



家装下滑工装大幅上升，行业整体维持较高增长

2018.08.28

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件: 根据机电信息统计, 2018 上半年中央空调市场规模为 420 亿元, 同比增长 9.8%, 较去年同期增速大幅下滑。其中家装零售市场规模为 170.8 亿元, 同比下降 2%; 工装市场规模 306.9 亿元, 同比增长 23%。家装市场占比近年来不断提升, 2018 上半年家装市场占比为 35.8%, 工装市场占比为 64.2%。

● 家装市场受房市影响大, 预计未来三年收入增速 0%、10%、10%

中央空调家装市场规模增速和商品房住宅销售存在约半年的滞后期, 自 2016 年四季度各省市地产调控政策相继出台, 中央空调家装市场在滞后期过后也快速下滑, 截止 2018 年上半年, 家装零售同比下降 2%。从多联机市场来看, 2018 上半年中央空调家装零售增速下滑明显为-2.6%。基于我们对房地产的判断, 预计未来三年家装零售增速分别为 0%、10%、10%。

● 精装修政策推动集采项目加大, 挤占家装零售、但利于整体普及

根据建筑业发展“十三五”规划, 到 2020 年我国新开工全装修成品住宅面积要达到 30%, 将持续促进家用中央空调的集采。今年上半年集采项目增速较快, 拉动了工装市场收入的提升。虽然集采挤占了家装零售市场(同时会挤占家用分体空调), 但有利于我国家用中央空调的普及。

● 工装市场因素复杂, 预计未来三年增速分别为 19.8%、16.9%和 5.3%

(1) 根据国家“煤改电”政策, 未来三年对中央空调的需求增速开始下行, 但今年仍有 35%的增速。(2) 政府民生项目仍将保持较高增速。(3) 今年上半年民间投资回暖带动了中小项目增多。(4) 我们预计政府公建、商业地产、工业项目等稳定增长。整体预计, 工装市场未来三年增速分别为 19.8%、16.9%和 5.3%。

● 基于以上, 我们预计未来三年中央空调内销金额整体增速为 12.0%、14.4%和 6.9%。其中, 格力电器、青岛海尔在家装、工装领域均有较快增长; 美的家装领域较快、工装领域增速有所放缓; 海信日立工装领域增长较快、家装领域增长不高。

主要品牌		2016	2017	2018E	2019E	2020E
格力电器	零售额	109.1	128.9	143.4	162.3	183.9
	增速		18.20%	11.21%	13.21%	13.29%
美的集团	零售额	104.7	138.2	148.7	167.1	187.8
	增速		32.05%	7.59%	12.36%	12.40%
青岛海尔	零售额	31.3	35.5	46.5	58.2	69.8
	增速		13.46%	31.18%	25.00%	20.00%
海信日立	零售额	57.2	91.2	110.9	127.6	147.8
	增速		59.26%	21.65%	15.02%	15.89%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深 300	-3.66	-10.94	-16.57
家用电器	-9.55	-19.20	-23.66

行业估值走势



相关报告

2018 年家电行业投资策略报告: 房地产增速下滑中寻找高成长和稳定增长的机会 (20171210)

中央空调行业专题报告: 多联机进入高速增长期, 家用空调抢滩中央空调 (20170822)

目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 家装零售增速下滑，工装市场稳步上升.....	4
1.1 家装市场受房市影响大，预计未来三年收入增速 0%、10%、10%.....	4
1.2 精装修政策推动集采项目加大，挤占家装零售、但利于整体普及.....	5
1.3 工装市场因素复杂，预计未来增速为 19.8%、16.9%和 5.3%.....	6
1.3.1 “煤改电”引致中央空调增速预计开始下行.....	6
1.3.2 民间投资回暖带动中央空调中小项目增长.....	8
1.3.3 其它因素复杂，预计工装整体收入仍将保持高增长.....	8
1.4 我们预计未来三年中央空调整体增速为 12.0%、14.4%和 6.9%.....	9
2. 2.主要公司收入预测.....	10
2.1 格力电器.....	10
2.1.1 多联机技术研发加速.....	11
2.1.2 工装领域：政府公建亮眼，煤改电较去年有所下滑.....	11
2.1.3 家装零售：强者恒强，格力增速高于行业平均水平.....	12
2.2 美的集团.....	12
2.3 青岛海尔.....	15
2.4 海信日立.....	16
2.5 主要品牌中央空调收入预测.....	18

