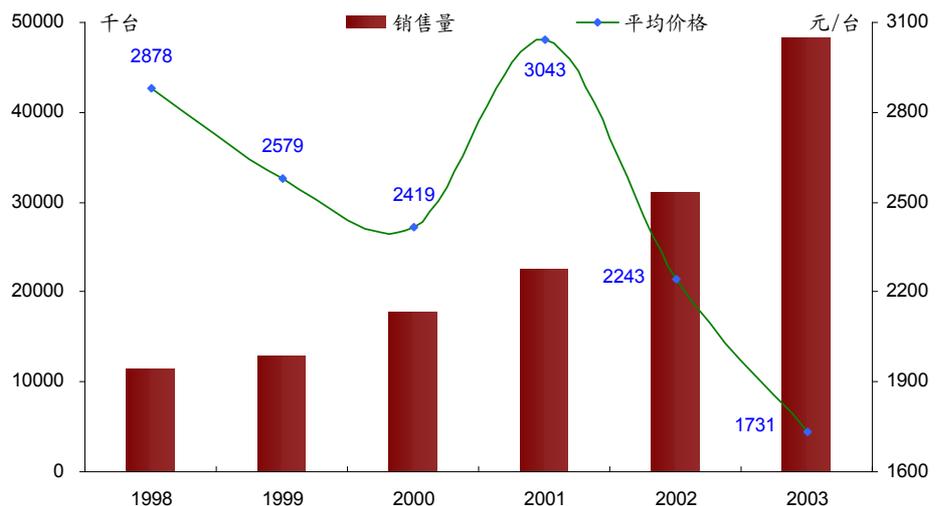


资料来源：中金公司研究部

图 9: 冰箱行业盈利能力变化趋势


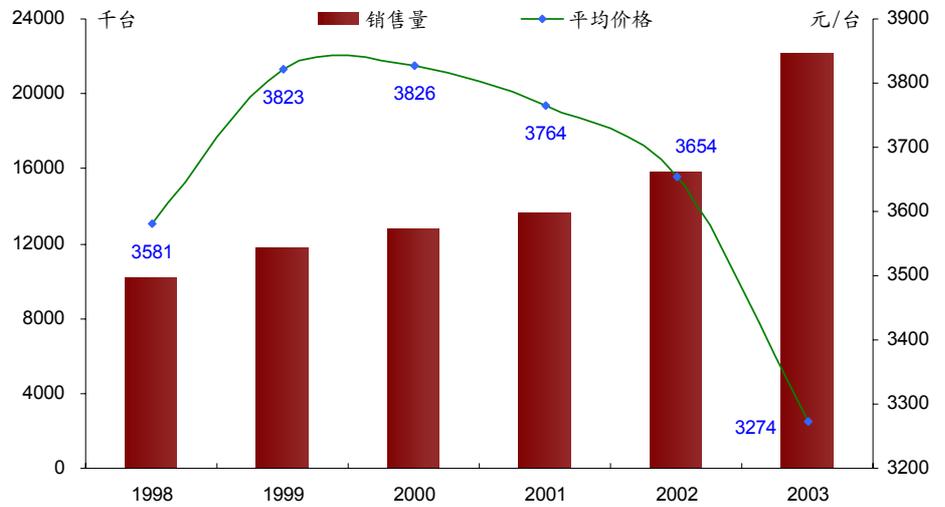
资料来源：中金公司研究部

空调价格战始于 1994 年，当时空调产业存在超额利润，少数企业为了争夺市场而率先让利促销，从而引发了全行业的竞价风潮。而今，空调行业经过屡次降价，利润日趋微薄，价格下行的空间已经非常有限。从去年开始，钢、铜与合成树脂等原材料涨价推动压缩机与冷凝器价格的持续上涨，增加了生产成本，而消费需求却受到“非典”等不利因素的抑制。供给过剩、生产分散以及零售市场的激烈竞争导致空调价格难以保证，成本风险无法转移，利润空间再度遭受挤压。

图 10: 空调行业价格走势


资料来源：中金公司研究部

图 11: 电冰箱行业价格走势



资料来源：中金公司研究部

降价是企业主要的竞争手段之一，原材料成本上涨与产品价格下降之间的矛盾形成了对企业以成本控制维持生存的考验。空调产业已取消消费税，强势企业与弱势企业处于同一公平竞争的环境下，由于无偷逃消费税获利的空间，在规模经济与成本上又不占优势，持续降价压缩行业利润空间，最终将大批弱势企业排挤出局，因此，原材料成本上涨与产品价格竞争为行业整合提供了绝好的时机。必须看到，产业整合将是一个长期过程，企业生存方式多种多样，OEM、CKD、SKD 等生产模式已经在空调行业中普遍存在，这会节约前期投入的固定成本，而且不需要大量的营销和广告费用投入，许多企业在自有品牌无力抗拒价格竞争时便会转向这种生产方式，成为最难整合掉的企业。

家电产品技术含量高，更新换代频繁，这导致企业库存跌价严重。由于去年实施“3C”质量认证，行业内 900 万台空调的库存量要在“非典”过后的两个月内集中消化掉，因而导致供给过剩的矛盾十分突出，厂家竞相清理库存引发空调价格再度大幅跳水。另外，在去年大规模降价的基础上，消费者更期望价格能持续下滑，否则无法激发需求。依据消费心理学的观点，一次集中大规模降价可以有效刺激需求，而频繁竞价只能加重消费观望心理，抑制需求。所以，竞价策略未必会有效激发需求，反而加重了持币观望的心理，使企业陷入了为促销而不得不频繁降价的怪圈。

相比较空调产业，冰箱业的进入壁垒较高，生产较为集中，价格走势相对稳定，保证了行业的盈利能力。然而，随着外资品牌的不断本土化，冰箱价格受外来冲击也开始呈现走低的趋势，价格竞争在低端市场较为突出，低端市场进入壁垒低、生产分散且同质化严重，厂商多依赖降价以提高性能价格比，竞价成为主要竞争

手段。今年三、四月间，国内冰箱龙头企业——海尔、科龙和新飞相继下调几十款产品的价格，降幅为10%-25%，打破了冰箱业长期以来表面上的价格均衡。随着外资品牌和部分黑电巨头的加入，传统白电企业市场份额遭受挤压，产业集中度有降低的趋势。

不少强势企业将市场重心从高端拓展到低端，销售量得到明显提升，对小品牌形成了有力冲击。截至去年底，空调行业产销前十名企业的市场份额升至76%，集中度进一步提高，余下的二百多家小企业分割不足15%的市场空间，去年国内市场97个空调活跃品牌中，有52个品牌的销售额出现下降。当强势企业销售增长率高于行业整体增长率时，强势企业肯定吞并了弱势企业的份额；而当强势企业销售增量大于弱势企业的销量时，就必定会有小企业消亡。今年初空调市场活跃品牌为97个，而上年这一数字为105个，已有8个品牌悄然退市。去年初全国空调生产厂总数超过400家，在经历了“非典”、原材料涨价、3C质量认证以及强势企业价格打压等一系列风波后，至年底已有百多家小厂退出，随着今年产业整合的持续，预计仍将有一批无竞争力的小企业消亡。

弱势企业的纷纷退出造成其上游零配件供应商的大量应收款项坏死，也使得售后服务成为经销商的负担，经营风险促使零配件供应商和经销商更多的投向强势企业，各主要家电零售商均将经销范围限制在行业前二十名品牌内，从而导致弱势企业失去更多的营销机会，促进了产业集中度的提高。伴随着今年原材料价格的继续上涨，强势家电企业纷纷计划扩产增销，旨在通过规模效应降低成本压力。可以预见，2004年仍是白色家电产业整合年，强势企业对于产业整合的愿望远比价格提升的愿望更加强烈，市场占有率的提升必然伴随着价格的下滑，价格竞争仍会继续存在，弱势企业陆续退出，市场集中度会进一步提高。应该看到，由于垄断竞争行业较低的进入壁垒，仍将有新的资本自由进入，所以产业整合是一个持续而长期的过程。

价格竞争是推动产业整合，提高集中度的有效手段。在家电这种典型的垄断竞争行业中，价格竞争是一种正常的竞争方式，但并不是唯一的手段。垄断竞争行业中创新最为活跃，包括技术和品牌两方面的创新，产品竞争实质上就是性能价格比的较量，提升竞争力即是提高性价比。除了降低价格以外还应该通过五个方面增强竞争力：1) 技术创新；2) 产品质量；3) 营销网络；4) 广告宣传；5) 售后服务。增强垄断权，消除同质化，刺激消费偏好，增大消费者心理阈限，化解低价冲击。实质上，国内家电行业并非有效需求不足，而是有效供给不足，厂家长期沉沦于价格战，不注重提升产品性能因而加重同质化，无法激发需求。

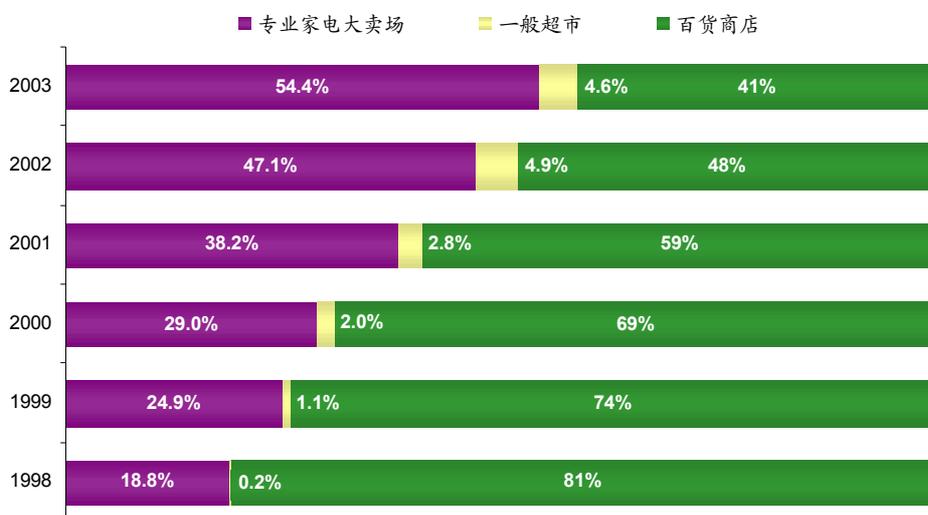
通过整合净化，强势企业获得更多的市场份额，将有可能转向寡头垄断的市场格局。寡头垄断市场独具的相互依存性会使得寡头企业之间不再通过竞价增强竞争优势，而是通过技术创新、提高质量、加强广告宣传、健全营销网络和提升服务

水平来增强竞争力，这将使整个产业走上良性发展的轨道。一定要通过市场选择优胜劣汰，而不能像垄断行业一样制定最低限价等强制规定，任何违背经济规律的举措都不会促进家电产业健康发展，是不可取的。

销售渠道趋向专业化

随着产业结构的转型，企业间的竞争会转向产业链下游的营销网络，拥有良好营销渠道的品牌更易显现竞争优势，有专业连锁大卖场做平台的产品会赢得市场。2003 年我国空调销售额的 48% 是通过专业家电连锁卖场实现的，这些强势销售商通过大批量统购分销以获得企业的高额返利与价格支持，并逐渐成为产品价格的决定者。价格决定权的转移预示着未来市场的价格竞争将以经销商为主体，从而引发家电业在流通领域和利益分配上的变革。

图 12: 家电主要零售渠道所占比重变化



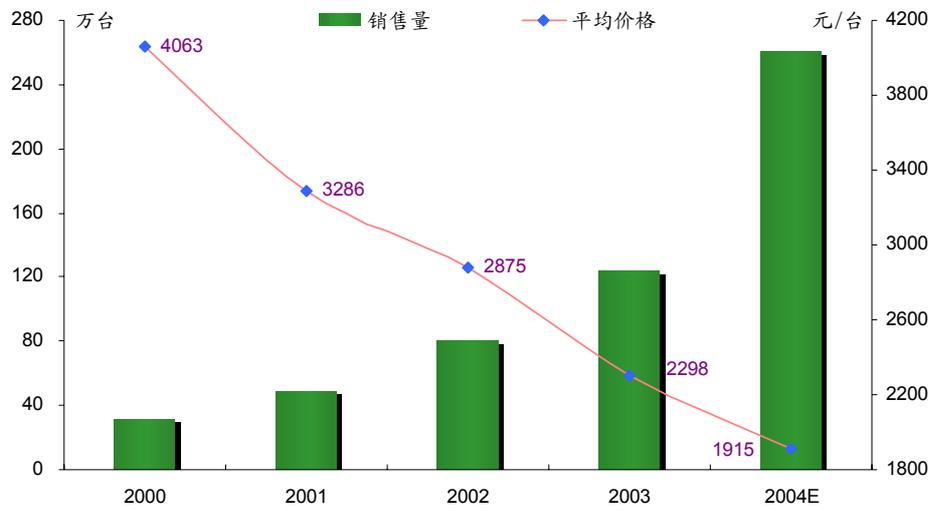
资料来源：中金公司研究部

生产企业将代理销售模式变革为直面终端模式，利用专业卖场强大的零售能力和网络，实现产品的集中出货，加强存货和资金的周转，节省营业费用；而专业卖场通过规模采购可以获得厂家更为廉价的产品与更加优厚的返利，因而有了竞争的筹码，有助于自身市场份额的扩大。现阶段，家电专业零售商在中心城市可实现 65% 以上的份额，但在中小城镇比重却不足 20%，随着中心城市容量的饱和以及城镇居民收入的提高，中小城镇及城乡结合部会成为家电零售商新的开拓重点。可以预见，随着产业整合的强化，生产厂与零售商之间的相互依存关系会更加紧密，专业连锁卖场必将成为营销主渠道，而传统百货公司由于在成本、价格、规模、资金、网络以及风险承担能力方面的劣势，会逐渐淡出家电领域，销售渠道专业化是家电产业发展成熟的必然结果。

国内家电流通企业多达 3.2 万家，它们之间的竞争也日趋激烈，由于所经销产品的同质化，所以只有凸显广告宣传、营销网络、售后服务和产品价格的优势，才能增强竞争力，吸引消费需求。零售渠道对生产企业形成巨大的压力，造成尽管成本居高不下，但企业却难以提升价格。生产企业不愿看到流通渠道垄断的形成，

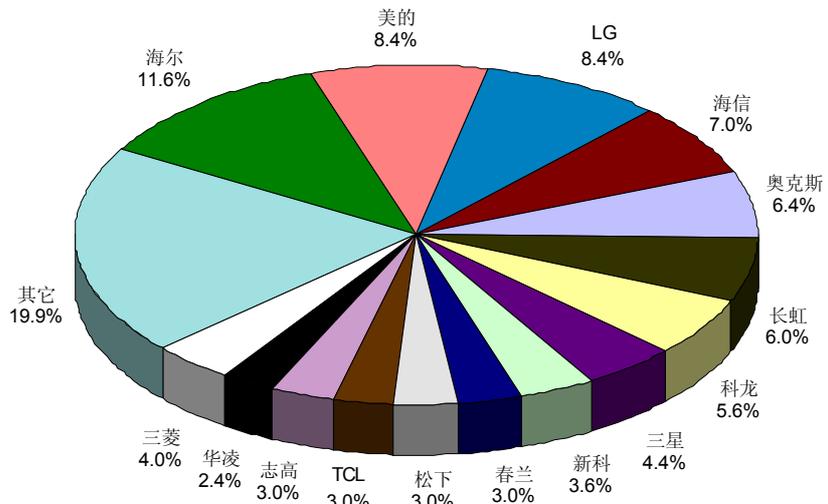
而经销商也不愿生产制造领域的过度集中，制造商与经销商的利益矛盾成为家电价格走低的重要驱动力。由于经销商更加贴近市场，更了解市场的需求动向，一些家电零售商开始要求企业为其定制生产，并打出自有品牌，随着专业零售商的成熟壮大以及品牌知名度的提高，其必然会进入生产制造领域，委托企业为其定制贴牌加工，从而发挥产业链一体化的优势，这会加大家电产业整合的难度，一批小企业通过为专业零售商定制生产而得以存留，零售商的进入将导致产业竞争更趋复杂化。

图 13: 国美历年空调销售形势



资料来源：中金公司研究部

图 14: 主流空调品牌在国美销售份额



资料来源：中金公司研究部

羁绊产业发展的障碍

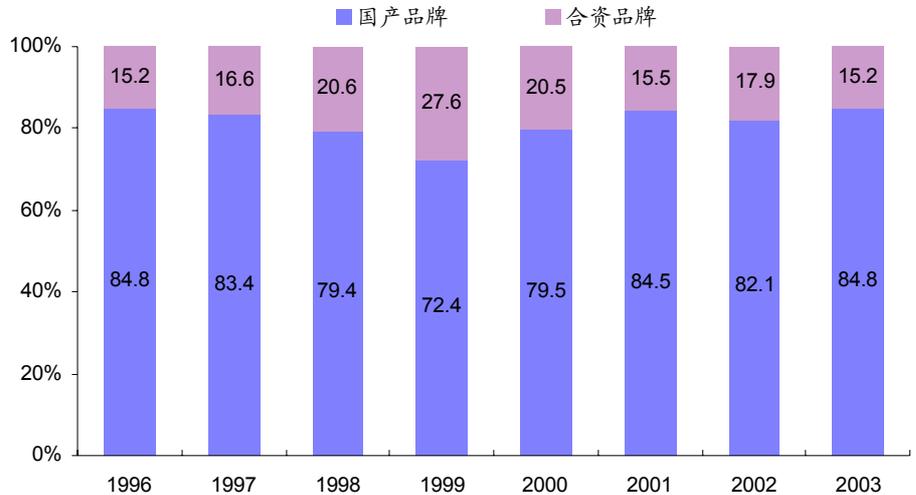
同质化造成有效供给不足

空调产业竞争多年来一直停留在同质层面，品牌间所谓差别化大都表现在外观设计以及局部非主要功能的创新上，同质化的结果造成产品只有通过竞价才能够增强竞争力，这是企业长期沉沦于价格战的主要原因。巨大的内耗、获利空间的挤压以及“非典”的打击，迫使生产企业变异求新，技术突破是摆脱价格战陷阱，增强竞争力的主要途径。

外部竞争加剧

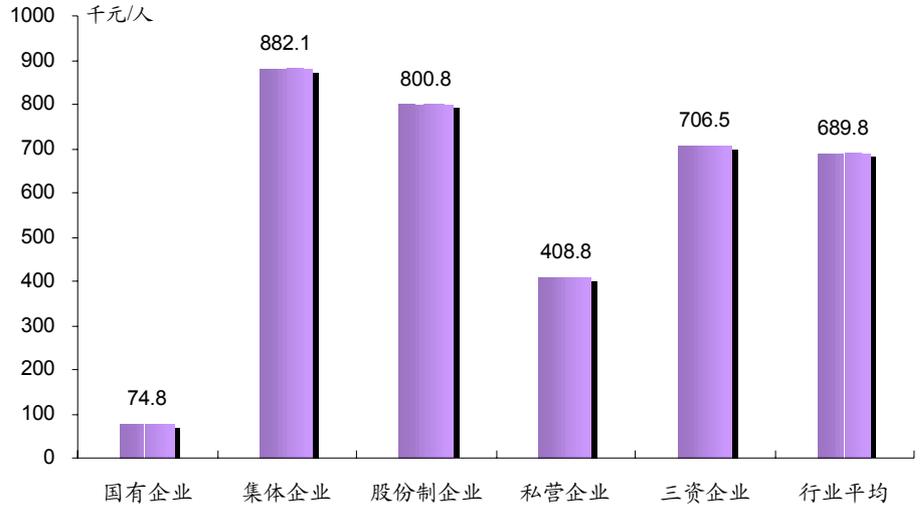
入世以后，我国丰富、低廉的制造成本吸引众多跨国公司将生产重心向国内转移。这一方面带来了国际市场的机遇，同时也使得中国制造业竞争更趋激烈。外资品牌通过本土化生产，利用国内低廉的原材料和劳动力以及完善的零配件供应体系，有效的降低了成本，因而凭借较高的性价比对国产品牌造成冲击。例如松下和 LG 通过不断降价，使其在华销量同比分别增长 50.9%和 91.2%。以往进口品牌与国产品牌分别面向不同市场，而今进口品牌也转向中低端市场，打破了原有的格局划分，使行业竞争更趋复杂化。

图 15: 国产与外资空调品牌份额历年对比



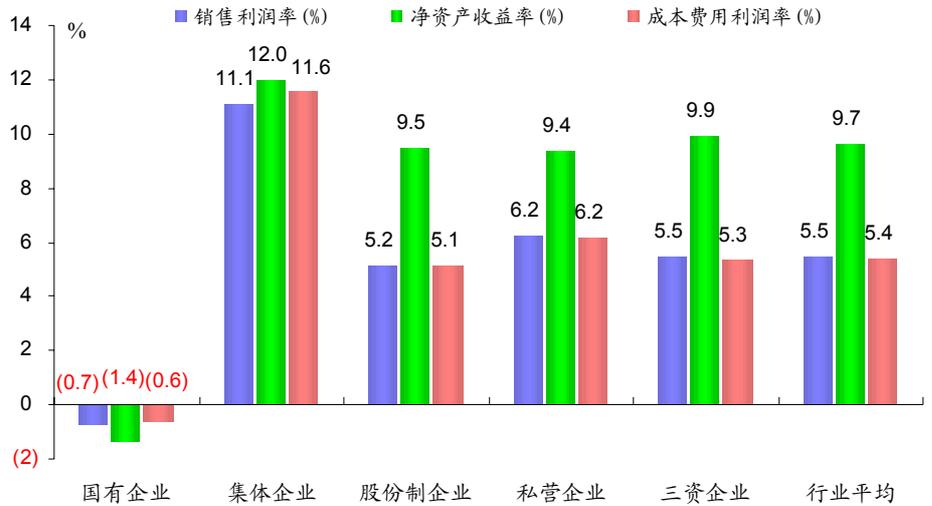
资料来源：中金公司研究部

图 16: 各类型空调企业劳动生产率比较



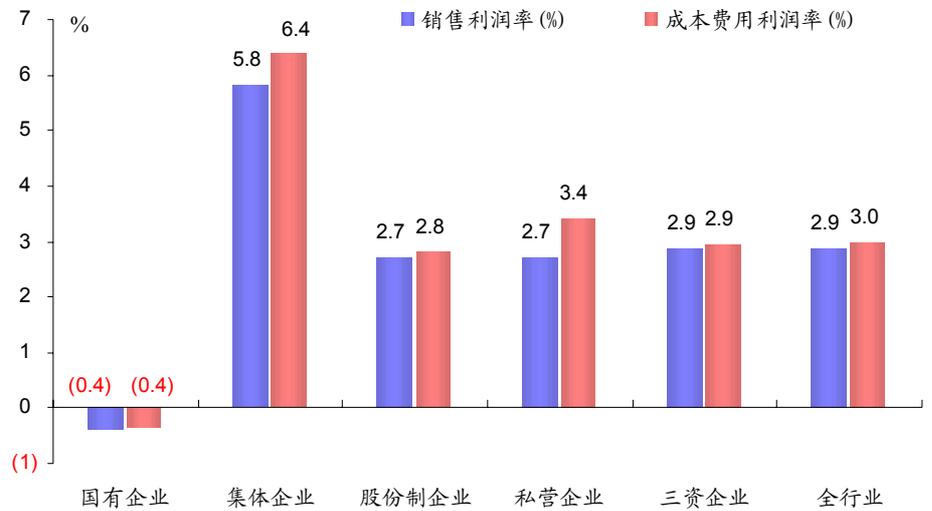
资料来源: 中金公司研究部

图 17: 各类型空调企业比较



资料来源: 中金公司研究部

图 18: 各类型电冰箱企业比较



资料来源: 中金公司研究部

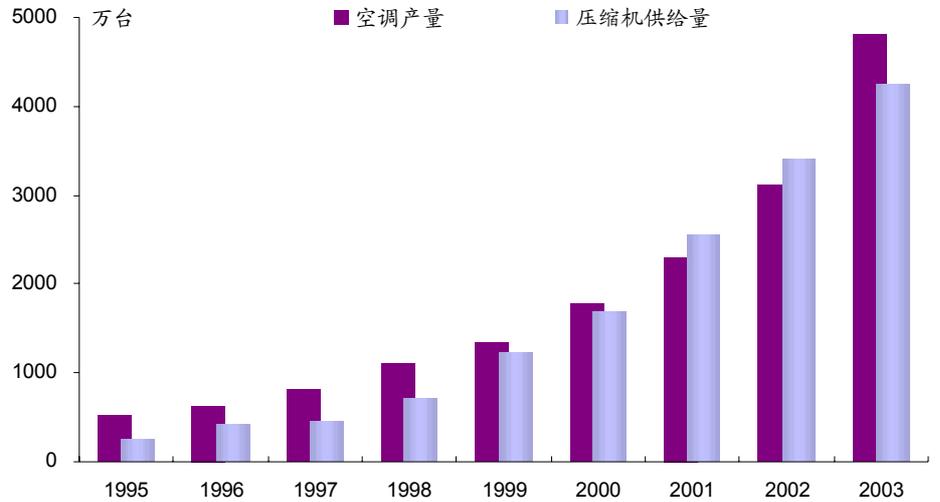
不具备完善的产业链

阻碍国内空调企业提升竞争力的另一个重要问题是没有完整的产业链, 空调企业几乎都无力研发生产压缩机等技术含量高的核心部件, 生产成本居高不下。同样的问题也制约着冰箱业竞争力的提高, 国内目前还没有一家企业拥有完整的冰箱产业链, 企业间的整合只是横向的品牌并购和产能提高, 而并非真正意义上的产业纵向一体化整合。

原材料涨价加重成本压力

空调的原材料成本构成比重大致为: 压缩机 47%、冷凝器与蒸发器 16%、外机钣金件 10%、电动机 9%、塑料外壳 9%、铜管 6%、其它 3%。2003 年钢材价格出现显著上涨, 致使压缩机成本增加, 由于压缩机生产集中, 产品供给相对紧缺, 因而价格坚挺上涨, 压缩机厂商的联手提价将原材料涨价风险向下游传递。自去年至今, 压缩机价格上涨了六次, 涨幅达到 70%, 铜管、铝箔、钢和镍的价格上涨了数次, 幅度为 20%-30%, 达到多年以来的顶峰。

图 19: 空调器与压缩机供需状况



资料来源: 中金公司研究部

价格的决定因素除了生产成本以外,还决定于供求关系、生产集中度和销售渠道。虽然面临原材料成本增加的压力,但是空调市场供给过剩、同质化产品库存巨大导致价格难依成本增加而浮动;生产分散也使得企业对价格的决定力愈加强化,无法联手保价;即便形成了保价联盟,零售市场的激烈竞争也会迫使联盟破裂,为保证零售环节利益,经销商亦会施压抑制价格浮动。因此,尽管已步入微利行业,但空调价格竞争仍不可避免,无法化解压缩机及原材料涨价的风险。

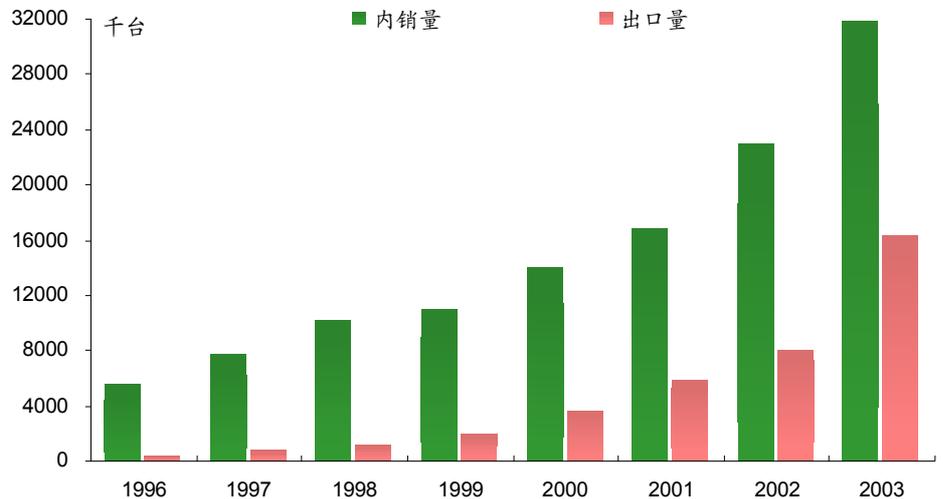
强势企业凭借规模优势,在一定程度上化解了高成本压力,而弱势企业只有以降低产品质量为代价节省成本。去年,中国消费者协会接到家电投诉共 15.53 万件,其中空调质量投诉 1.52 万件,冰箱质量投诉 0.73 万件,空调返修率已由 1%增至 10%左右。不少厂商采取将外壳 ABS 材料改为 PP 材质的手段,可使成本降低 10%以上;将冷凝器的双排管换成单排管,用单转压缩机替代双转压缩机,或是将空调外壳的厚度从正常的 0.6 厘米减至 0.3 厘米,将厚度为 0.115 厘米的扇翅减薄至 0.105 厘米等等,此种手段导致品牌信誉降低,无力形成竞争优势。

库存居高导致供给过剩

空调销售的季节性尤为明显,销量受气候温度影响密切,营销风险大。近两年夏季温度偏低,造成旺季清淡,库存增长 28.6%,给销售造成很大压力,加重了供求矛盾,导致企业在定价上处于被动地位。库存激增不仅使企业资金积压,而且伴随着价格的持续走低和技术替代,库存跌价损失难以计数。此外,库存负担会抑制企业的产量,降低产能利用率,造成规模经济效益下降,单位成本上升。去年,空调行业库存曾经一度超过 900 万台,占用资金约 150 亿元,在经过企业间激烈的竞价促销之后,库存总量已降至目前的 400 万台左右。

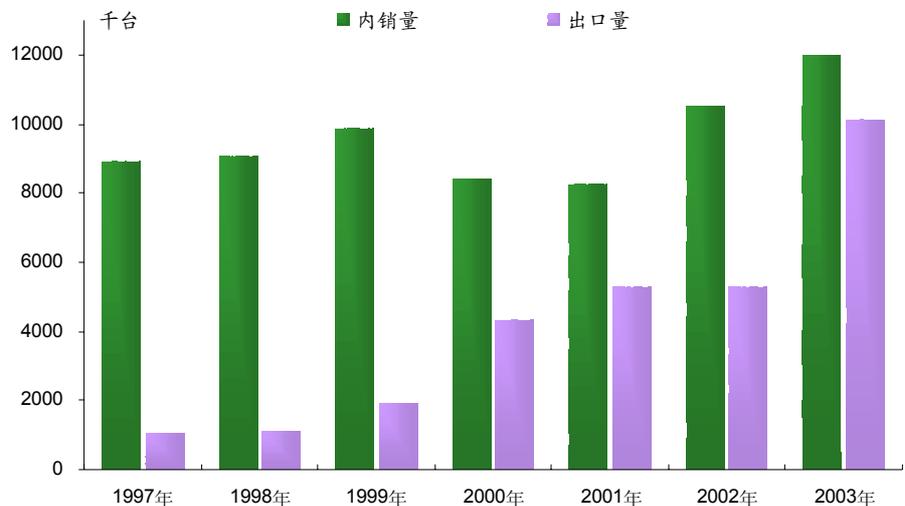
国内市场仍蕴含较大潜力

图 20: 空调行业内销量与出口量



资料来源: 中金公司研究部、CEIC

图 21: 电冰箱行业内销量与出口量

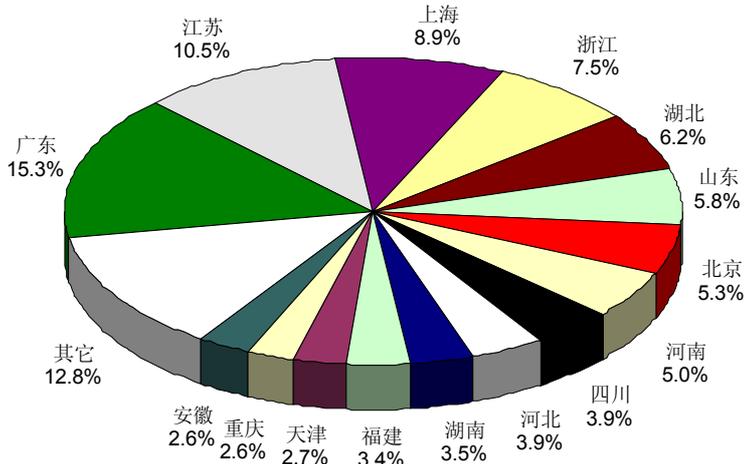


资料来源: 中金公司研究部、CEIC

我国空调产业区域市场集中度较高,需求规模在 30 万台以上的十五个省级市场的销量之合占国内总销量的 87%。2003 年华东四省市销量占全国总销量近 30%,而且增速最快达 20%;华南四省区所占比重为 22%,增速约为 15%;华中四省比重超过 16%,增幅近 20%;东北三省和西南四省市比重虽不大,但增长率也保持在 12%左右;由于受到“非典”的严重影响,华北和西北地区销量仅同比增长 3%。

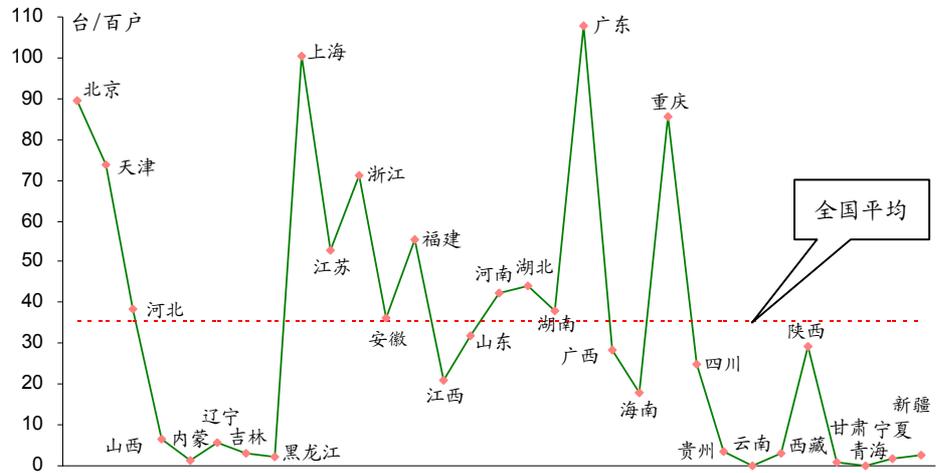
尽管销售量有不同程度的增长，但由于激烈竞价，使得各地区销售收入均有所减少，平均降幅为 7%。