图表目录

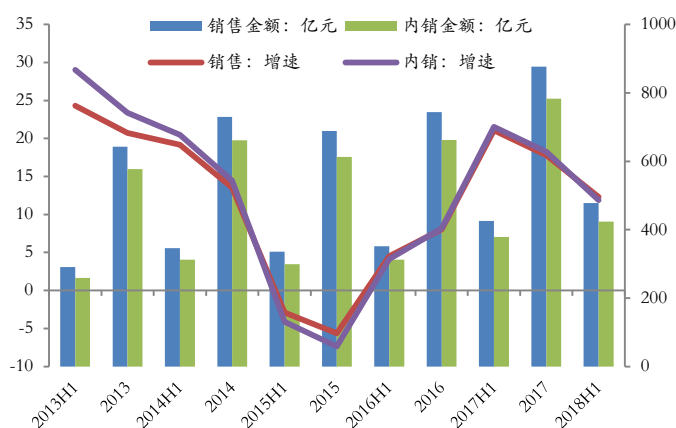
图表 1	今年上半年中央空调市场规模增速下滑到 9.8%.....	4
图表 2	2018 上半年家装市场占比为 35.8%.....	4
图表 3	中央空调家装市场规模.....	4
图表 4	家装市场规模增速之于地产销售存在滞后性.....	4
图表 5	家装对中央空调市场的增长贡献下滑.....	5
图表 6	家装市场机型中多联机占比约为 70%.....	5
图表 7	2018 上半年家装市场增速快速下滑.....	5
图表 8	主要省市住宅绿色化、产业化相关政策.....	6
图表 9	“2+26”城市煤改电政策.....	6
图表 10	“2+26”煤改电户数统计.....	7
图表 11	2016 年 9 月民间投资增速开始回升.....	8
图表 12	中央空调工装市场增速测算表.....	9
图表 13	中央空调整体市场增速测算表.....	9
图表 14	近三年格力中央空调全市场市占比稳定.....	10
图表 15	2018H1 格力中央空调市场规模增速同比下滑.....	10
图表 16	多联机市场国产替代外资明显.....	11
图表 17	2018 上半年格力中央空调各品类收入结构.....	11
图表 18	截止至 2018 年 8 月格力中标项目.....	11
图表 19	美的中央空调整体增速有所下滑.....	13
图表 20	2018 上半年美的中央空调各品类收入结构.....	13
图表 21	美的中央空调特点及应用场景.....	13
图表 22	海尔中央空调近三年整体呈高速增长.....	15
图表 23	海尔磁悬浮中央空调市场占比为 80.1%.....	16
图表 24	中国磁悬浮中央空调占比为 2.2%.....	16
图表 25	2018 多联机市场占有率超过 50%.....	16
图表 26	2018 上半年海信日立多联机市场份额达到 20%.....	16
图表 27	近三年更新多联机市场规模保持高速增长.....	17
图表 28	更新多联机在政府公建和商业地产占比较高.....	17
图表 27	中央空调主要公司收入预测.....	18
图表 28	主要公司中央空调占空调业务收入比重.....	19

1. 家装零售增速下滑，工装市场稳步上升

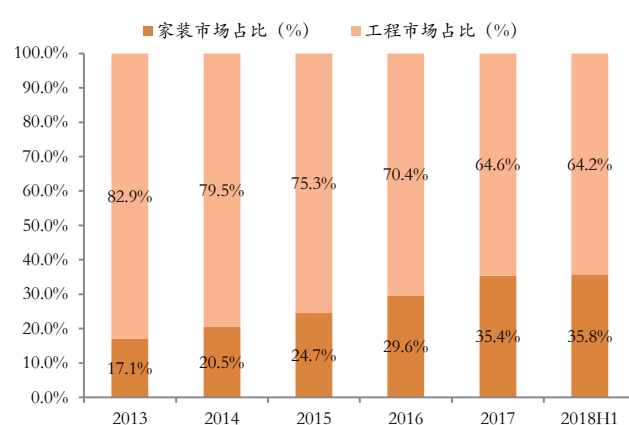
根据机电信息统计，2018 上半年中央空调市场规模为 420 亿元，同比增长 9.8%，较去年同期增速大幅下滑。其中家装零售市场规模为 170.8 亿元，同比下降 2%；工装市场规模 306.9 亿元，同比增长 23%。家装市场占比近年来不断提升，2018 上半年，家装市场占比为 35.8%，工装市场占比为 64.2%。

家装市场中，主要应用的中央空调品类为多联机、单元机和冷水机。2018 上半年，多联机占比为 70.3%，单元机为 25.4%，水机为 4.3%。

图表 1 今年上半年中央空调市场规模增速下滑到 9.8%



图表 2 2018 上半年家装市场占比为 35.8%



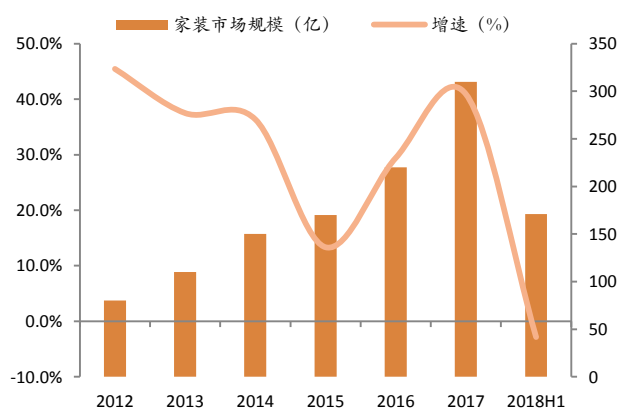
资料来源：机电信息，广证恒生整理

资料来源：机电信息，广证恒生整理

1.1 家装市场受房市影响大，预计未来三年收入增速 0%、10%、10%

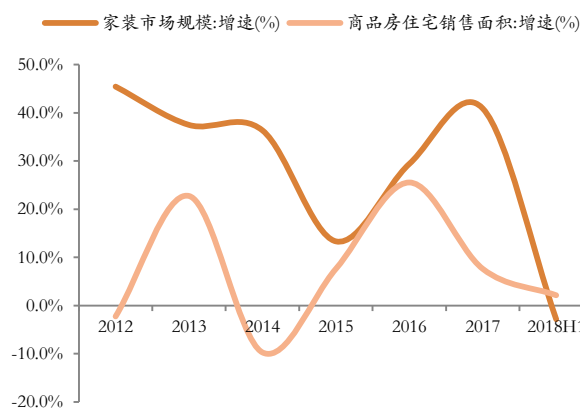
得益于我国房地产市场的发展与家用中央空调概念的普及，15-17 年中央空调家装市场规模快速上升。根据艾肯制冷网统计，2017 年达 310 亿，同比增速 40.9%，为近 5 年来峰值。由于中央空调家装市场规模增速之于商品房住宅销售存在约半年的滞后性，自 2016 年四季度各省市地产调控政策相继出台，商品房住宅销售面积增速开始下滑，而中央空调家装市场规模增速滞后期过后也快速下滑，截止 2018 年上半年，增速约为-2%。

图表 3 中央空调家装市场规模



资料来源：机电信息，广证恒生整理

图表 4 家装市场规模增速之于地产销售存在滞后性

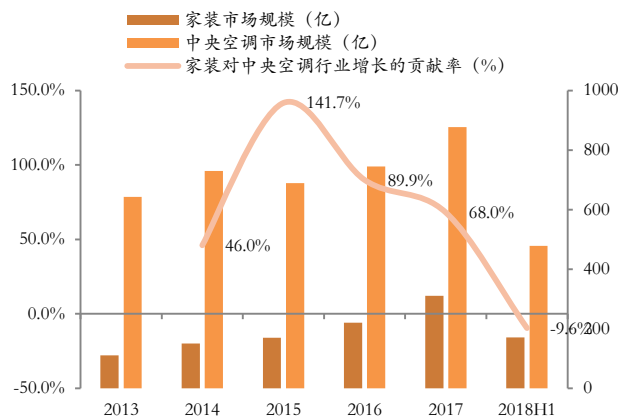


资料来源：Wind，广证恒生整理



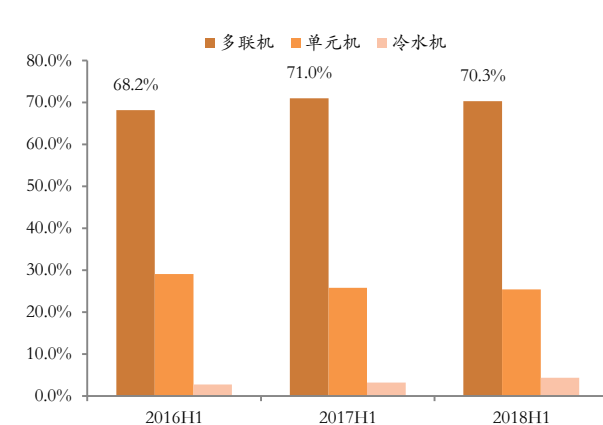
近三年家装表现亮眼，是中央空调市场增长的主要贡献者，家装市场规模持续上升，2018 上半年其相对于中央空调全市场占比已达 35.8%。2014-2017 年带动中央空调行业规模快速扩张。2018 上半年家装对中央空调市场的带动效应迅速弱化，对整体市场形成拖累，其对中央空调行业增长的贡献率为-9.6%。

图表 5 家装对中央空调市场的增长贡献下滑



资料来源:公开信息整理, 广证恒生整理

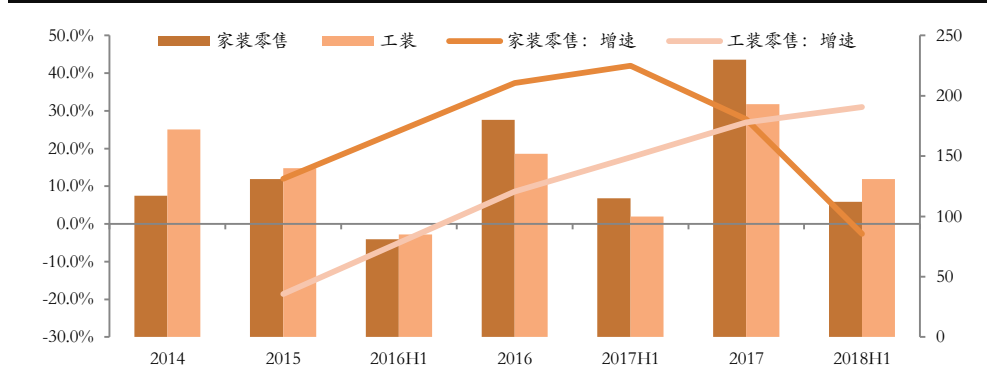
图表 6 家装市场机型中多联机占比约为 70%



资料来源:机电信息, 广证恒生整理

从多联机市场来看, 受 2017 年地产销售低迷影响, 2018 上半年中央空调家装零售增速下滑明显, 为 -2.6%, 而工装市场相对较为坚挺, 增速稳步上升, 为 31.0%。

图表 7 2018 上半年家装市场增速快速下滑



资料来源: 艾肯制冷网, 广证恒生整理

1.2 精装修政策推动集采项目加大, 挤占家装零售、但利于整体普及

2016 年 9 月以来, 国务院及各省市相继出台鼓励全装修、精装修的相关条例, 逐步推动住宅绿色化、产业化。2017 年 5 月发布的《建筑业发展十三五规划》提出: 到 2020 年, 城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%。目前国内最先出台精装修政策的地区有 14 个, 包括北京、上海、深圳、重庆等经济发达的一线城市, 以及江苏省、山东省、浙江省沿海经济发达的城市和四川省、河南省、河北省、安徽省等内陆经济较为发达的内陆省会。