图 22: 各地区空调销售量比重

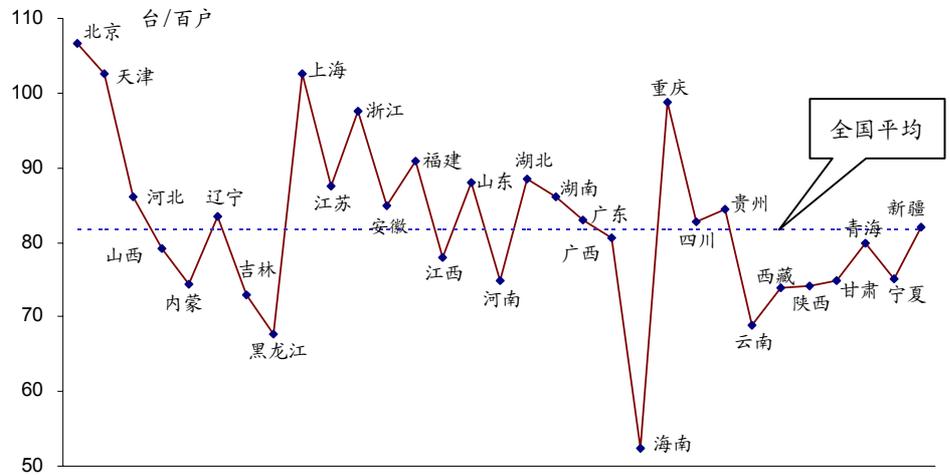


资料来源: 中金公司研究部、CEIC

图 23: 国内空调保有量比较

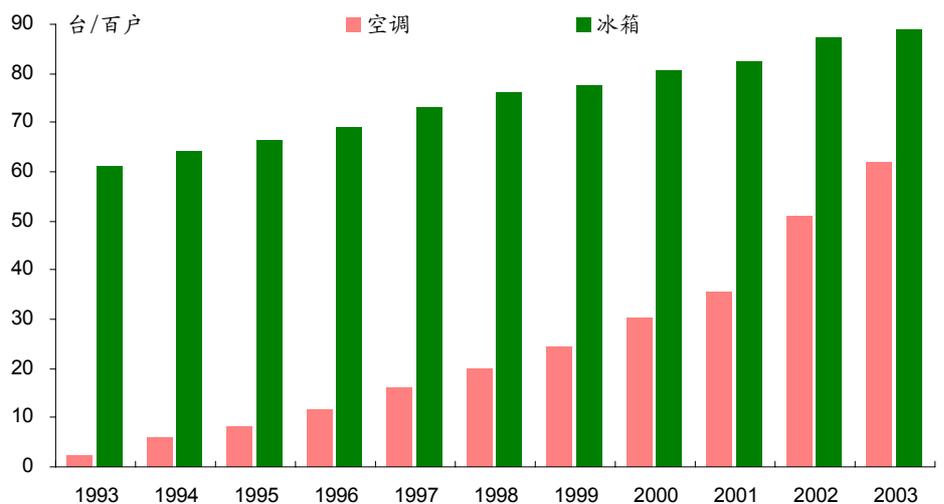


资料来源: 中金公司研究部、CEIC

图 24: 国内电冰箱保有量比较


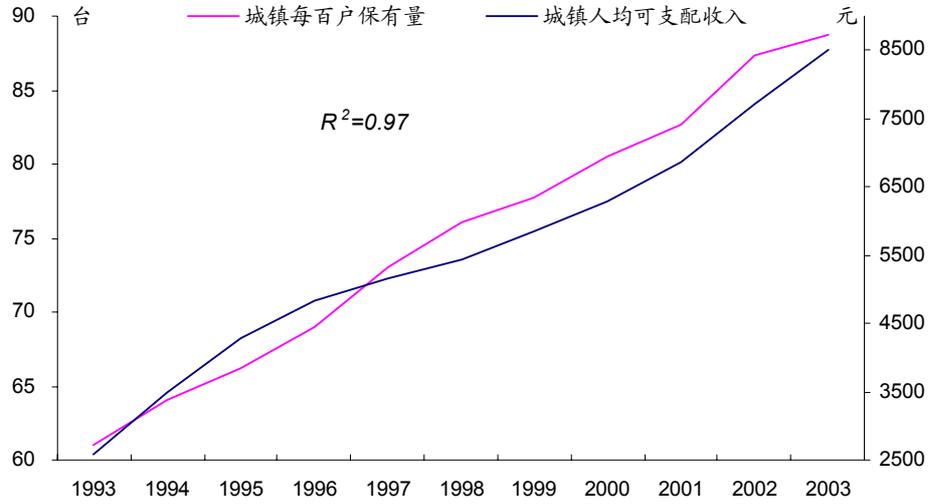
资料来源: 中金公司研究部、CEIC

相较于彩电、洗衣机、电冰箱等产品,空调进入家庭较晚,普及率与拥有率还较低,住房条件、电网配套设施、可支配收入水平都是决定空调需求增长的基本因素。2002年我国城镇居民每百户空调拥有量仅为37台,为电冰箱拥有量的一半,所以与其它家电产品相比,空调仍有较大的市场空间,尤其是在乡村地区(2台/每百户)。空调不同于电冰箱和洗衣机基本上一户一台,每户居民可能因居住房间数量或面积的不同,对空调的需求可能是多台的,在我国拥有空调的家庭中,41.5%拥有一台空调,21.6%拥有两台空调,而37.9%的家庭拥有三台或以上。

图 25: 城镇家庭保有率变化


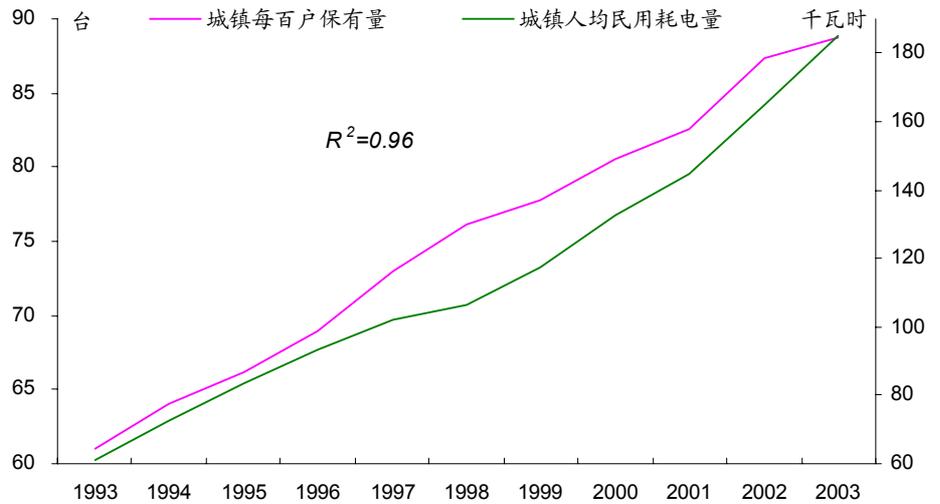
资料来源: 中金公司研究部、CEIC

图 26: 家电普及与收入增长相关性

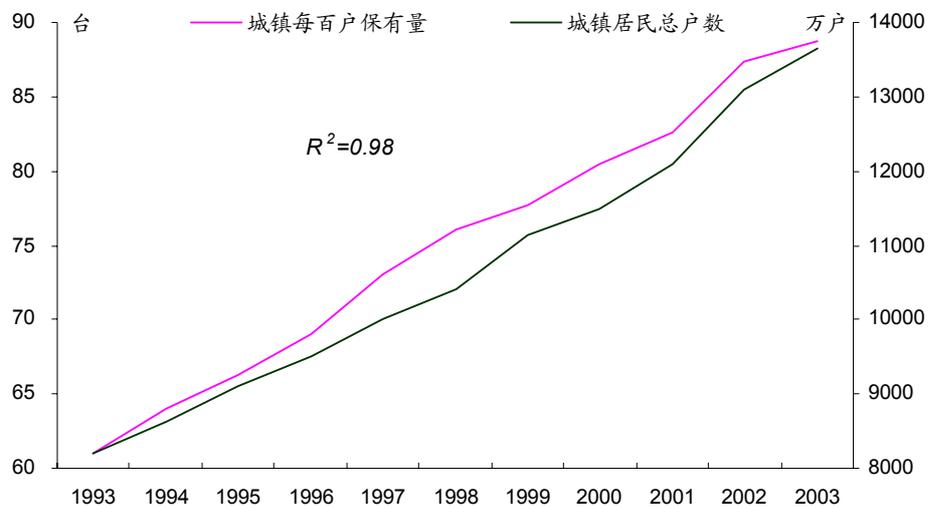


资料来源: 中金公司研究部、CEIC

图 27: 家电普及与电力消耗相关性



资料来源: 中金公司研究部、CEIC

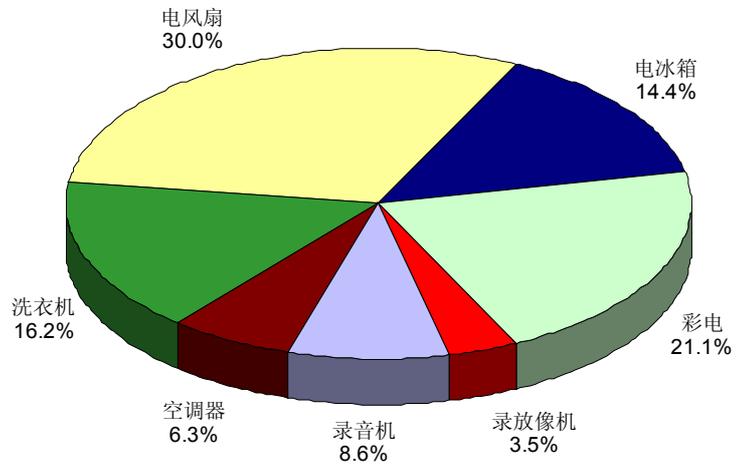
图 28: 家电普及与居民户数相关性


资料来源：中金公司研究部、CEIC

经济收入的提高和供电状况的改善是电冰箱普及率增长的保证。2003年国内主要城市家庭电冰箱保有率为89.7%，北京、上海更高达96%。目前，城镇家庭电冰箱保有量中约有51%是十年以前购买的，现正处于相继更新期。在乡村地区，随着供电设施的逐步完善，居民购买力水平的提高，千元以下的家电产品需求开始启动，未来国内冰箱市场将会呈现城镇更新、乡村普及的需求模式。然而，尽管城乡居民收入增加，但是随着消费支出的日趋多元化，对于家电产品的消费需求也不可能出现大幅度的增长。

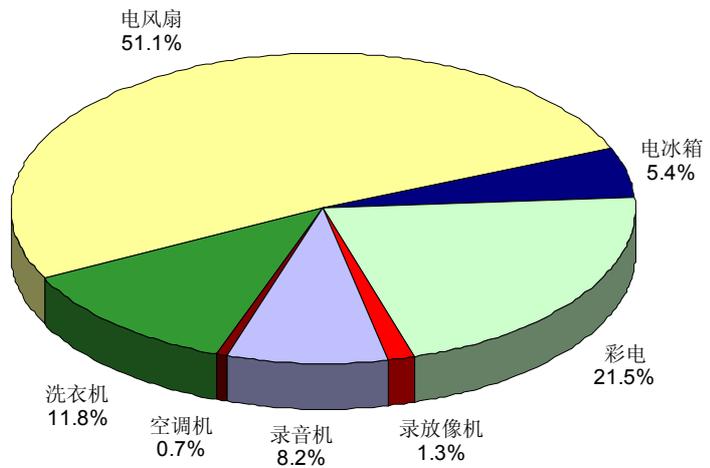
城乡居民收入存在一些不同，城镇居民可支配收入一般用于消费和储蓄，乡村居民纯收入除此之外还要进行生产投入，因此，农民生活消费支出占总收入的比重较城镇居民要小。此外，城镇居民可支配收入全部是货币收入，而农民纯收入中还有一部分实物收入，这也导致了乡村居民实际购买力小于城镇居民。按照2002年农民人均纯收入2476元计算，扣除税费缴纳和储蓄支出，剩余人均消费支出为1834元；再扣除衣食住行及医疗费用，可剩余购买其它商品的支出为291元，这分别占农民人均纯收入的11.8%和人均消费支出的15.9%，若按照平均每户四人的标准，则平均每户农民家庭每年可用于其它商品购买力为1164元，已具备了对大件家电的消费能力。

图 29: 城镇地区家电产品保有量比重



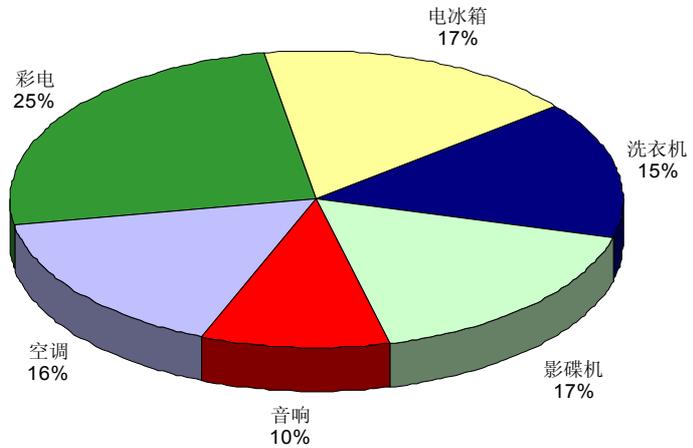
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 30: 乡村地区家电产品保有量比重



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

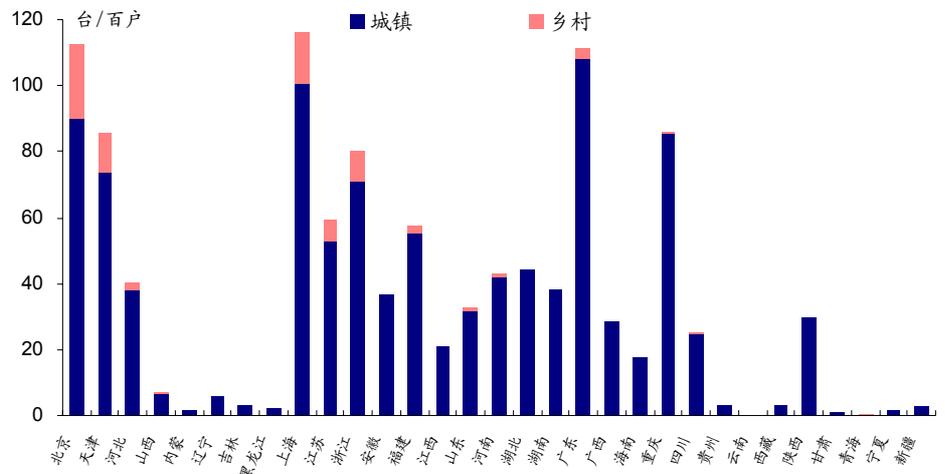
图 31: 乡村市场家电消费构成



资料来源: 中金公司研究部

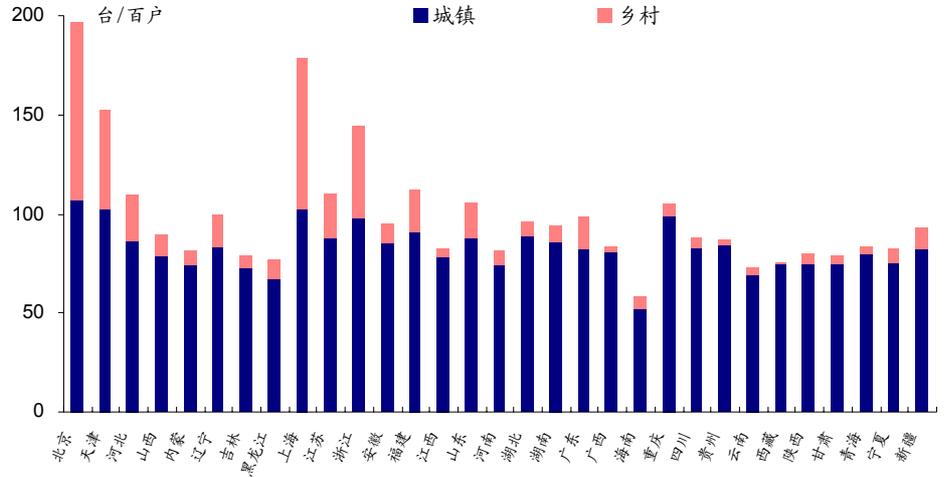
制约乡村家电市场潜力释放的因素主要缘自: 1) 农民可用于家电消费的购买力仍有限, 对价格因素敏感, 低价是主要的选择依据, 低价低质产品充斥市场。2) 农村地区电力供应、道路交通等设施还不完善, 加重了厂家的运输、维修和服务的费用, 抑制了厂商开拓乡村市场的积极性。3) 乡村消费习惯与城镇有较大区别, 商品更新周期长, 后续购买力不强。4) 乡村市场过于分散, 经销商无法形成完善的零售网络。家电企业在最初的产品设计上基本以迎合城镇消费需求为主, 只有在城镇消费疲软时, 才会转向乡村市场, 造成了产品的功能与价格脱离了农民的现实需求, 难以广泛接受, 要开发乡村市场, 产品设计就必须针对乡村消费者的要求, 这也是科龙电器推出的新品“康拜恩”能在短时间内迅速占领市场的主要原因。

图 32: 城乡空调保有率对比



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 33: 城乡冰箱保有率对比



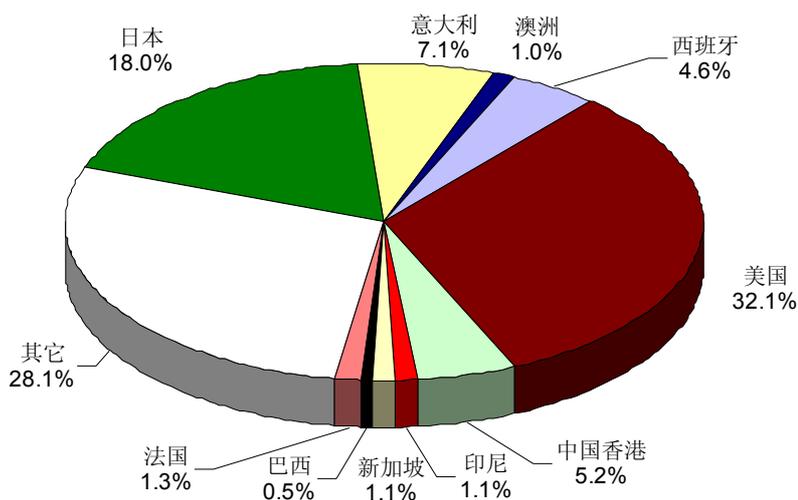
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

海外市场蓬勃发展

中国家电市场以容量巨大、增长迅猛和成本低廉、配套体系完善的特点，成为世界重要的市场和生产基地。我国空调产量占世界的 32%，洗衣机占 26%，彩电占 23%，电冰箱占 19%，许多家电产品产量已位居世界第一。近几年，我国空调出口量与出口额保持大幅增长，但出口价格持续走低，出口增长远大于内销增幅。

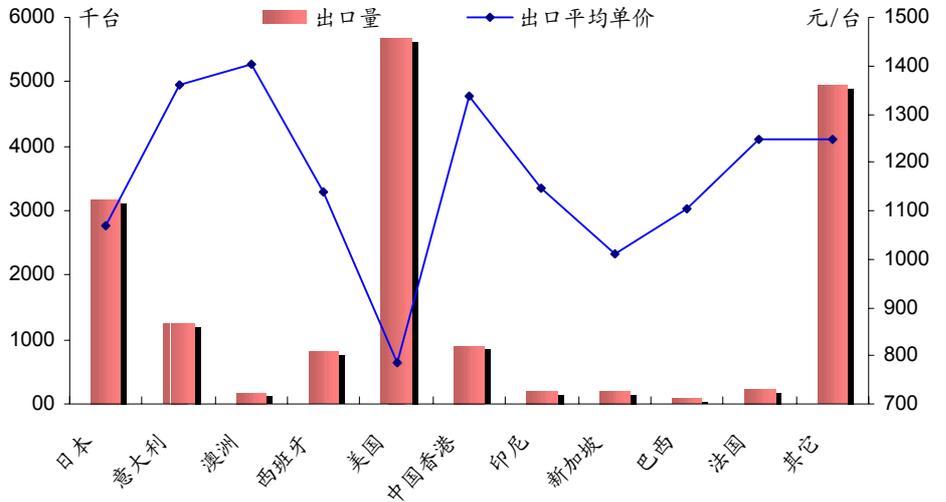
2003 年全球空调器贸易总量约 4900 万台，我国空调出口为 1415 万台，同比增长 75.7%，出口占总销量的 45%，出口额 20.95 亿美元，增长 57.1%；平均单价为 148 美元，同比下降 10.6%；OEM 形式占出口总量的 46%，空调出口额占我国家电出口总额的 30% 以上；进口仅为 10 万台，同比降低 30%。此外，去年我国电冰箱出口约 600 万台，占冰箱总销量的 30%，冰柜出口所占比重为 13%。