图表 8 主要省市住宅绿色化、产业化相关政策

时间	地区	政策要点
2014.10.31	江苏	到 2050 年年末, 建筑产业现代化建造方式成为主要建造方式。全身建筑产业现代化施工的建筑面积占同期新开工建筑面积的比例、新建建筑装配化率达到 50%以上, 装饰装修装配化率达到 60%以上, 新建成品住房比例达到 50%以上。
2015.05.01	北京	1.自 2015 年 5 月 1 日起, 由市保障房建设投资中心新建、投资的项目率先推行全装修产品交房。 2.棚户区改造安置房、自住型商品住房依方案组织实施鼓励采用装配式装修工艺。
2015.09.06	山东	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修, 2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2016.01.04	河南	到 2020 年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从 2016 年起, 新开工商品住宅全部执行成品房标准。
2016.03.23	四川	到 2020 年全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境。装配率达到 30%以上的建筑, 占新建建筑的比例达到 30%; 新建住宅全装修达到 50%。
2016.08.18	上海	2017 年 1 月 1 日起, 外环线以内的城区应达到 100%, 除奉贤区、金山区、崇明区之外的地区应达到 50%, 奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%, 至 2020 年应达到 50%。
2016.09.18	浙江	2016 年 10 月 1 日起, 全省各市、县中心地区出让或划拨土地上的新建住宅, 全部实行全装修或成品交付, 鼓励在建住宅积极实行全装修。
2016.12.07	海南	从 2017 年 7 月 1 日起, 各市县商品住宅项目要全部实行全装修。

资料来源: 广证恒生根据公开资料整理

国内地产开发商精装修配套比例逐渐提升, 全装修成品房已经成为行业发展趋势。对购房需求者来说, 集中采购价格更优惠, 散户独立购买成本高。虽然集采挤占了家装零售市场, 但有利于家用中央空调的普及。企业既要加快与房地产开发商的深入合作, 也要更加重视各级市场的家装零售。我们测算, 2015-2017 年家用多联机挤占家用空调量为 65 万台、91 万台、137 万台, 分别占当年家用空调零售量的 1.5%、1.9%、2.4%。我们预计挤占效应还会加大。

1.3 工装市场因素复杂, 预计未来增速为 19.8%、16.9%和 5.3%

1.3.1 “煤改电”引致中央空调增速预计开始下行

2017 年 3 月, 环保部、发改委、财政部、能源局及相关 6 大省市联合印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》, 具体覆盖北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省“2+26”城市。与之前的政策相比, 2017 年政策力度加大, 在一系列政策推动下, 各地政府“煤改电”的进程加快。2017 年“2+26”城市“煤改电”具体实施情况如下: 共计完成 118.2 万户, 按照市场均价 1.12 万/户, 由此带来空气源热泵的新增数量为 132.4 亿元。由于 2016 年进行“煤改电”工作试点, 所以 2017 年由“煤改电”带来的空气源热泵的增速高达 193.6%。

图表 9 2+26”城市煤改电政策

时间	政策	内容
2018.02	河南省 2018 年大气污染防治攻坚战实施方案	在集中供热管网确实无法覆盖的区域, 按照“宜气则气、宜电则电”的原则, 实施电代煤、气代煤。



	(河南省)	
2018.03	北京市打赢蓝天保卫战三年作战计划 (北京市)	提出 2018 年北京市将进一步推进能源清洁化进程,基本实现全市平原地区村庄“无煤化”。
2018.04	河北将推进“光伏+电采暖”新技术 助力“蓝天保卫战” (河北省)	河北省将探索开展“光伏+电采暖”等新技术研究,开辟多元化清洁能源取暖路径,助力打赢“蓝天保卫战”。
2018.06	打赢蓝天保卫战三年行动计划 (国务院)	2020 年采暖季前,在保障能源供应的前提下,京津冀及周边地区、汾渭平原的平原地区基本完成生活和冬季取暖散煤替代;对暂不具备清洁能源替代条件的山区,积极推广洁净煤,并加强煤质监管,严厉打击销售使用劣质煤行为。
2018. 07	山东省 2018-2020 年煤炭消费量替代工作方案 (山东省)	到 2020 年,全省平均清洁取暖率达到 70%以上。其中,20 万人口以上的城市基本实现清洁取暖全覆盖,农村地区平均清洁取暖率达到 55%左右。
2018.08	天津市打赢蓝天保卫战三年作战计划 (天津市)	利用热电联产、动力、燃气等多种方式,稳妥有序推进全市剩余的 75.6 万户农村居民散煤清洁能源替代。
2018.08	京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案 (生态环境部)	2018 年 10 月底前,“2+26”城市要完成散煤替代 392 万户。
2018.08	山西制定“实施方案” 各市建成区清洁取暖今年要全覆盖 (山西省)	全省 11 个设区市的建成区清洁取暖覆盖率要达到 100%;包括太原市的古交、清徐、阳曲在内的重点县市,建成区清洁取暖率要达到 70%以上。

资料来源:国务院、生态环境部等,广证恒生整理

相比 2017 年“煤改电”政策,今年的“煤改电”力度不减,并且河北省除 2017 年结转的农村“煤改气”任务外,2018 年原则上不再新增农村“煤改气”和燃煤锅炉改气,积极开辟多元化清洁能源取暖路径。

图表 10 “2+26”煤改电户数统计

省市	“煤改电”户数	城市
直辖市	49.2 万	北京 (12.5 万)、天津 (36.7 万)
河北	31.9 万	石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸
河南	约 43 万	太原、阳泉、长治、晋城
山西	约 15 万	郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳
山东	约 20 万	济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽

资料来源:生态环境部等,广证恒生整理

根据各地公布政策,2018 年共计完成煤改电约 159.1 万户,其中北京市和天津市共完成 49.2 万户,比 2017 年减少 7.9 万户,但其他省份预计完成数量增加 48.8 万户。按 1.12 万/户计算,“煤改电”能够带来空



气源热泵新增量为 178.2 亿元，同比增长 34.6%。

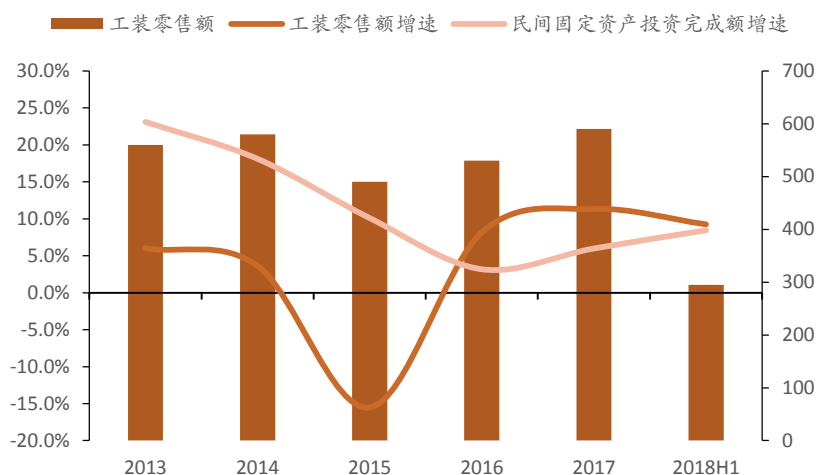
根据国家制定打赢蓝天保卫战三年作战计划，“2+26”城市农村地区清洁取暖覆盖率均有明确的政策目标，清洁能源替代是必然趋势。目前，除北京市外，其他地区煤改电已完成任务占比均未超过 50%。在煤改电、煤改气过程中，河北 2018 年原则上不再新增农村煤改气和燃煤锅炉改气，待 2019 年鄂安沧管线，2020 年中俄东线国家主干输气管网投运，有新增气源后，再考虑实施新的煤改气工程，未来两年大力发展煤改电符合当地情况。

我们预计，2019 煤改电的增速保持在 25% 的水平，因为 2020 年进入“煤改电”的收尾工作，预计增速放缓为 15%。

1.3.2 民间投资回暖带动中央空调中小项目增长

中国目前城镇化率接近 60%，与发达国家 80% 的城镇化率相比，仍有发展空间，农村人口将持续流出。一线城市人口承载能力有限，由于人口严控政策调控，2017 年我国主要一线城市如北京、上海人口净流出，人口部分回流，广深和部分二线城市保持强劲吸引力。人口流动牵动民间投资回暖。2016 年 9 月，国内民间投资开始复苏。对于中央空调行业而言，几十万元甚至是上百万元的中小项目不断增多，中央空调在细分领域市场规模稳步提升。

图表 11 2016 年 9 月民间投资增速开始回升



资料来源：统计局，广证恒生整理

1.3.3 其它因素复杂，预计工装整体收入仍将保持高增长

商业地产方面，一二线城市商业综合体数量较为平稳，三四线城市开工建设数量稳步增长。此外，企业的搬迁和转移（如华为、京东方等）以及老旧项目改造升级也将带来中央空调市场增量；由于企业集中处理数据业务需求加大，预计未来数据中心持续增长；商业酒店开工建设增速平稳，中央空调需求稳定。

民生项目方面，受益于 15-17 年固定资产的大量投资，轨道交通等大型基础设施的中央空调市场持续火热；根据国家卫生健康委员会数据测算，医院建设增速稳定。

我们预计，2018-2020 年我国中央空调工装市场内销金额分别为 576.1 亿、662.7 亿和 698.1 亿元，增速分别为 19.8%、16.9% 和 5.3%。

图表 12 中央空调工装市场增速测算表

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
工装合计		443.3	473.3	567.1	662.7	698.1
增速			6.8%	19.8%	16.9%	5.3%
1、煤改电		45.1	132.4	178.2	222.8	256.2
增速			193.6%	34.6%	25.0%	15.0%
2、商业地产（商业综合体）	70	105	70.0	79.0	86.5	94.8
增速	-20.0%	50.0%	-33.3%	12.8%	9.6%	9.6%
3、高档公寓、别墅	85.8	109.9	120.9	123.9	127.6	131.5
增速	14.6%	28.1%	10.0%	2.5%	3.0%	3.0%
4、地铁		23.16	20.34	38.34	67.63	44.35
增速			-12.2%	88.5%	76.4%	-34.4%
5、数据中心	12.5	16.2	21.1	27.4	35.6	46.3
增速	16.8%	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
6、酒店	24.6	24.6	24.6	24.6	24.6	24.6
增速		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7、医院	64.7	56.6	44.1	44.4	46.7	49.1
增速		-12.5%	-22.1%	0.7%	5.1%	5.1%
8、其他（政府公建、工业项目、精装房集采，以及部分民间投资中小空调项目等）	184.8	62.7	39.9	51.3	51.3	51.3