图 34：空调主要出口市场



资料来源：中金公司研究部

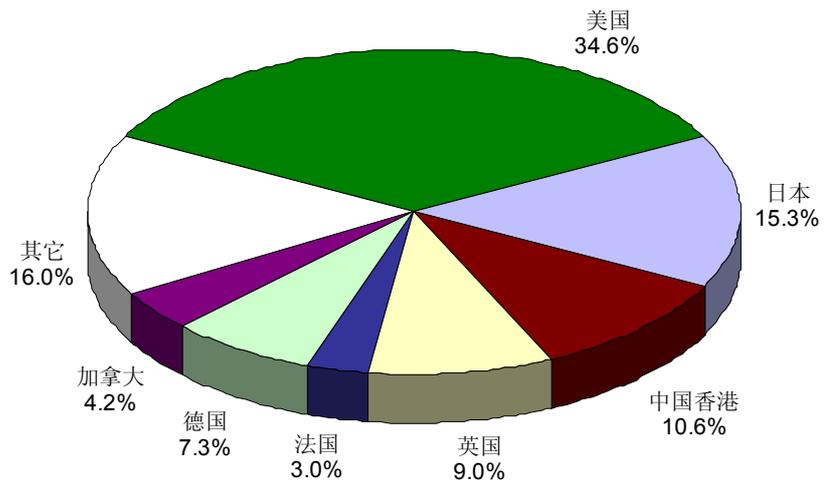
图 35: 空调主要出口市场量价对比



资料来源: 中金公司研究部

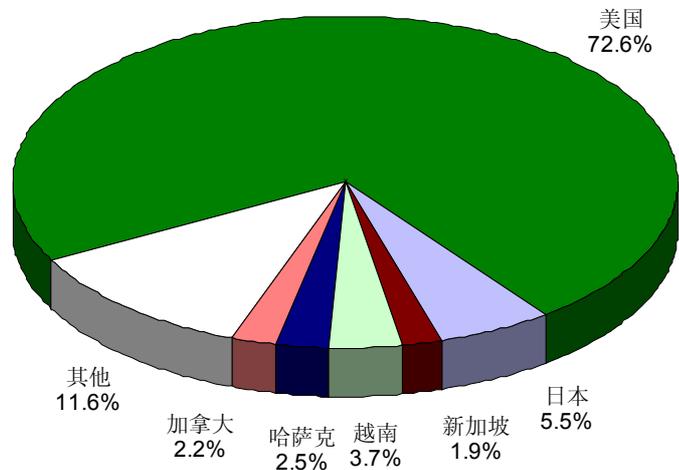
国际市场的空调需求结构大致为: 分体机 90%、窗机 7%、而柜机却从 50%骤降至 3%, 有退出市场之势。我国出口产品中 98%是分体挂机和窗机, 柜机只有 2%。柜式空调需求骤减缘于几大缺陷, 首先是成本高导致价格无竞争力; 其次, 相同功率的柜机噪音较分体机大得多; 第三, 柜机容易形成卫生死角, 并且将地下灰尘吹向空气中, 造成循环污染; 而且还占用居室面积, 造成空间浪费。所以, 柜式空调自投放市场以来, 需求逐年递减, 属于当前着力低价清理的产品。

图 36: 电冰箱主要出口市场



资料来源: 中金公司研究部

图 37: 冰柜主要出口市场



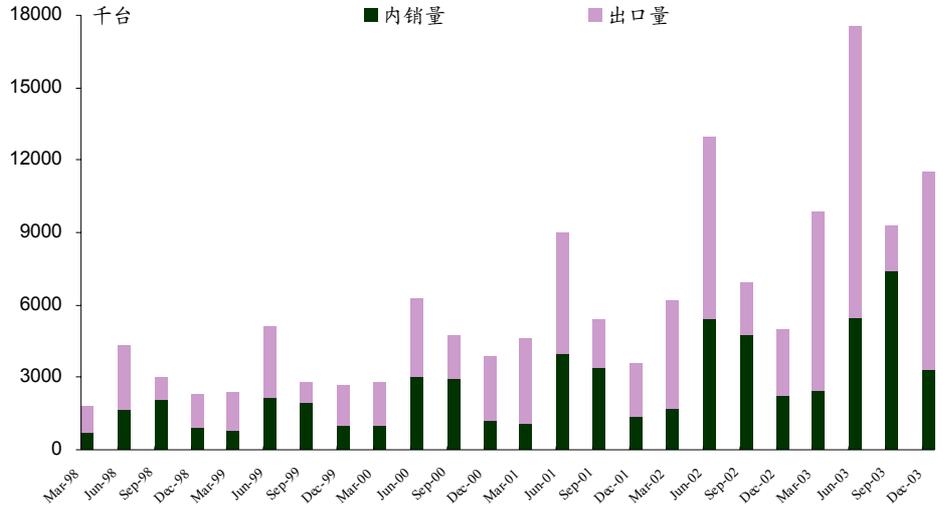
资料来源：中金公司研究部

积极开拓海外市场，扩大出口是家电产业增长的重要动力。一直以来，家电业庞大而且完善的生产配套体系支撑着中国家电产品在国际市场上的低成本低价格优势。OEM 贴牌加工为主要出口形式，尽管 OEM 贴牌出口本身获利微薄，但企业可以享受退税优惠，增加出口、扩大生产可以凸显规模经济优势，有利于单位成本降低，国内企业急欲进入海外市场，而外资企业也急于利用中国的低成本优势，因而导致家电业近年呈现大规模的合资动向。入世以后，欧盟对中国空调进口关税由 5.2% 下降至 1.6%，欧美地区已成为我国家电企业主要的海外市场，尤其在原材料价格暴涨时期，企业为化解成本风险而纷纷扩大生产规模，出口便成了消化产能增量的主力，成为盈利的重要来源，是拉动产业增长的第一动力。

居安而思危，自由贸易和贸易保护历来都是相辅相成的，世界上没有绝对开放的市场，在关税壁垒降低的同时，非关税壁垒的作用凸显。欧盟、美国和日本不断提高节能指标和废旧家电回收无害化标准，欧美国已将我国家电产品普遍使用的 R-22 型制冷剂列为禁用；欧盟拟在明年 8 月征收废旧家电回收费用，并要求中国企业承担历史出口产品的回收费，这对我国家电出口产生了不利的影响。

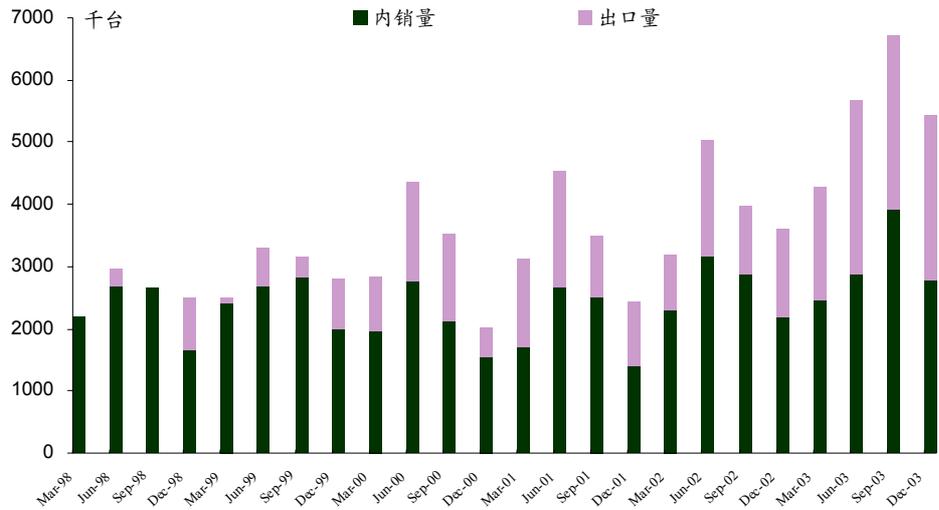
我国家电产品在海外市场持续量增价跌的形势已引发所在国的关注，去年就有阿根廷、特立尼达和多巴哥三国对我国空调出口实行反倾销措施，对中国空调设定价格下限，否则征收高额反倾销税。在出口取得良好业绩的同时，必须要看到潜在的危机，避免无序竞价，不要重蹈彩电和摩托车出口折戟沉沙的覆辙。

图 38: 空调内销与出口分季度比较



资料来源: 中金公司研究部

图 39: 电冰箱内销与出口分季度比较



资料来源: 中金公司研究部

今年伊始实施的降低家电产品出口退税率政策将对出口业务产生较大影响。95年出口退税率从16.63%下调至12.86%，出口增长率相应从44.2%降为8.8%；而99年出口退税率从12.56%上调至15.51%，致使出口增幅从-4.7%增为15.8%，由此可以预计，此次出口退税率降低4%，必将导致出口增长率明显降低。白色家电企业出口比重较大，且出口毛利受成本上涨和价格下滑的挤压已日趋微薄，出口退税成为企业出口盈利的一个主要来源。出口成本增加4%，并不能促使价格也相应提升，由于是典型的垄断竞争行业，无法实现行业价格的一致调整，率先涨价就意味着市场份额的丧失。中国产品在海外市场的竞争优势主要体现在价格低廉，

涨价必然会削弱竞争力，丧失市场，这是企业最不愿看到的。因此，降低退税率可能会对出口价格的下滑有所抑制，但远不足以抵消出口成本的增加。强势企业可以凭借规模优势降低成本，提高产品附加值化解风险；而弱势企业仅凭低价策略则很有可能亏损或被淘汰，所以，出口退税率的降低在客观上也起到了加速行业整合、净化市场、提升集中度的作用。

节能是企业生存发展的主题

在家电产品中，电冰箱的能耗仅次于空调，我国电冰箱的社会保有量达 1.3 亿台，高于空调保有量。冰箱作为唯一的全天耗电大件家电，几乎是每天都在使用，其耗电量约占居民家庭用电总量的 20%，因而节能潜力非常大，倡导节能是今后冰箱产业的发展主流。从 2003 年 11 月起，国家对电冰箱实施强制性节能新标准和能效标识，进入市场的冰箱产品（包括国产和进口）必须具备能效等级标识后方可销售。目前，冰箱节能除了加厚保温层之外，还有压缩机变频、真空绝热和多循环制冷三种主要技术，各有优势和不足。真空绝热节能效果最佳，但材料成本和技术成本高昂，产品价格不具竞争力；多循环制冷节能效果明显，然而频繁启动导致噪音较大；变频技术可以弥补高成本和噪音的缺陷，但对压缩机的技术要求提高，而我国冰箱企业基本无压缩机生产能力，多依赖外购或进口，冰箱产业进步的关键在于节能，这就要求企业必须具备变频压缩机的生产能力和技术。

能效标识制度的实施是一次重大的市场契机，其深远意义在于促进行业整合，淘汰一批不合标准的高能耗低效率产品，正式将冰箱节能推广从市场自愿行为转变为政府强制行为。96 年实行的冰箱无氟化曾使行业经历了一次彻底的清理，而此次节能新标准的实施将可能使全国 20 多个区域品牌退出市场。目前国际上已有 37 个国家制定了冰箱和空调的能效等级标准，作为我国主要出口产品，电冰箱实施此标准也是为了冲破技术壁垒，进入国际市场的需要，有利于市场潜力的拓展。今后，我国电冰箱产业的发展要求是：1) 冰箱生产全面推行强制性节能标准，进一步与国际标准接轨，要求节能化。2) 生活质量的提高要求实现多温区。3) 现代生活的节奏加快要求大容积、智能化。4) 新一代消费群体要求冰箱的时尚化。5) 健康生活意识的不断加强要求冰箱具有环保和抗菌的功能。

今后，我国家电行业的竞争会主要围绕价格和节能两大主题展开，价格与节能分别决定用户的购置成本和使用成本。同冰箱一样，空调也是能耗大户，随着家用电器的普及，居民用电占国家电力消耗总量的比重在不断增加，年增速超过 16%；其中，家用空调年耗电量在 400 亿千瓦时以上，随着空调保有量的提高，耗电量会进一步增加。空调负荷比重在高峰期高达 40%，尤其受温度影响较大，集中使用会导致电网压力过高，供应紧缺。今夏国内 19 省市出现的电力供应短缺的原因之一就是空调降温集中用电，这占到电力需求的四成；入冬以来，家用空调取暖用电亦显著增加，致使电力紧缺的局面再度显现。

究其原因并不在于空调数量多，而在于现有空调的能效水平过低。即使只将现有空调能效比提升 10%，则全国每年就可节约 37 亿千瓦时的电量，约 18 亿元；若进一步假设国内家用空调全部更新为变频式空调（目前城市市场占有比重约 20%），则每年可节省 111 亿千瓦时的电量。我国现阶段实行的空调合格能效比标准仅为 2.6，意味着消耗一度电可产生 2600 瓦的热量；如果将能效比提升至 5.2，

则消耗同等电量可以产生两倍的热量，或产生相同热量只须耗用一半的电量。目前，世界上已有几十个国家和地区采用能效标识制度，92年欧盟出台能效制度，使冰箱节能24%；99年日本施行能效制度，冰箱能耗降低17%，并且使变频式空调占有率达到95%，极大促进了高技术含量家用电器的社会需求。我国现行的空调能效标准多年未修改，空调节能技术没有明显进步，90年我国空调产品的能效比最高达到2.8，十年之后能效比最高也只达3.0；而日本在90年空调能效比最高为3.0，十年后已突破6.0。去年我国空调生产3165万台，其中能效比在2.8以下的约3000万台，约占全球低能效比空调产量的75%。在冰箱实施能效等级标准后，空调强制能效等级制度也蓄势待发，新标准有望在今年推出，现行2.6的合格能效比将被提高，届时，国内销售的国产和进口空调必须通过能效分级，低能效空调将被淘汰，变频节能空调将成为市场主力。

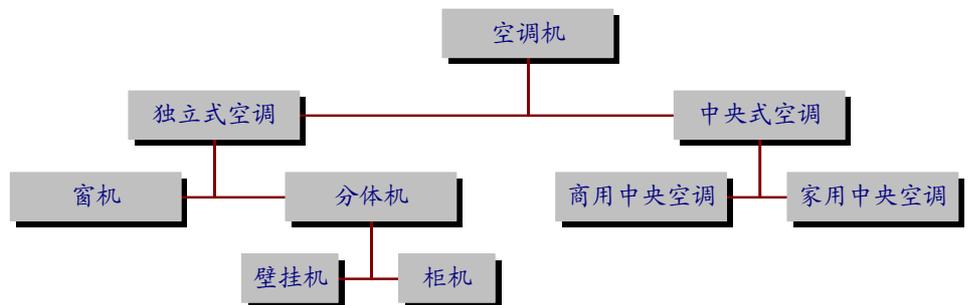
技术创新是提升产品价值，规避价格风险，推进产业整合的有效手段，而节能正是今后空调和冰箱产业技术创新的主题。随着消费市场的愈加理性，节能理念和技术日趋成熟，引领节能技术的产品竞争力增强，而无法实现节能技术的产品必遭淘汰，节能已成为企业生存发展的一道技术壁垒。能效等级标准的实施不仅有利于节约能源、降低使用费用，而且对于产业整合净化，抑制过度竞价，提升强势企业的竞争力具有积极的推动作用。

产业新增长点——中央空调

中央空调专业术语为“集中式空调”，是由主机和末端设备组成的空气调节系统，具有更强的空气温度和品质调节能力，由主机提供冷热源给末端设备，由末端设备对空气处理达到所需温度、湿度、气流和洁净度。中央空调按冷却方式可分为冷媒式、风冷式和水冷式，在我国市场分别占有 49%、30%和 21%的份额，其中冷媒式中央空调需求增幅最高，达到 15%。若按驱动能源可分为电制冷式和吸收式，吸收式驱动能源来自蒸汽、热水、燃油和燃气，溴化锂制冷机（溴冷机）是典型产品。以往，中央空调用于大户型公寓住宅或别墅、办公楼和宾馆等商用建筑，“旧时王榭堂前燕，飞入寻常百姓家”，随着建筑业与房地产业的发展，户式中央空调已经开始了在我国城市家庭普及，这为其带来了巨大的商机。美国家用中央空调的普及率在 70%以上，日本也超过 50%，而我国城镇家庭目前安装使用中央空调的尚不足 5%。2003 年国内中央空调需求增长 12%，其中北京、上海的需求增速在 70%—80%，可以预见，中央空调在我国有着巨大的市场潜力，必将成为新型的控温模式。

中央空调 40%以上的毛利率使得饱受价格战导致利润压缩之苦的空调厂商趋之若鹜，因而使得中央空调在我国发展迅速，生产企业多达 130 余家，年销售额约 80 亿元，行业总产值占世界同行业约 13%的比重，成为第三大中央空调制造国，其中，溴冷机产量居世界第二。然而，产品良莠不齐，而且在规模和技术上相差悬殊，业务收入达 2 亿元以上的企业只有 8 家。吸收式中央空调市场以双良、远大等几家国内企业主导，而电制冷中央空调则多为进口品牌，其核心部件——压缩机的技术完全由外资企业掌控，由于中央空调压缩机生产投入较高，因而国内企业无一例外的选择与外资合作生产，许多厂商为了快速进入市场，多采取外购压缩机和零部件的方式，而对于自有技术研发和创新投入较少，导致中央空调也出现了同质竞争和过度竞价的隐患。

图 40：空调款型分类示意



资料来源：中金公司研究部

除核心技术外，中央空调较高的资金投入、销售的不稳定以及较长的生产周期也提高了进入壁垒，产量不上规模，利润就无法保证，这决定了弱势企业难以涉足。此外，中央空调是个性化极强的产品，其安装设计必须参与建筑工程的具体方案和整体规划，营销和服务不同于任何家电产品，原有的零售渠道无法利用，营销主要依靠设计院或工程投标方的指标。中央空调的设计、安装、调试和检修等服务也是独特而专业的，这形成了其较高的进入壁垒和集中度水平。由于国内电力供应的日趋紧张以及天然气资源的开发利用，以热能为驱动能源的吸收式中央空调在我国市场前景看好，主要产品——溴冷机的市场比重接近 50%，且需求增长显著。从经济的角度举例分析，在一套建筑面积为 120 平方米的三室一厅住房中，装备单频空调的费用约为 2.1 万元，即 175 元/平方米；装备变频空调的费用为 2.5 万元左右，每平方米约花费 220 元；装备家用中央空调须花费 3 万元左右，即每平方米 250 元。若从购置费用看，家用中央空调最贵，但是中央空调最大的优点就是可以根据家庭人员的数目或实际使用情况调整使用面积，此外，变频空调的装机电量为 5.3 千瓦时，而家用中央空调只需 3.2 千瓦时，所以，在实际使用过程中，中央空调的使用费用较普通空调低得多。

上市公司推荐

通过比较国内白色家电上市公司的盈利能力、财务指标和估值水平，可以看出格力电器与科龙电器的业绩相对突出和稳健，较强的盈利能力和较高投资收益率以及低市盈率水平都凸显其投资价值。长期来看，随着行业环境的好转，竞争秩序的不断规范，强势企业的市场份额与行业主导力必将进一步增强，公司投资价值也将会得到提升，我们会分别对这几家优势公司做详尽的分析研究。

表 1: 白色家电上市公司主业构成

股票代码	股票简称	主营业务构成
600336	澳柯玛	冰柜43.3%，空调34.5%，冰箱9.9%，其它12.3%
600690	青岛海尔	空调51.3%，冰箱28.5%，冰柜6.8%，小家电4.5%，其它8.9%
600854	春兰股份	空调96.9%，洗衣机1.7%，冰箱1.4%
000521	美菱电器	冰箱及冰柜91.7%，洗衣机4.3%，空调3%，其它1%
000527	粤美的A	空调与小家电85.9%，电机及压缩机13.8%，其它0.3%
000651	格力电器	空调器100%
000921	科龙电器	空调43.5%，冰箱48.9%，冰柜3.4%，其它4.2%
600202	哈空调	空冷及空调92.2%，其它7.8%
600753	ST冰熊	冰柜60.7%，其它39.3%
600481	双良股份	中央空调机组90.7%，末端设备7.4%，其它1.9%

资料来源：公司年报、中金公司研究部

表 2: 白色家电上市公司盈利能力比较

股票简称	毛利率		营业利润率		净利润率		净资产收益率		每股收益(元)	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
澳柯玛	18.4%	19.6%	0.2%	2.1%	1.1%	2.1%	1.7%	2.9%	0.06	0.10
青岛海尔	14.5%	12.9%	5.2%	5.6%	3.2%	3.4%	6.9%	7.8%	0.46	0.50
春兰股份	18.5%	20.9%	3.4%	9.8%	1.9%	6.9%	2.0%	4.1%	0.12	0.23
美菱电器	16.7%	21.7%	-13.5%	0.3%	-14.1%	0.6%	-23.2%	0.8%	(0.47)	0.02
粤美的A	22.0%	25.4%	3.1%	3.6%	1.2%	1.4%	7.1%	7.0%	0.35	0.32
格力电器	17.1%	20.2%	3.7%	5.2%	3.4%	4.2%	15.5%	16.2%	0.63	0.55
科龙电器	27.3%	21.0%	4.3%	2.4%	3.3%	2.1%	7.2%	3.9%	0.20	0.10
哈空调	9.1%	21.0%	-30.0%	0.1%	12.2%	2.1%	5.4%	1.04	0.08	0.02
ST冰熊	18.0%	20.6%	-10.8%	-3.8%	-10.0%	6.4%	-8.0%	3.8%	(0.06)	0.03
双良股份	45.0%	47.4%	19.6%	20.4%	17.4%	17.5%	11.6%	31.3%	0.35	0.36

资料来源：公司年报、中金公司研究部

表 3: 白色家电上市公司财务指标比较

股票简称	资产负债率	应收款周转率	存货周转率	流动比率	速动比率
	2003	2003	2003	2003	2003
澳柯玛	66%	3.69	1.87	1.14	0.75
青岛海尔	21%	18.91	16.51	2.89	2.46
春兰股份	28%	3.33	5.66	2.36	1.72
美菱电器	62%	3.35	5.04	1.08	0.93
粤美的A	65%	14.85	5.70	1.09	0.71
格力电器	74%	19.10	8.11	1.13	0.93
科龙电器	68%	11.09	2.92	1.04	0.71
哈空调	39%	1.59	1.97	2.20	1.83
ST冰熊	74%	0.77	0.57	0.94	0.52
双良股份	23%	4.08	4.25	3.76	3.44

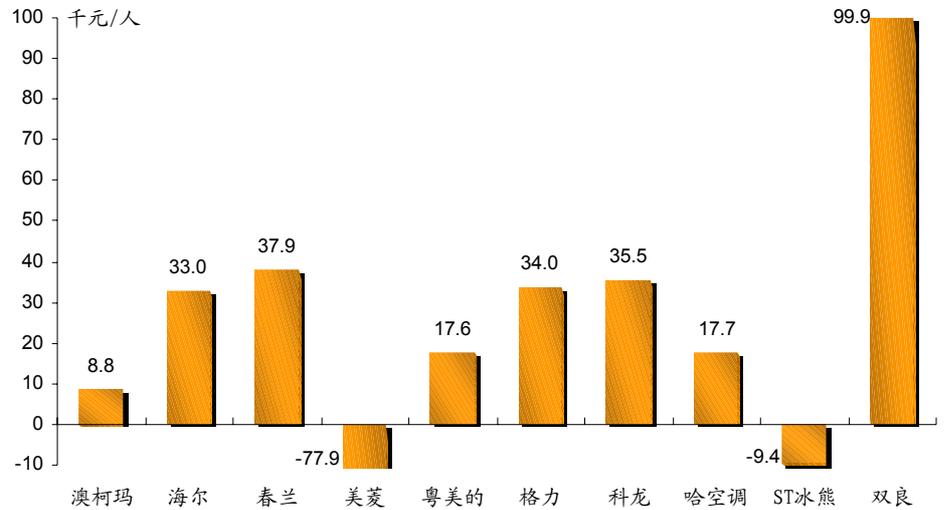
资料来源: 公司年报、中金公司研究部

表 4: 白色家电上市公司估值比较

股票简称	股价	流通A股 (百万股)	流通市值 (百万元)	每股收益(元)		每股净资产(元) 2003	市盈率 2003	市净率 2003
				2003	2002			
澳柯玛	6.10	90	549	0.06	0.10	3.55	100.0	1.7
青岛海尔	9.39	450	4225	0.46	0.50	6.76	20.4	1.4
春兰股份	6.81	198	1350	0.12	0.23	5.84	57.7	1.2
美菱电器	4.88	152	739	(0.47)	0.02	2.03	N.A	2.4
粤美的A	7.35	292	2143	0.35	0.32	4.90	21.0	1.5
格力电器	10.50	213	2236	0.63	0.55	4.05	16.7	2.6
科龙电器	6.96	195	1354	0.20	0.10	2.83	34.8	2.5
哈空调	7.48	101	754	0.08	0.02	1.52	91.2	4.9
ST冰熊	5.00	32	160	(0.06)	0.03	0.79	N.A	6.3
双良股份	8.76	80	701	0.35	0.36	3.02	25.0	2.9

资料来源: 公司年报、中金公司研究部

图 41: 上市公司人均实现利润比较



资料来源: 中金公司研究部、公司数据

表 5: 主要白色家电上市公司财务指标

	格力电器	青岛海尔	科龙电器	粤美的A	春兰股份	双良股份
营业毛利率	17.6%	14.7%	27.3%	22.1%	18.6%	45.1%
营业利润率	3.7%	5.2%	4.3%	3.1%	3.4%	19.6%
净利润率	3.4%	3.2%	3.3%	1.2%	1.9%	17.4%
成本费用利润率	4.1%	4.4%	3.7%	2.8%	2.8%	23.7%
净运用资本周转率	11.0	5.2	11.8	31.9	1.9	1.3
总资产报酬率	4.4%	7.0%	3.7%	5.2%	2.4%	13.7%
流动比率	1.1	2.9	1.0	1.1	2.4	3.8
速动比率	0.9	2.5	0.7	0.7	1.7	3.4
现金比率	0.2	0.6	0.4	0.2	0.2	2.6
应收账款周转率	2.5	4.8	2.9	4.8	1.9	2.7
存货周转率	8.1	16.5	2.9	5.7	5.7	4.3
营业周期	186	97	248	139	257	219
资产负债率	73.5%	20.8%	67.7%	64.7%	28.5%	23.0%
净资产收益率	16.1%	6.9%	7.5%	7.3%	2.0%	17.1%
流动资产周转率	1.5	3.1	1.1	2.5	1.3	0.8
每股收益	0.63	0.46	0.20	0.35	0.12	0.35
每股净资产	4.05	6.76	2.83	4.90	5.84	3.02
每股经营现金流	0.26	0.36	1.02	3.43	(0.05)	0.53
每股股利	0.33	0.25	0.00	0.12	0.05	0.30
股利分派率	52.5%	54.0%	0.0%	34.7%	42.2%	85.6%
市盈率	16.7	20.3	34.1	21.2	57.5	25.0
市净率	2.6	1.4	2.5	1.5	1.2	2.9
EV/EBITDA	6.7	12.0	19.4	11.0	30.9	15.1
现金分红收益率	3.1%	1.8%	0.0%	1.6%	0.7%	3.4%

资料来源：中金公司研究部



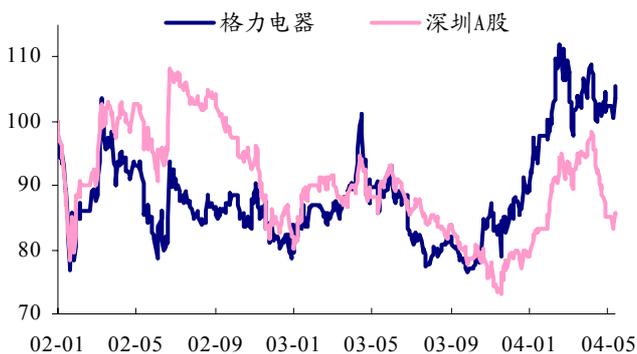
格力电器 (000651/10.50 元)

强者恒强

主要财务指标

股票价格: 10.50	深圳A股指数: 426.98			
(百万元)	2002A	2003A	2004E	2005E
主营业务收入	7,030	10,042	12,418	14,079
(+/-)	6.7%	42.9%	23.7%	13.4%
营业利润	367	372	440	488
(+/-)	13.4%	1.3%	18.3%	11.0%
净利润	297	337	374	414
(+/-)	13.7%	13.5%	10.9%	10.8%
全面摊薄每股收益(元)	0.55	0.63	0.70	0.77
市盈率	18.97	16.72	15.07	13.61
EV/EBITDA	7.63	6.75	5.77	4.88
净资产收益率	15.9%	16.1%	16.5%	16.7%
现金分红收益率	3.0%	3.1%	3.5%	3.9%

近期股价表现



资料来源：彭博资讯

要点:

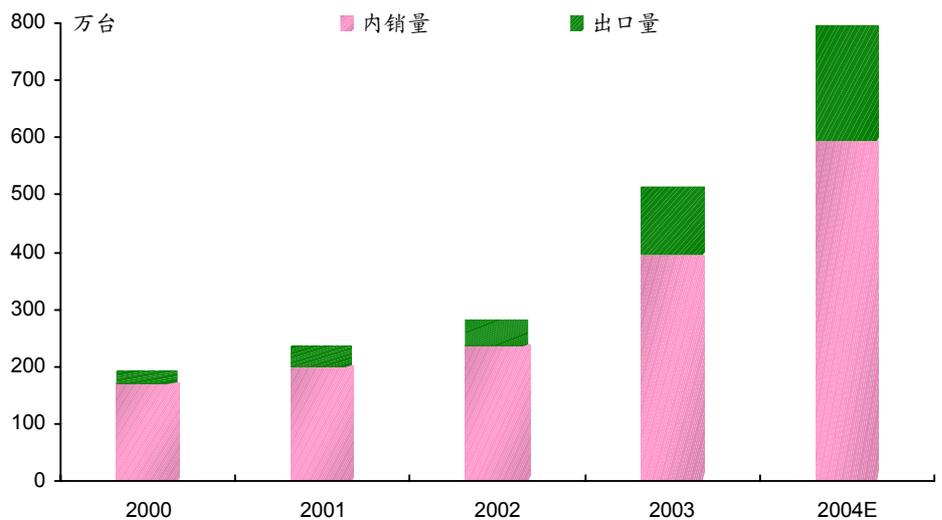
- 作为国内最大的空调生产企业，格力电器在空调研发、制造和销售方面均处于行业领先地位。珠海本部四期工程和重庆基地二期工程投产后，年产能扩展至 1000 万台，并增强了中央空调生产能力。中央空调的高利润率与市场潜力必将对公司盈利增长产生推动作用。
- 产品的质量和信誉保证使得应付账款较多而应收账款少，现金流充沛，公司多年来停止向银行贷款，财务费用要明显低于同类企业，卓越的现金管理能力使净资产收益率保持较高水平。
- 公司专注于空调业务，技术和质量的优势保证了产品相对较高的价格水平。公司不过多依赖专业连锁零售商，而是侧重固有营销渠道的建设，因而具有较强的价格自主权，不受制于零售商的价格压力，产品价格保持相对稳定。
- 偏重传统营销模式导致公司营业费用和管理费用的增加，并加大了市场份额遗失的风险。公司零配件自产比重大，外购和委托加工少，造成生产成本偏高。格力通过扩大产能，利用规模效应化解成本压力。
- 尽管原材料成本的上涨与出口退税的减少压缩了利润率水平，但出口业务增长显著，所占比重持续攀升，成为盈利增长的主力，出口退税率降低亦可抑制海外市场过度竞价，有助于出口价格稳定，因而利润率不会延续走低的趋势。
- 鉴于公司目前较低的市盈率水平、相对较高的现金分红比率与净资产收益率，我们认为股价下跌的可能性不大；但由于股价前期涨幅已超过 30%，故而短期内上升空间亦有限，所以我们做出对格力电器“审慎推荐”的投资评级。

最专业的空调生产企业

格力电器是国内生产规模最大的空调企业，拥有珠海本部、江苏丹阳、重庆和巴西四大生产基地，员工 1.5 万余人。公司前身是珠海冠雄塑胶厂和珠海海利空调厂，两厂合并建立格力空调器厂，原“海利”品牌更名为“格力”。公司成立首年产量不足 2 万台窗式空调，次年增至 12 万台；一期技改工程后，产能扩大到 100 万台/年，二期技改竣工后，年产能达 250 万台，单产规模当年跃居世界第一；三期工程后，产能达到 400 万台/年，配套生产体系更趋完善；去年底四期工程投产使公司年产能增至 650 万台，尤其是增强了中央空调生产能力；今年四月重庆基地二期工程投产，空调总产能可跃升至 1000 万台。此外，公司还拥有 170 多个实验室，每年的研发经费投入超过 5000 万元。格力空调通过了巴西节能检测，并获免检资格，格力实验室也获得认证资质，这意味着公司的产品和技术得到国际认可。珠海格力集团为公司控股股东，持有 50.28% 的法人股，此外，格力房产公司与珠海华声实业公司也分别持有 8.38% 和 1.67% 的法人股。

2003 年格力电器实现主营业务收入 100.42 亿元，同比增长 42.9%；净利润为 3.37 亿元，同比提升 13.5%；每股收益 0.63 元，较上一期增加 0.08 元。国内销售 396 万台，同比增长 66%，价格有 20% 的降幅；出口量 120 万台，增长 1.73 倍，出口均价下跌 10%。2004 年一季度，内销空调 76.6 万台，同比增长 68%；出口 44 万台，增幅达 67%，价格均有下降。格力电器在空调研发、制造、销售方面均处于行业领先地位，拥有包括家用空调、中央空调及商用空调在内的 15 类、50 个系列、1500 多个规格的产品，市场占有率达到 14%，中央空调业务的高利润回报率和市场潜力将会对公司盈利增长产生推动作用。

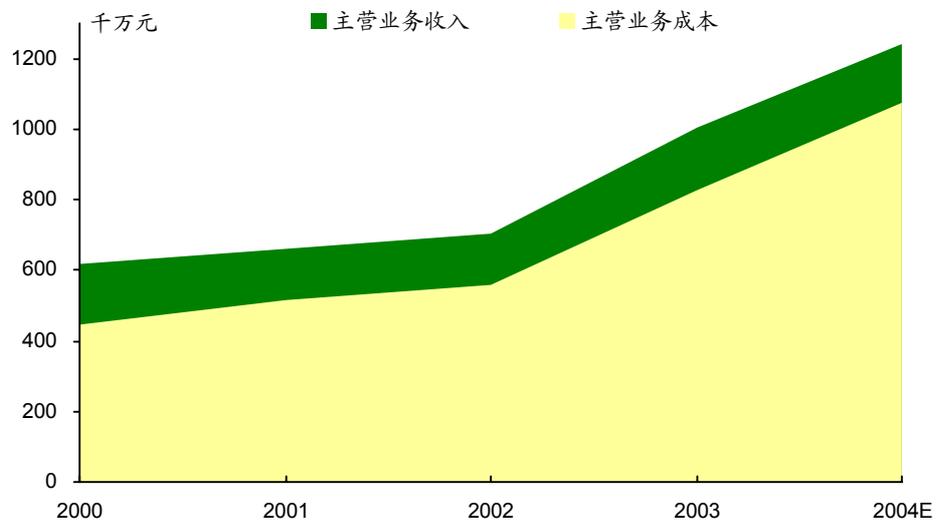
图 42：格力空调历年销售量



资料来源：公司数据、中金公司研究部

自 95 年以来，格力电器连续九年空调产销量、销售额和市场占有率居全国首位，成为珠海市的支柱企业，位居中国工业企业百强。公司曾获得欧洲企业家协会授予的第 22 届“国际最佳品牌”奖；并被国家工商总局评为中国驰名商标，被国家外经贸部列入“重点支持和发展的名牌出口商品”。2001 年，被国家质检总局评为“首批产品质量免检企业”，并获“WQC 国际之星金奖”；2002 年第二次入选《财富》“中国企业百强”，并被国家税务总局授予“中国上市公司纳税百强”；格力电器也是唯一进入海关总署“进出口企业红名单”的空调生产企业。