资料来源：广证恒生

1.4 我们预计未来三年中央空调整体增速为 12.0%、14.4%和 6.9%

我们预计，2018-2020 年我国中央空调整体市场内销金额分别为 877 亿、1004 亿和 1073 亿元，增速分别为 12.0%、14.4%和 6.9%。

图表 13 中央空调整体市场增速测算表

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
内销金额（亿）	612.4	663.3	783.3	877.1	1,003.7	1,073.2
增速	-7.4%	8.3%	18.1%	12.0%	14.4%	6.9%
外销金额（亿）	68.5	72.0	93.3	93.3	93.3	93.3
总金额（亿）	677.0	736.0	876.6	970.4	1,097.0	1,166.5
增速	-1.9%	8.7%	19.1%	10.7%	13.0%	6.3%
一、家装						
1、家装零售	170.0	220.0	310.0	310.0	341.0	375.1
增速	13.3%	29.4%	40.9%	0.0%	10.0%	10.0%
二、工装						
工装合计		443.3	473.3	567.1	662.7	698.1
增速			6.8%	19.8%	16.9%	5.3%
2、煤改电		45.1	132.4	178.2	222.8	256.2

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



增速			193.6%	34.6%	25.0%	15.0%
3、商业地产（商业综合体）	70	105	70.0	79.0	86.5	94.8
增速	-20.0%	50.0%	-33.3%	12.8%	9.6%	9.6%
4、高档公寓、别墅	85.8	109.9	120.9	123.9	127.6	131.5
增速	14.6%	28.1%	10.0%	2.5%	3.0%	3.0%
5、地铁		23.16	20.34	38.34	67.63	44.35
增速			-12.2%	88.5%	76.4%	-34.4%
6、数据中心	12.5	16.2	21.1	27.4	35.6	46.3
增速	16.8%	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
7、酒店	24.6	24.6	24.6	24.6	24.6	24.6
增速		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
8、医院	64.7	56.6	44.1	44.4	46.7	49.1
增速		-12.5%	-22.1%	0.7%	5.1%	5.1%
9、其他（政府公建、工业项目、精装房集采，以及部分民间投资中小空调项目等）	184.8	62.7	39.9	51.3	51.3	51.3

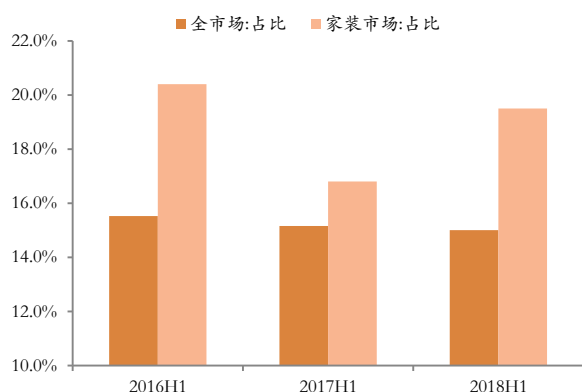
资料来源：广证恒生

2.2. 主要公司收入预测

2.1 格力电器

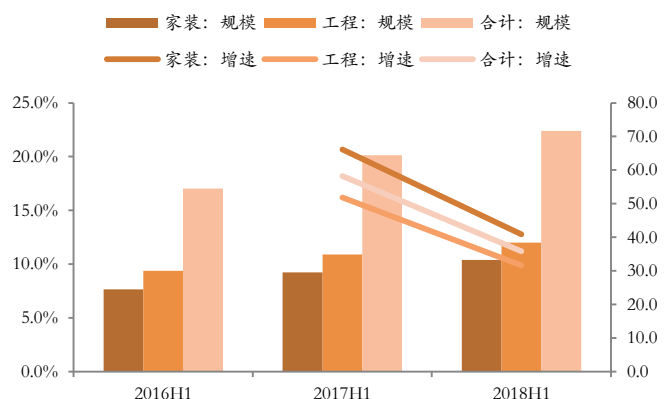
根据机电信息、艾肯制冷网数据测算,2018上半年格力中央空调实现零售额71.7亿元,同比增长11.2%,较上年增速同比下滑,其中家装零售额33.3亿元,同比增长12.8%,工装零售额38.4亿元,增长9.9%。从市场占比来看,上半年格力整体市场市占率为15%,较上年下滑0.1pct;家装零售市占率为19.5%,较上年上升1.7pct;工装零售额市占率为12.5%,较上年下滑1.5pct。

图表 14 近三年格力中央空调全市场市占比稳定



资料来源:机电信息,广证恒生整理

图表 15 2018H1 格力中央空调市场规模增速同比下滑

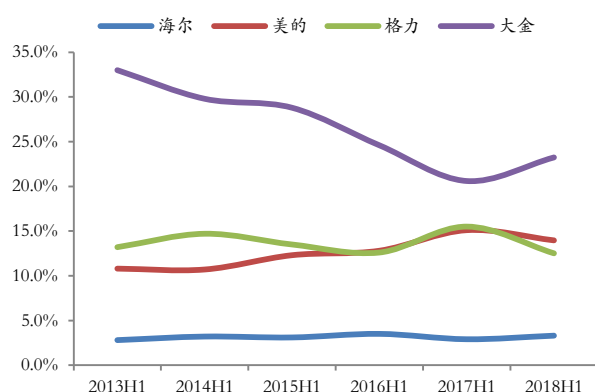


资料来源:机电信息、艾肯空调制冷网,广证恒生整理

2.1.1 多联机技术研发加速

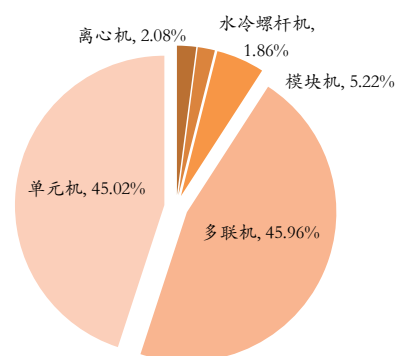
2018 年 4 月，格力发布人工智能多联机 GMV6，被业界称为“多联机历史上的 AI 革命”。2017 年 10 月，格力通过了基于大小容积切换压缩机技术的高效家用多联机和面向多联机的 CAN+ 通讯技术应用的认定，分别为家用多联机和超大型多联机组的领先技术。这一系列技术研发与产品推出均显现出格力向中高端多联机市场发力的战略意图。