图 43：历年主营业务利润



资料来源：中金公司研究部、公司数据

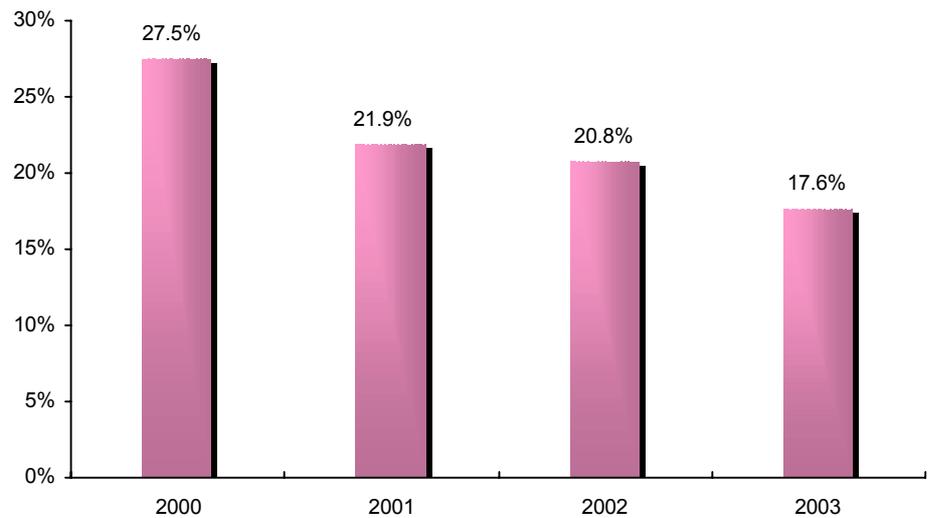
产品价格相对高位稳定

由于产品较高的质量和信誉保证，使经销商多采取先付货款后提货的方式，因而公司预收款较多，而应收账款少；供应商也多先供货后结算，导致应付账款多，预付款少，所以现金流相当充沛。丰富的货币资金使公司自 97 年以来就停止向银行贷款，财务费用明显低于同类企业。公司用“格力”一个品牌全面覆盖高中低端市场，由于专注于空调业务，其技术和质量优势保证了产品相对较高的价格水平。格力电器不同于其它同类企业过多依赖专业连锁零售商，而是侧重传统批发商的营销渠道建设，与各地区经销商组成股份制销售公司形成遍布全国的 761 家专卖店，充分利用固有渠道资源，使得公司在产品价格上具有较强的自主权，不受制于专业零售商的价格压力。目前，通过国美、苏宁等家电专业卖场的营业额仅占公司国内销售收入的 10% 左右，因而长期以来，格力空调在行业价格持续走低的大环境下仍能保持相对稳定。

独特的经销模式增加了成本和费用

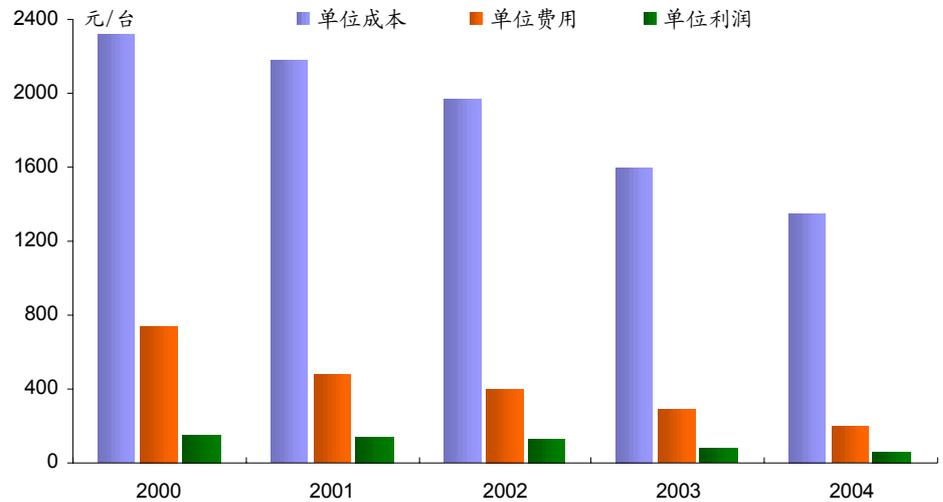
从生产厂库房—代理商仓储—零售商配送中心的传统营销渠道必然增加了公司的营业费用，近年来不断压缩的行业利润空间已使格力电器无力再满足长链条中间代理环节的利润要求；此外，弱化专业连锁家电零售渠道相当于在很大程度上放弃了城市一级的市场需求，对品牌价值造成负面影响。现今，各强势企业纷纷强化与家电连锁零售渠道的直供协作，通过缩短销售路径实现降低费用，通过薄利多销来消化膨胀的产能，因此，格力独特的经销模式客观上增加了中心城市市场份额遗失的风险。意识到家电流通渠道的变革，格力也正在开始加强与专业零售商的协作，减少中间代理环节，增大直供零售的比重；同时，增持 20 多家地区销售子公司的股份，更换管理人员，强化对固有营销网络和传统批发代理的管理，规定今后销售子公司不再保留利润分成，只得到相应的劳务费用，使以盈利为目的的区域代理商变革为非盈利性质的营销机构，实现了减少销售环节，直面终端市场的效果。2003 年格力空调单位成本同比降低 18.8%，单位费用同比下降 27.8%。

图 44: 历年销售毛利率



资料来源：中金公司研究部、公司数据

图 45: 单位产品指标比较



资料来源: 中金公司研究部、公司数据

公司一向对关键部件生产技术控制严格, 零配件自产比重大, 外购和委托加工少, 并且设立行业内唯一的一家筛选分厂, 对外购原材料和零部件质量进行检测。这一方面有效控制了技术外流, 并且能够确保产品质量, 但另一方面也导致了较高的生产成本。公司通过不断扩大产能, 增强规模效应化解高成本风险, 重庆基地二期工程投产后, 年产能可达千万台; 继续加强中央空调业务, 该项业务目前约占公司销售收入 6% 的比重, 目标是实现收入 30 亿元。除此之外, 格力电器有自产空调压缩机的计划, 以实现生产成本的有效降低。

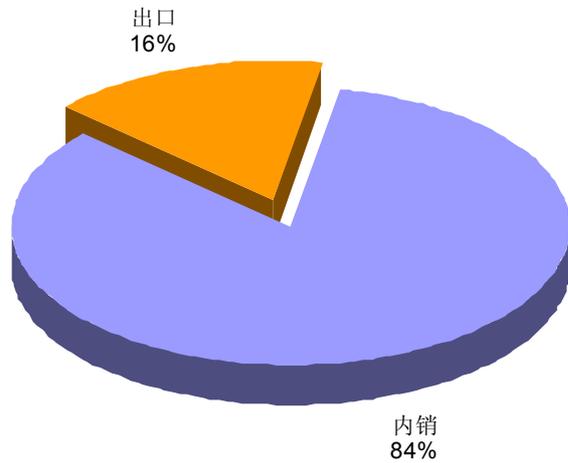
出口业务继续向好

格力空调出口量占总销售量 23% 的份额, 出口产品以 OEM 贴牌加工为多 (约占出口量 60%)。公司一直将欧洲和美洲作为主要出口市场, 出口产品约 50% 面向欧盟市场, 由于欧盟国家对于进口空调的技术含量和质量性能有严格的规定, 因而进入壁垒高, 市场竞价现象不突出, 价格比较稳定; 格力空调出口美国年增幅均在 100%, 而且已进入加拿大与墨西哥市场; 在意大利市场, 格力空调市场占有率突破 60%, 在西班牙的占有率超过 30%; 公司在巴西的生产基地产销势头良好, 产品已延伸至南美许多国家市场。去年, 格力空调出口突破 120 万台, 出口所占比重提升 7.65 个百分点, 今年出口形势继续看好, 一季度出口量显著增长, 自有品牌的出口比重有所提升。

今年伊始降低家电出口退税率, 会造成公司出口成本增加。由于竞争行业无法做到价格统一上浮, 因此出口利润遭受挤压。但是从另一方面看, 出口盈利减少可以抑制国内企业在海外市场的低价竞争。为避免海外市场反倾销, 国家新近也规

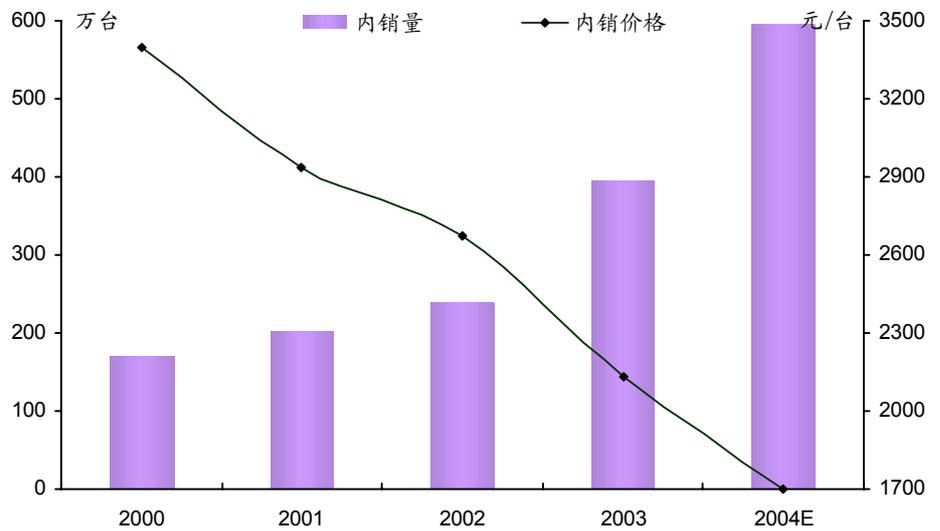
定了家电产品出口的最低限价，这些举措的实施有助于今年格力空调出口价格继续保持稳定。

图 46: 内销与出口毛利比重



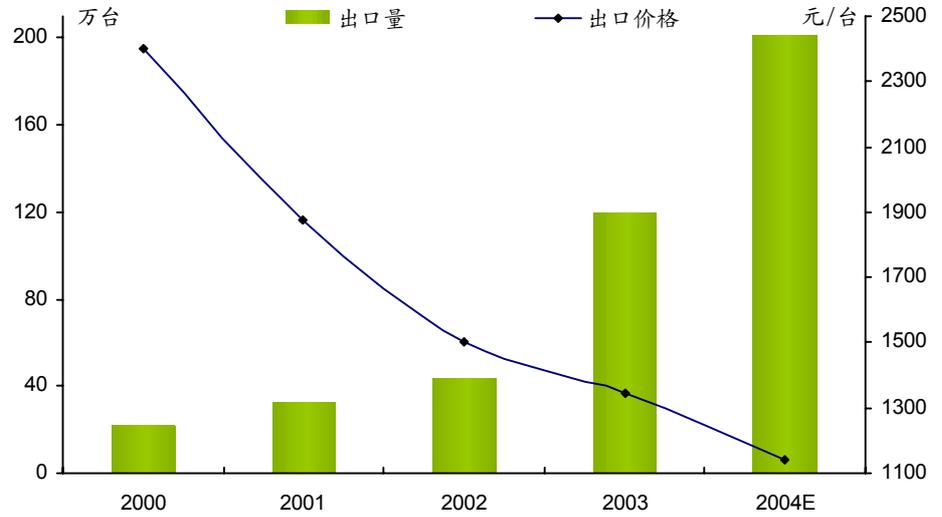
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 47: 历年内销量与价格



资料来源：中金公司研究部、公司数据

图 48: 历年出口量与价格



资料来源: 中金公司研究部、公司数据

表 6: 分季度财务指标

(人民币百万元)	1Q2003	2Q2003	3Q2003	4Q2003	1Q2004
主营业务收入	1617.77	3190.06	2735.72	2498.83	2146.34
同比增长	60.4%	29.5%	40.9%	54.7%	32.7%
主营业务成本	1245.03	2575.47	2343.92	2113.63	1779.89
同比增长	48.9%	22.1%	66.0%	74.6%	43.0%
主营业务税金	6.74	20.53	17.26	2.10	0.79
主营业务利润	366.00	594.06	374.53	383.09	365.66
同比增长	124.4%	71.6%	-26.7%	-4.8%	-0.1%
主营业务利润率	22.6%	18.6%	13.7%	15.3%	17.0%
其他业务利润	18.56	21.25	29.15	21.17	58.57
营业费用	262.66	403.64	230.57	324.18	263.69
同比增长	277.7%	184.3%	-39.3%	-9.4%	0.4%
管理费用	48.18	102.17	63.98	54.44	83.65
同比增长	15.2%	-8.5%	123.3%	-1383.8%	73.6%
财务费用	-7.77	-10.53	-21.61	-13.76	-16.99
同比增长					118.7%
营业利润	81.49	120.04	130.73	39.41	93.89
营业利润率	5.0%	3.8%	4.8%	1.6%	4.4%
投资收益	0.20	14.85	0.00	2.01	-0.97
补贴收入	0.74	0.10	1.73	1.70	1.43
营业外收入	0.59	1.72	0.66	4.18	0.80
同比增长	-92.3%	-126.7%	-73.2%	-283.2%	35.3%
营业外支出	0.75	0.43	1.12	3.01	1.31
同比增长	28.7%	-47.0%	-80.4%	-57.0%	74.8%
利润总额	82.28	136.28	132.01	44.29	93.84
所得税	12.38	20.70	19.87	6.25	14.71
少数股东权益	-0.45	-0.42	-0.42	-0.32	1.08
同比增长	-220.6%	-117.1%	-154.1%	-149.7%	-338.5%
净利润	70.35	116.00	112.56	38.36	78.05
同比增长	19.5%	5.4%	10.0%	49.9%	11.0%
净利润率	4.3%	3.6%	4.1%	1.5%	3.6%
每股收益(元)	0.131	0.216	0.210	0.071	0.145

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

表 7: 盈利预测与财务指标

(人民币百万元)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
损益表					
主营业务收入	6,588	7,030	10,042	12,418	14,079
主营业务成本	(5,145)	(5,568)	(8,278)	(10,735)	(12,171)
主营业务利润	1,417	1,423	1,718	1,678	1,902
营业费用	(973)	(949)	(1,221)	(1,143)	(1,295)
管理费用	(159)	(178)	(269)	(435)	(493)
财务费用	17	34	54	75	109
营业利润	323	367	372	440	488
利润总额	323	354	395	448	496
净利润	261	297	337	374	414
现金流量表					
经营活动产生之现金流	(32)	736	139	2,094	825
投资活动产生之现金流	(157)	(108)	(433)	(272)	(362)
融资活动产生之现金流	(120)	(162)	(173)	(180)	(196)
货币资金增加额	(309)	465	(467)	1,642	266
资产负债表					
货币资金	1,303	1,765	1,298	2,939	3,206
应收款项	3,556	3,529	4,389	2,929	3,320
存货净额	1,112	844	1,196	1,699	1,927
固定资产净值	552	596	956	1,205	1,422
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付款项	4,518	4,437	5,371	6,012	6,816
股东权益	1,729	2,007	2,172	2,369	2,587
总资产	6,958	7,144	8,289	9,132	10,255
财务指标					
营业毛利率	21.9%	20.8%	17.6%	13.6%	13.6%
净利润率	4.0%	4.2%	3.4%	3.0%	2.9%
成本费用利润率	5.2%	5.3%	4.1%	3.7%	3.6%
净运用资本周转率	6.9	7.1	11.0	15.2	17.0
总资产报酬率	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%
流动比率	1.18	1.20	1.13	1.12	1.11
速动比率	0.97	1.04	0.93	0.87	0.85
现金比率	0.25	0.35	0.21	0.44	0.42
应收账款周转率	2.5	2.0	2.5	3.4	4.5
存货周转率	3.8	5.7	8.1	7.4	6.7
营业周期	238	245	186	155	134
资产负债率	74.7%	71.6%	73.5%	73.8%	74.5%
净资产收益率	15.6%	15.9%	16.1%	16.5%	16.7%
流动资产周转率	1.2	1.1	1.5	1.7	1.8
每股收益	0.49	0.55	0.63	0.70	0.77
每股净资产	3.22	3.74	4.05	4.41	4.82
每股经营现金流	-0.06	1.37	0.26	3.90	1.54
市盈率	21.58	18.97	16.72	15.07	13.61
市净率	3.26	2.81	2.60	2.38	2.18

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

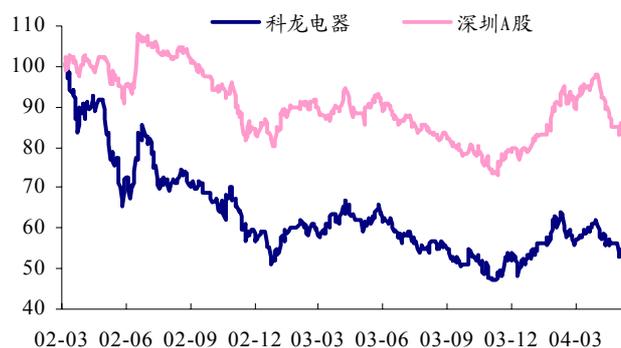


科龙电器 (000921/6.96 元) 挥斥方遒

主要财务指标

股票价格: 6.96	深证A股指数: 426.98			
(百万元)	2002A	2003A	2004E	2005E
主营业务收入	4,878	6,168	11,455	15,630
(+/-)	11.3%	26.4%	85.7%	36.5%
营业利润	115	265	546	774
(+/-)		130.4%	105.9%	41.7%
净利润	101	202	370	562
(+/-)		99.6%	83.0%	51.8%
全面摊薄每股收益(元)	0.10	0.20	0.37	0.57
市盈率	68.17	34.15	18.66	12.29
EV/EBITDA	18.29	19.40	5.58	4.06
净资产收益率	4.0%	7.5%	12.4%	16.6%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	2.4%	3.7%

近期股价表现



资料来源：彭博资讯

要点:

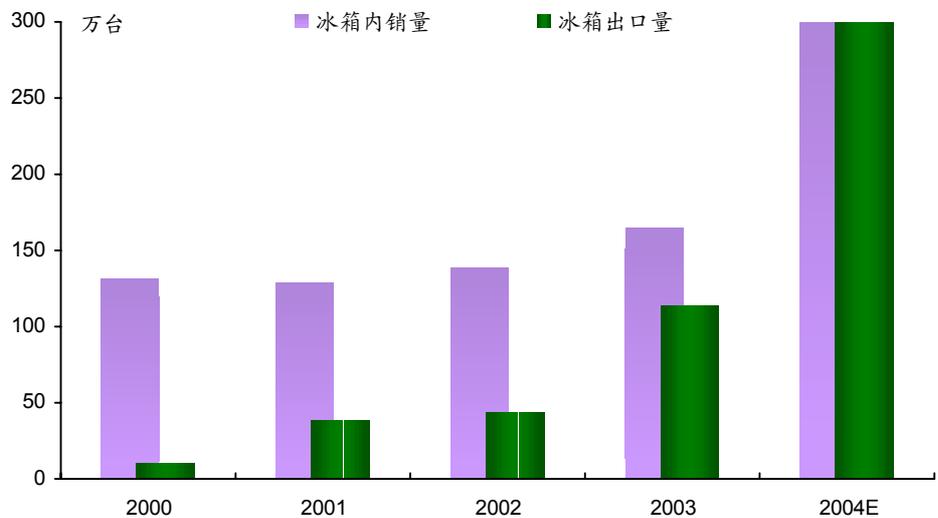
- 作为国内最大的制冷家电企业，在格林柯尔财团入主后，科龙电器实现了战略转型和根本变革，公司盈利实现扭亏增盈，产销量创历史新高，出口增长尤为强劲。
- 转型后的科龙电器实行原材料公开招标采购和扩大产能的策略，生产成本得到有效降低，营业费用和管理费用也显著减少。
- 公司实行独特的多品牌战略，面向不同层次消费群体，全面覆盖市场。减少中间批发环节，侧重与家电连锁零售商的直供合作，用成本下降的空间回馈经销商，更多的销售科龙产品，对同类企业形成有力冲击，市场份额迅速扩大。实现营销服务网络的互联互通，使网点数目、服务面积和服务效率得到提升，降低了单位营业费用。
- 实现各收购品牌之间的技术共享，利用技术统合加强产品的技术竞争力，技术领先使科龙在高附加值产品上处于主导地位。公司产销量增长的背后是许多小品牌份额的减少甚至丧失，大大推进了产业整合的步伐。
- 出口业务增长迅猛，已成为拉动公司盈利增长的重要动力。国内销售快速增长，开发新产品激发乡村市场需求潜力。
- 鉴于公司目前较高的市盈率水平和较低的净资产收益率，我们认为股价短期上涨空间有限；但基于对公司今后盈利显著增长和在产业整合中主导地位的乐观预期，我们做出对科龙电器“短期中性、长期推荐”的投资评级。

最大的电冰箱制造企业

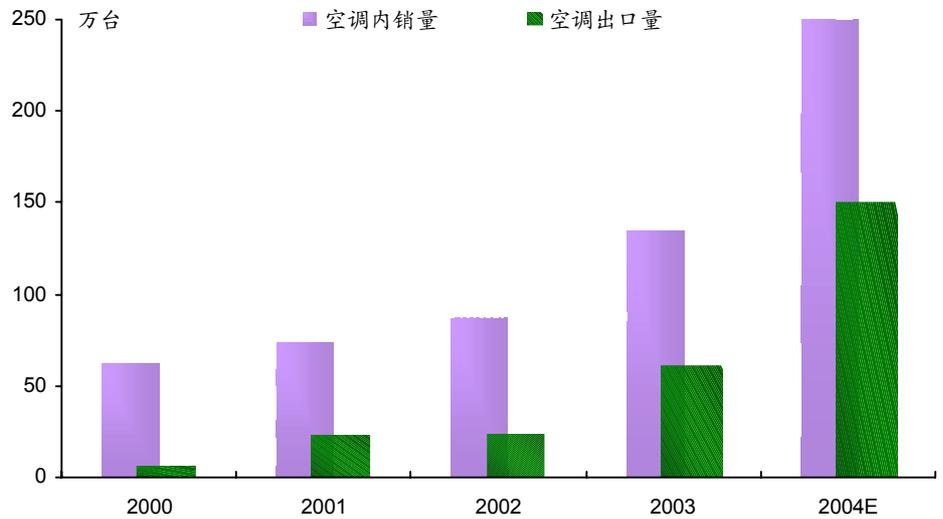
科龙电器是国内规模最大的制冷家电生产企业之一，拥有年产 800 万台冰箱及 450 万台空调的生产能力，2003 年公司产销电冰箱 280 万台，空调 197 万台，冷柜 16 万台，其中电冰箱的市场占有率达到 27%，连续十年全国第一。公司前身是 84 年创立的广东珠江冰箱厂，是中国最早的电冰箱生产企业之一，科龙电器 96 年发行 H 股 88200.7 万股上市后，于 99 年又在深圳发行 11000 万股 A 股。公司曾被“世界经济论坛组织”誉为全球新兴市场百家最佳企业，也被《财富》评选为中国上市公司百强。

科龙电器于 2001 年底通过法人股股权转让的方式，引入格林柯尔财团为第一大股东，持股比例为 20.64%，顺德市经济咨询公司与信宏实业公司也分别持有 6.92% 和 5.79% 的法人股。格林柯尔入主后，科龙实现了战略转型和根本变革，2002 年赢利扭亏，2003 年产销量持续增长，并创历史新高。出口增长尤为强劲，去年科龙冰箱出口量同比增长 1.6 倍，出口额增长 1.3 倍；空调出口量增长 1.6 倍，出口额增长 1.2 倍，市场覆盖七十五个国家和地区，出口成为盈利增长的主要动力。

图 49：科龙冰箱历年销售量



资料来源：公司数据、中金公司研究部

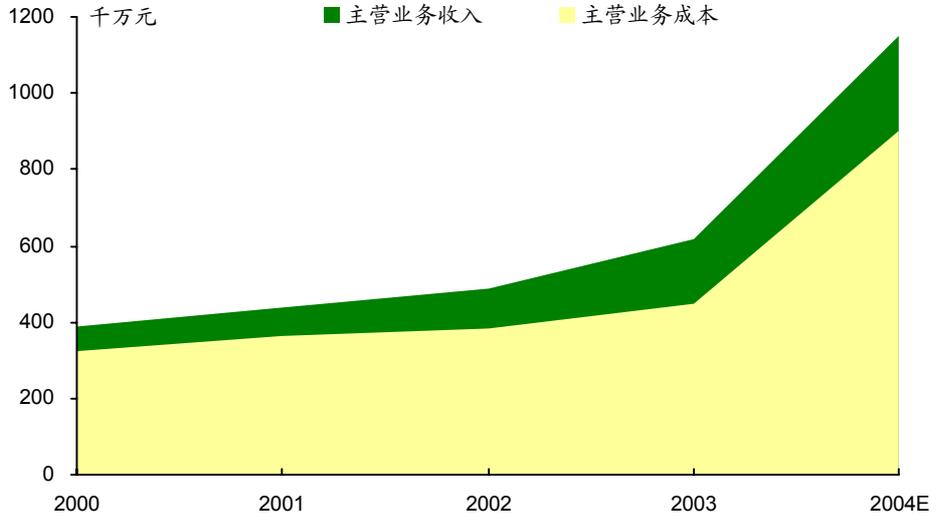
图 50: 科龙空调历年销售量


资料来源: 公司数据、中金公司研究部

扩大产能和招标采购降低成本费用

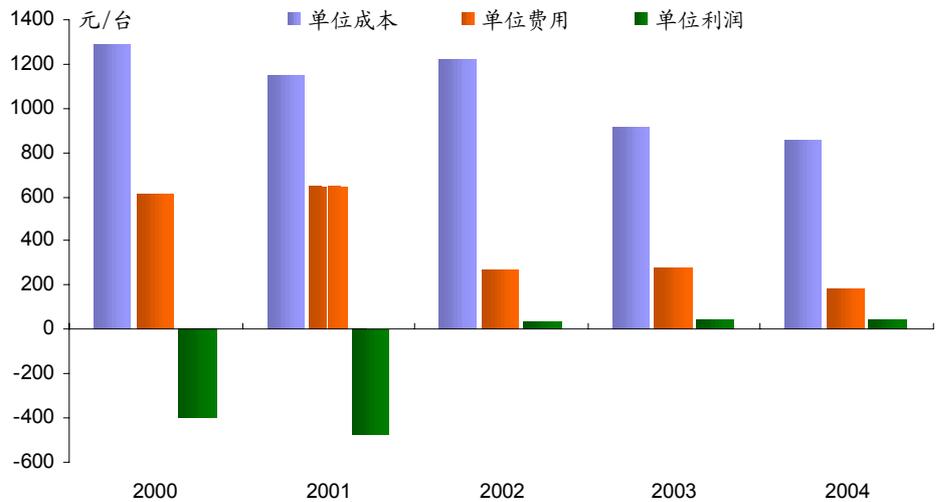
公司 2003 年实现主营业务收入 61.68 亿元, 同比增长 26%; 净利润为 2.02 亿元, 同比提高近一倍; 每股收益达到 0.2 元, 较上年增加 0.1 元。转型后的科龙电器全面实行原材料公开采购招标制度, 并与美菱电器联合进行规模化采购, 提高了议价能力, 化解了原材料涨价的不利影响, 有效降低了生产成本; 此外, 产能的扩大进一步凸显低成本优势, 2003 年空调单位成本同比降低 42%, 冰箱单位成本降低 15%, 冷柜单位成本降低 10%。同时, 由于公司加强了对营销网络和管理体制的改革, 使得单位产品营业费用和管理费用同比未见明显增加。

图 51: 历年主营业务利润



资料来源: 中金公司研究部、公司数据

图 52: 单位产品指标比较



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

格林柯尔财团以科龙为发展平台, 开始了中国冰箱产业的整合。2002 年 9 月收购吉诺尔电器资产; 12 月收购上菱冰箱和远东阿里斯顿冰箱生产线; 五个月后控股杭州西冷冰箱厂; 2003 年 6 月投资 1.5 亿美元在扬州建设年产能超过 300 万台的冰箱出口生产基地; 紧接着便是控股美菱电器; 此外, 还在珠海建设年产 280 万台冰箱出口生产基地, 该基地的建成投产将使科龙在非压缩式冰箱领域占据主流地位; 并且计划投资 3.6 亿美元在南昌建设年产值达 40 亿元的生产基地。由于产能扩大而导致规模效益显著, 使得科龙冰箱的单位成本可较同类企业低 150 元/台左右。今年一季度公司实现冰箱国内销售同比增长 5%, 出口大幅增长约 1.6 倍;

空调内销同比增长 85%，出口大幅增长约 2.9 倍；冷柜内销同比虽然减少近 2%，但出口却显著增长 1.3 倍；出口业务的显著提升可以充分消化膨胀的产能，从而更加凸显规模经济与低成本优势。

独特的多品牌战略

面对整合后的众多品牌，科龙实施了独特的多品牌战略。多品牌运作虽有分散品牌影响力的风险，但若运作得当则可以达到提高市场覆盖率和扩大份额的效果。科龙电器推出科龙、容声、华宝和康拜恩四个品牌，分别面向不同层次的消费群体，全面覆盖市场。在众多冰箱企业激烈角逐城镇高端市场的时候，公司推出“康拜恩”冰箱，以较高的性能价格比，迅速铺开乡村和城镇低端市场，首年销量就已近百万台，并创下单日销售 4.7 万台的纪录，实现约 10% 的市场份额。科龙也从未放弃对高端市场的争夺，通过以价格作为突破点，旗下的“科龙”和“容声”冰箱较市场同级产品拉开了 500 至 1000 元的价差，凭借成本优势和高性价比确保了产品在高端市场的份额。2003 年，“科龙”、“容声”和“康拜恩”三个品牌冰箱的市场份额超过 27%，位居行业头甲；空调的市场占有率达到 11%，也进入行业前五强。

表 8：空调市场活跃品牌评价

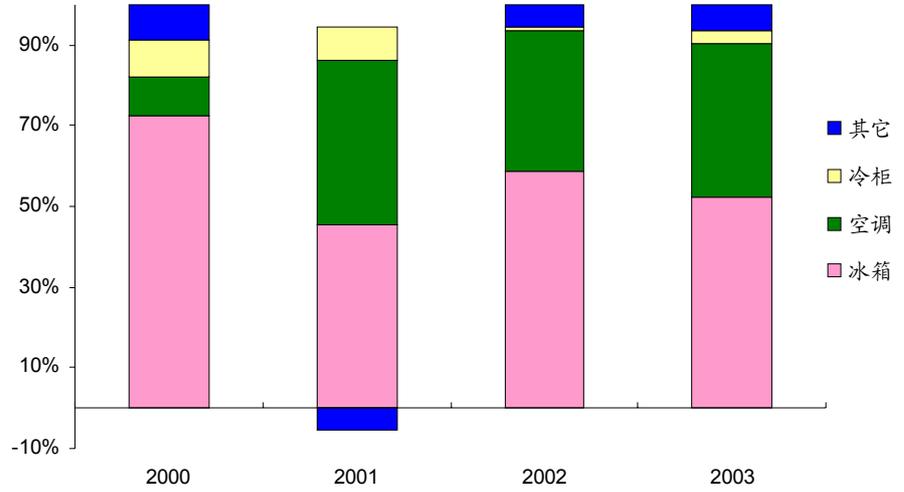
	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
消费者质量认同度	康拜恩	海信	新科	志高	奥克斯
消费者广告印象	奥克斯	海信	志高	康拜恩	新科
经销商主推意向	康拜恩	奥克斯	海信	新科	志高

资料来源：国务院发展研究中心

通过直接向终端销售商供货，减少了中间环节，费用明显降低，增大了价格下调的空间。有效的利用规模优势和劳动力资源以及完善的产业配套体系降低生产成本，用成本下降的空间回馈经销商，确保其获得高于其它品牌的回报，促使更多的经销商销售科龙的产品，这对充斥乡村市场的诸多小品牌形成有力冲击，因而得以迅速扩大份额。目前，科龙电器的零售网点数目同比增长一倍以上，国内市场覆盖率已达 76%。

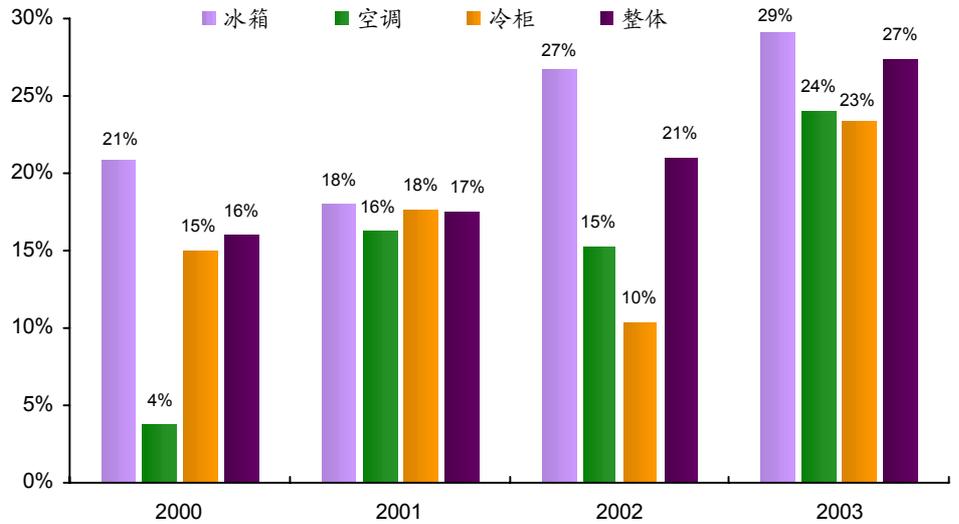
多品牌战略还体现在科龙与美菱的技术共享。分立多循环是科龙的技术专利，而美菱的纳米技术也独具优势。科龙购并美菱以后，仍保留“美菱”品牌，而且利用技术统合更加强了产品的技术竞争力。整合众多企业之后，科龙实现了原来各分立营销服务网络的互联互通，使网点数目、服务面积和服务效率得到提升，降低了营业费用。诸多措施的实行就是要通过不断的创新以提升产品的竞争力。

图 53: 历年各产品毛利比重



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 54: 历年各产品毛利率



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

技术领先加速产业整合

公司一贯注重技术领先，96年无氟冰箱技术曾获国家科技进步奖，2000年碳氢物质替代CFC制造系统再获国家科技进步奖，至2001年科龙已有十项核心技术处于国内领先地位，有五项目居世界领先水平。2002年科龙研发出分立多循环制冷技术，首次实现冷藏及冷冻室的独立循环和系统分时控制，温度可在-36℃—+15℃之间设定，可使一台分立四循环冰箱最多获得近百个不同温度组合，可以充分满足特定温度和湿度的储存需要。

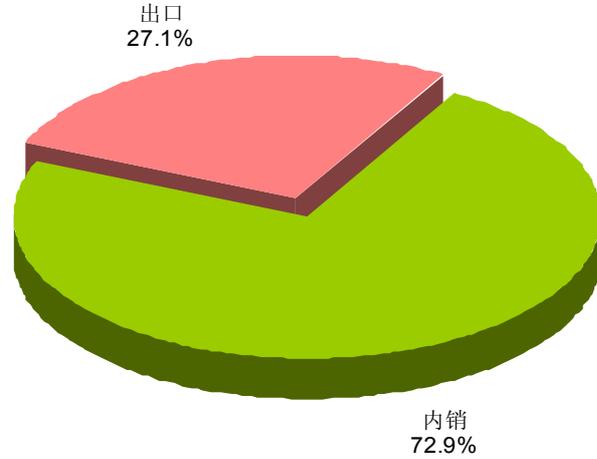
在节能技术方面，达到欧洲能效A++等级的“容声BCD-209S”以日最低耗电0.35度成为国内最节能冰箱，并获得联合国“节能明星”称号。科龙高效节能空调KFR-26GW/BPS的制冷制热能效比分别达到5.3和5.4，使中国成为全球第二个空调能效比达5.3的国家。在国内市场上能效比超过3.8的空调中，科龙品牌占绝大部分。此外，公司投资5000多万元，开发出世界第一款卡通儿童冰箱；其“科龙天王座”冰箱外观设计获得中国企业创新设计金奖，引领了行业设计潮流。

技术领先使科龙在高附加值产品上处于主导地位。2003年，科龙自由温区冰箱销量同比增长了5倍多，新推出的“康拜恩”冰箱呈现爆发性增长，仅凭此一种产品的销量就可使公司位居行业第五。去年，国内冰箱行业销量增长率约为5%，远低于科龙的增速；而且科龙冰箱的增加量已经超过了许多小品牌的销量，这就意味着公司增长的背后是其它众多小品牌市场份额的减少甚至丧失，大大推进了产业的整合的步伐。