图表 16 多联机市场国产替代外资明显



资料来源:机电信息, 广证恒生整理

图表 17 2018 上半年格力中央空调各品类收入结构



资料来源:机电信息, 广证恒生整理

2.1.2 工装领域：政府公建亮眼，煤改电较去年有所下滑

截止至 2018 年 8 月，格力频繁中标工程端大型项目，包括政府公建、煤改电、商业综合体、海外项目、企业大型商用等。其中，格力在轨道交通工程端实现大幅增涨，加之先后中标大兴国际机场与宝钢上海总部项目，其政府公建表现亮眼；煤改电方面，格力中标项目依旧以北京、天津两地为主，由于北方地区清洁能源改造项目增速有所放缓，与去年同期相比，格力中标项目数量下滑明显；商业地产方面，以全球最大区域供冷（热）项目——横琴综合智慧能源为代表，格力共中标 7 个项目，较往年规模有所上升；海外项目方面，以全球最大光伏空调项目为代表，格力共中标 6 个项目，随其海外布局稳步上升。

图表 18 截止至 2018 年 8 月格力中标项目

类别	项目名称	项目体量
政府公建	北京大兴国际机场所有航站楼及其配套	29800RT
	南充高坪机场	800RT
	徐州市轨道交通 3 号线	16 座地铁站，全长约 18.3 公里
	徐州市轨道交通 2 号线	2 号线全长约 35.3 公里
	合肥地铁 3 号线	33 座地铁站，全长 37.2 公里
	深圳地铁 8 号线一期，9 号线二期，10 号线一期	90 座地铁站
	宁波轨道交通 2 号线二期，4 号线及宁波至奉化城际铁路	30 座地铁站
	杭州至富阳城际铁路工程	39 台螺杆式冷水机组



	沈阳地铁 10 号线 杭州地铁 5 号线 兰州新职教园区 宝钢上海总部 人民大会堂厨房冷库	21 座地铁站 38 座地铁站 950RT
煤改电	昌平区空气源热泵清洁取暖 房山区煤改空气源热泵 隆尧县“电代煤”采暖设备购置安装 天津北辰区环外棚户区煤改清洁能源项目设备采购工程 密云区煤改电空气源热泵 怀柔煤改电	8000RT
商业地产	南京六合欢乐港 厦门象屿跨境电商产业园二期 横琴综合智慧能源 安徽淮北站商业中心 四川平昌海越农业有限公司蓝莓基地冷库 湖北东阳光宜昌山城水都冬虫夏草培育基地 京东(华东)云数据中心	8835KW 空调总面积 50000m ² 25000RT 5550RT 15300RT 5600RT
海外项目	缅甸仰光市坎塔亚中心一期工程 非洲内马铁路 中国特高压海外 瓜达尔港 美国亚利桑那州凤凰世贸中心 澳洲珀斯中心高层豪华住宅	2000RT 400 多台 GMV5 多联机组 252 户

资料来源：艾肯空调制冷网

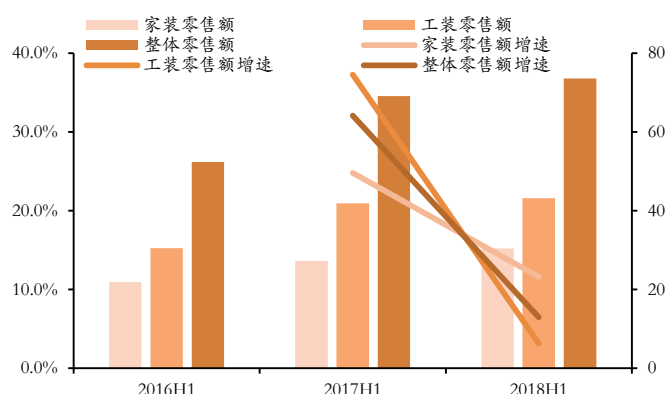
2.1.3 家装零售：强者恒强，格力增速高于行业平均水平

据机电信息数据统计，2018 上半年家装零售同比增速为-2.07%。据我们测算，格力 2018 上半年家装零售同比增长 12.8%，CR5 同比增速为 7.6%。2017 年以来，商品房销售面积增速呈下滑趋势，致使中央空调家装零售行业承压，而近年来国务院及各地鼓励精装修新房的政策相继出台，则与因地产销售增速下滑引致的中央空调需求增速下滑形成对冲。这对与房地产商合作较为紧密的内资大型中央空调生产商形成利好，截止至 2017 年，格力已与万达、复星、绿地、保利等 30 多家地产企业开展合作，对其集采项目形成有力支撑。