两个市场比翼齐飞

科龙电器在国内销售以城镇市场为主，公司多个品牌全面覆盖高中低端市场，“康拜恩”冰箱自投放乡村市场以来，凭借优越的技术、质量、服务与低廉的价格，销售量实现暴发式增长，在乡村市场迅速取得主导地位，这成为公司营业收入显著增长的一个主要因素。2003年电冰箱国内销售量同比增长19%，营业收入增长16%；空调内销量增长55%，收入减少6%，价格均有不同程度的下降。从今年三月始，公司的“科龙”、“容声”和“康拜恩”三大品牌共八十多款冰箱全面降价，降幅达10%—25%，从而打破了冰箱业长期以来表面的价格均衡，加速了整合进程。

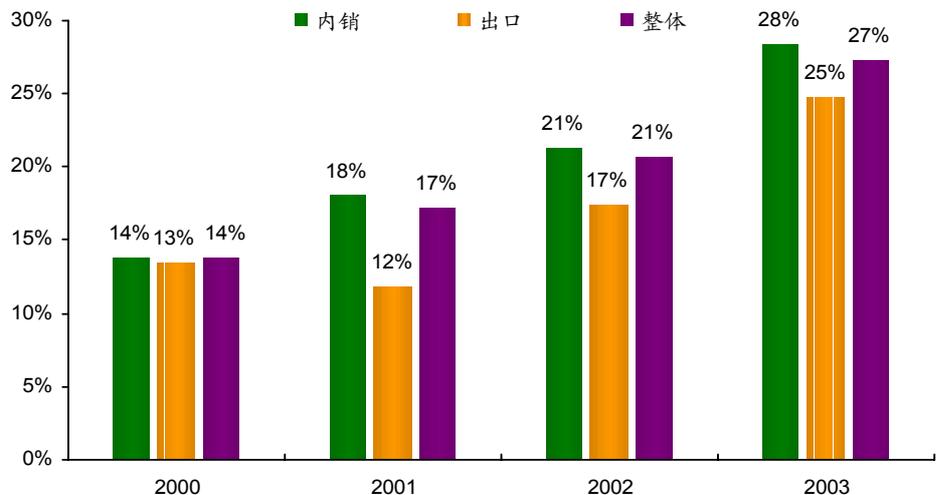
图 55: 内销与出口毛利比重



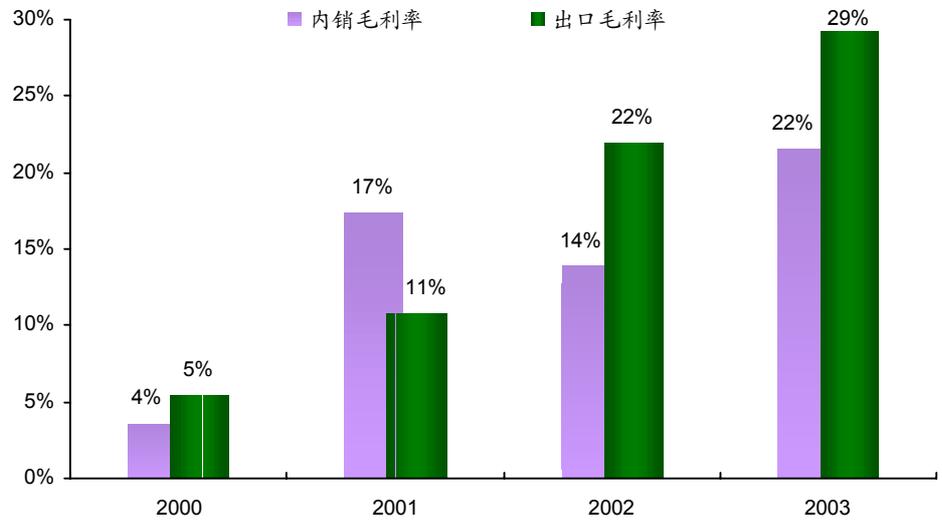
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

科龙电器的出口产品几乎全部为 OEM 形式, 出口量占到总销量的 37%, 2003 年大批量的海外订单导致出口快速增长, 所占比重显著增加, 其中, 电冰箱出口量同比增长 1.6 倍, 出口额增长 1.3 倍; 空调出口量增长 1.6 倍, 出口额增长 1.2 倍。出口市场分布大致为欧洲 60%、北美 30%、东南亚 10%, 覆盖七十五个国家和地区, 其中出口英国市场已占该国冰箱进口量的三分之一, OEM 业务的迅猛增长是公司收入大幅提高的另一主要因素。科龙空调的出口毛利率高于内销毛利率, 这缘于出口价下跌幅度较内销价跌幅小, 国内空调供给过剩, 库存居高; 与之相反, 冰箱的出口毛利率却低于内销毛利率, 这缘于国内冰箱厂家少, 生产较为集中, 价格相对稳定, 而出口以 OEM 加工为主, 价格偏低。

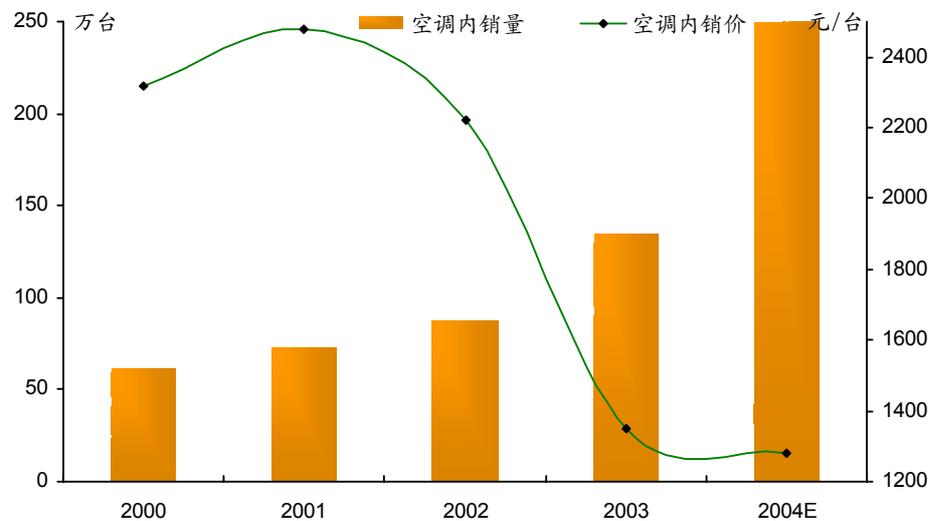
图 56: 历年内销与出口毛利率



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

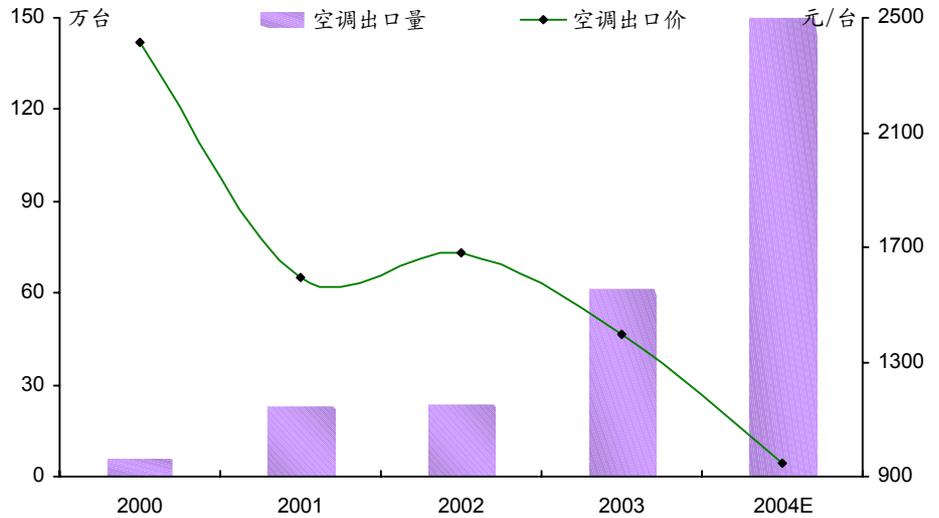
图 57: 历年空调内销与出口毛利率


资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 58: 历年空调内销量与价格


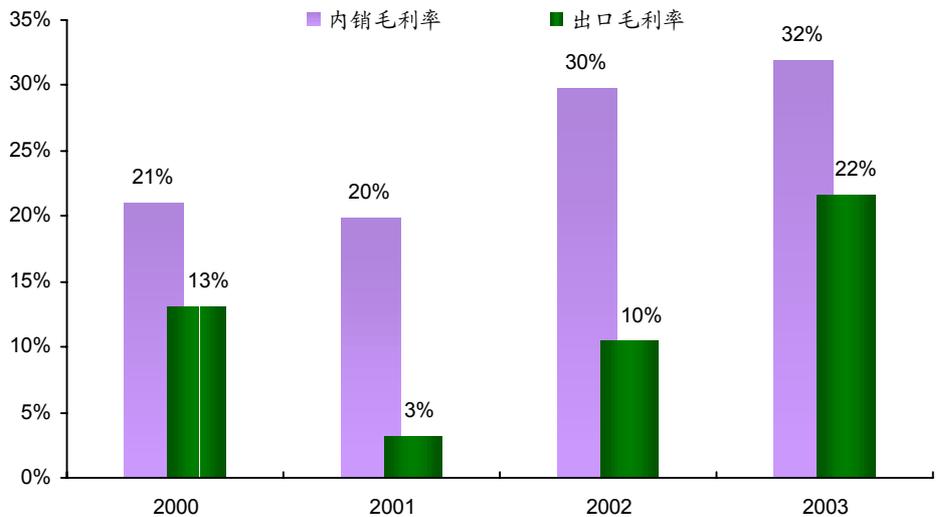
资料来源: 中金公司研究部、公司数据

图 59: 历年空调出口量与价格

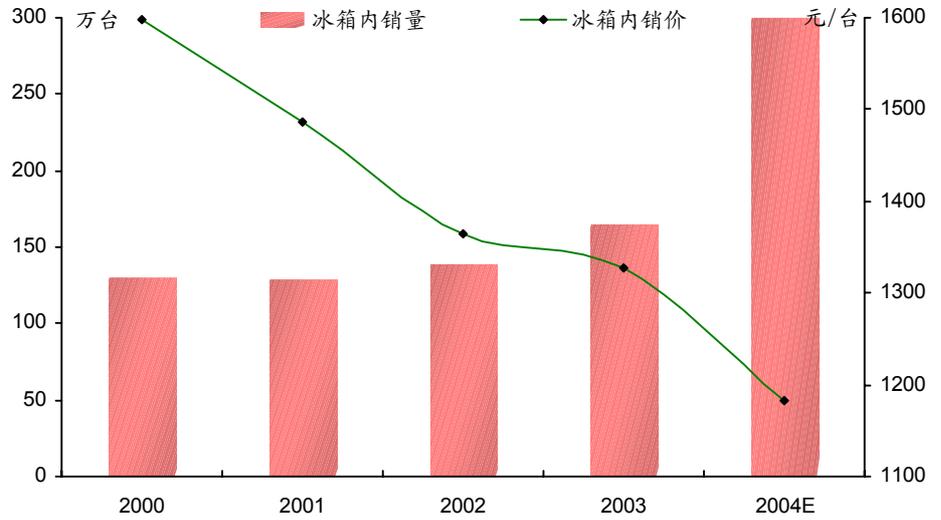


资料来源: 中金公司研究部、公司数据

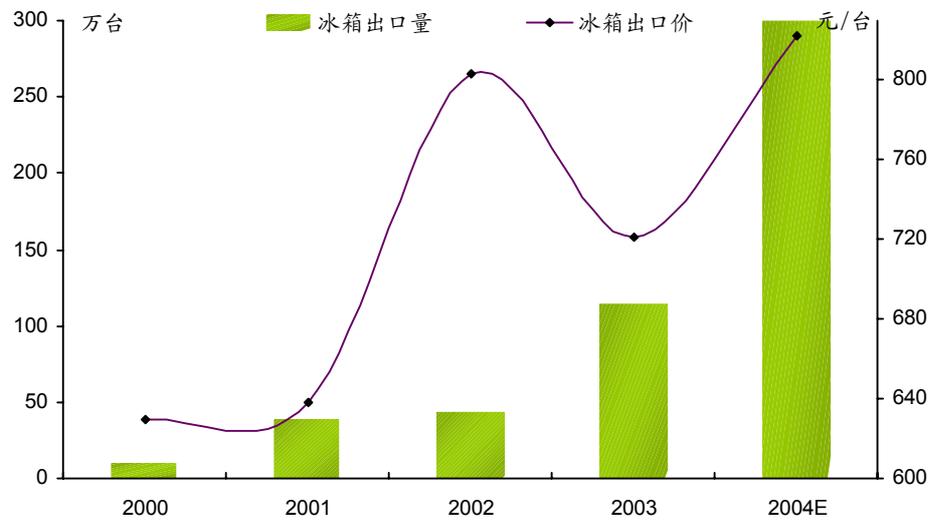
图 60: 历年电冰箱内销与出口毛利率



资料来源: 中金公司研究部、公司数据

图 61: 历年电冰箱内销量与价格


资料来源: 中金公司研究部、公司数据

图 62: 历年电冰箱出口量与价格


资料来源: 中金公司研究部、公司数据

表 9: 分季度财务指标

(人民币百万元)	1Q2003	2Q2003	3Q2003	4Q2003	1Q2004
主营业务收入	1022.75	2292.32	1717.50	1135.54	1610.61
同比增长	19.7%	35.2%	46.6%	-1.8%	57.5%
主营业务成本	751.44	1756.32	1314.63	660.81	1275.17
同比增长			56.1%	-43.9%	69.7%
主营业务税金	0.15	0.10	0.07	0.04	0.03
主营业务利润	271.16	535.90	402.80	474.69	335.42
同比增长	9.6%	14.1%	22.2%	-2324.5%	23.7%
主营业务利润率	26.5%	23.4%	23.5%	41.8%	20.8%
其他业务利润	6.03	9.68	8.58	24.11	11.77
营业费用	154.86	311.91	238.26	297.37	193.96
同比增长			11.4%	127.7%	25.3%
管理费用	65.42	76.16	110.04	113.27	75.53
同比增长			49.7%	-182.9%	15.5%
财务费用	24.13	29.52	28.77	17.99	27.58
同比增长			48.9%	22.6%	14.3%
营业利润	32.78	127.99	34.32	70.17	50.12
营业利润率	3.2%	5.6%	2.0%	6.2%	3.1%
投资收益	-0.17	-12.61	-4.03	-33.37	-3.30
补贴收入	0.00	0.02	0.00	-0.00	0.00
营业外收入	0.68	3.94	5.41	0.37	1.21
同比增长			270.3%	-89.5%	77.7%
营业外支出	0.37	0.43	2.17	2.53	2.43
同比增长			74.9%	34.0%	548.8%
利润总额	32.92	118.91	33.53	34.64	45.61
所得税	0.35	5.59	0.87	4.87	0.75
少数股东权益	-0.99	2.28	0.27	4.58	-2.40
同比增长			194.2%	1971.3%	142.7%
净利润	33.56	111.05	32.39	25.19	47.25
同比增长	211.3%	9.0%	54.0%	-177.7%	40.8%
净利润率	3.3%	4.8%	1.9%	2.2%	2.9%
每股收益(元)	0.034	0.112	0.033	0.025	0.048

资料来源: 中金公司研究部、公司数据

表 10: 盈利预测与财务指标

(人民币百万元)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
损益表					
主营业务收入	4,382	4,878	6,168	11,455	15,630
主营业务成本	(3,616)	(3,853)	(4,483)	(8,972)	(12,242)
主营业务利润	766	1,025	1,685	2,483	3,388
营业费用	(1,126)	(791)	(1,002)	(1,481)	(2,020)
管理费用	(912)	(60)	(365)	(497)	(678)
财务费用	(87)	(76)	(100)	(48)	(5)
营业利润	(1,339)	115	265	546	774
利润总额	(1,490)	104	220	426	647
净利润	(1,476)	101	202	370	562
现金流量表					
经营活动产生之现金流	148	500	1,010	2,159	1,893
投资活动产生之现金流	(1,068)	(558)	(980)	(1,100)	(1,088)
融资活动产生之现金流	771	92	8	(1,264)	(275)
货币资金增加额	(149)	34	38	(206)	529
资产负债表					
货币资金	778	1,417	2,120	1,914	2,444
应收款项	1,560	2,316	1,953	1,503	2,051
存货净额	1,226	1,123	1,946	2,876	3,924
固定资产净值	2,105	2,049	1,892	1,741	1,595
短期借款	1,323	960	859	0	0
长期借款	30	715	544	435	348
应付款项	1,697	2,019	3,797	5,538	7,557
股东权益	2,470	2,575	2,809	3,179	3,574
总资产	6,510	7,657	9,433	10,236	12,834
财务指标					
营业毛利率	17.5%	21.0%	27.3%	21.7%	21.7%
净利润率	-33.7%	2.1%	3.3%	3.2%	3.6%
成本费用利润率	-25.6%	2.2%	3.7%	3.9%	4.3%
净运用资本周转率	7.1	14.1	11.8	92.4	-256.7
总资产报酬率	-20.9%	2.5%	3.7%	4.8%	5.6%
流动比率	0.97	1.20	1.04	1.00	0.99
速动比率	0.64	0.92	0.71	0.54	0.53
现金比率	0.21	0.35	0.37	0.30	0.29
应收账款周转率	3.3	2.5	2.9	6.6	8.8
存货周转率	2.4	3.3	2.9	3.7	3.6
营业周期	256	253	248	151	141
资产负债率	58.7%	63.5%	67.7%	66.4%	69.9%
净资产收益率	-45.9%	4.0%	7.5%	12.4%	16.6%
流动资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.9	2.1
每股收益	-1.49	0.10	0.20	0.37	0.57
每股净资产	2.49	2.60	2.83	3.20	3.60
每股经营现金流	0.15	0.50	1.02	2.18	1.91
市盈率	-4.68	68.17	34.15	18.66	12.29
市净率	2.79	2.68	2.46	2.17	1.93

资料来源: 中金公司研究部、公司数据

要点

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座6层

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴东路161号
中国招商大厦33层

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海陆家嘴东路证券营业部
中国 上海 200120
陆家嘴东路161号
中国招商大厦33层

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5879-7827

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室

电话: (8755) 8319-5000

传真: (8755) 8319-9229



中国国际金融有限公司

CICC

China International Capital Corporation Limited

<http://www.cicc.com.cn>

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。