2.2 美的集团

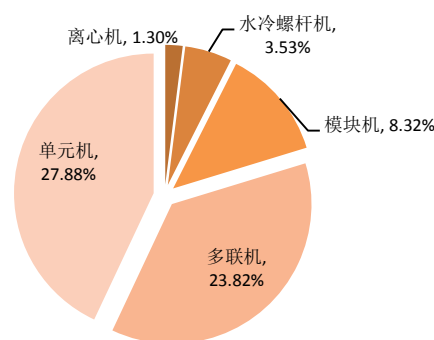
根据机电信息、艾肯制冷网数据，2018 上半年美的中央空调实现零售额 73.6 亿元，同比增长 6.5%。其中，家装零售额为 30.4 亿元，同比增长 11.6%，工装零售额为 43.2 亿元，同比增长 3.1%。从市场占比来看，上半年美的整体市场市占率为 15.4%，较上年下滑 0.85pct；家装零售市占率为 17.8%，较上年上升 2.3pct；工装零售市占率为 14.1%，较上年下滑 2.7pct。

图表 19 美的中央空调整体增速有所下滑



资料来源:机电信息、艾肯空调制冷网,广证恒生整理

图表 20 2018 上半年美的中央空调各品类收入结构



资料来源:机电信息,广证恒生整理

2018 年 4 月 9 日,在美的中央空调 2018 年战略发布会上,美的发布“全屋智慧环境系统解决方案”、“空气源热泵 4+2 全变频战略”和“M-BMS 智慧楼宇应用实例”三大战略。空气源热泵 4+2 全变频战略,是对旗下所有采用空气源热泵技术的热水和采暖产品实现全变频化,这也是空气源热泵行业内首家实现全变频的品牌。

图表 21 美的中央空调特点及应用场景

商用中央空调

类别	特点	适用
高效变频直驱降膜离心机组	1.自主研发的水平对置压缩技术,残余轴向力较传统设计降低 90%以上;2.采用高速变频电机直驱叶轮,损部件降低为传统部件的 30%大大提高机械寿命。3.全降膜蒸发技术,减少 40%以上的制冷剂充注量,提升机组性能。4.创新降噪结构,噪音检测低至 75-dB(A)。	各类大型公共建筑、酒店、应用、体验馆、工厂等场所。
磁悬浮变频离心式冷水机组	1.采用磁悬浮压缩机,磁轴承无需润滑,制冷系统实现 100%无油运行;2.压缩机采用变频高速永磁电机直接驱动叶轮,压缩机仅有一个转动部件,无需增速齿轮,电机效率最高可达 97%,超过国家电机 1 级能效水平。3.启动电流低,最小电网冲击,单台压缩机启动电流仅 2A。4.全降膜蒸发技术,减少 40%以上的制冷剂充注量,提升机组性能。	酒店、会所、写字楼等场所的空调系统
满液式水地源螺杆冷水机组	1.节省能源,制冷供暖,一机多用 2.超高的能效比最高可达 6.2,领先行业水平 3.品质稳定可靠,每台出厂的设备都经过了国内最先进的检测设备进行过在线检测,进而确保出厂机组拥有稳定、可靠的优秀品质。4.绿色能源与 R134a 环保冷媒完美结合,营造低碳环境	适用于地下水、地表水、地热资源比较丰富的地方。既可用于酒店、宾馆、商场、医院、工厂、影剧院等民用建筑空调系统,也可用于塑胶、



		电镀、食品加工、化工等工艺冷却过程。
空气源螺杆式（热泵）冷水机组	1.高效节能：全系列能效超过国家一级能效 3.4，最高能效可达 3.81，IPLV；2.不间断制热：智能防霜专利技术，保证冬季全程不间断制热，提高舒适度；3.冷暖热三联供（选配）：同时提供制冷、制热、生活热水，多模式自由选择；4.结构简单紧凑：美的首创三功能降膜换热器。	尤其适用于水源缺乏区域。
美的全直流变频智能多联机 MDVX 系列	1.全直流变频技术 节能技高一筹；2.IPLV（C）高达 8.3，高效节能；3.轻松管理 智能网络控制；4.全新外观设计，法国顶尖设计师巅峰力作	办公楼、酒店、商城、工厂、学校等商用场所。
美的直热循环式热泵热水机组	采用直热式加热技术，出水温度高达 60℃；采用 R410A 环保冷媒，环保更节能；超宽运行范围，-10℃~46℃ 工况下安全可靠运行	
美的高能效热泵热水机组	能效高达 4.55，荣获国家节能认证；采用 R410A 环保冷媒，环保更节能；超宽运行范围，-15℃~46℃ 工况下安全可靠运行；全新 H 型新外观设计，坚固可靠；人性化智能远程控制，为系统提供更节能的运行方案	休闲会所、度假中心、学校、医院、工厂等场所
美的超低温热泵热水机组	-26℃ 仍可快速高效制取热水；多项国家发明专利，低温下安全可靠运行；出水温度高达 60℃，一次出水量更大；采用专业喷气增焓压缩机，低温下系统稳定运行；	

家用

TR Turbo 全直流变频系列	超低温制热	80m2-160m2 12KW-16KW
TR 全直流变频系列	全直流变频	80m2-300m2 8kw-22.4kw
尊享 i 系列	直流变频	80m2-160m2 8KW-15.5KW
变频三剑系列	空调、热水和地暖三位一体	100m2 以上 12KW-15.5KW
TR 客厅/卧室专用专用中央空调		10m2-40m2 2.6KW-7.2KW
TR 系列 A5 型客厅/卧室中央空调		10m2-40m2 2.6KW-7.2KW

资料来源：公司官网，广证恒生整理

美的中央空调将建设全屋智慧环境系统体验馆，2018 年的目标是至少完成 600 家以上的建设，同时还会改造现有 4000 多家中央空调专卖店。渠道的进一步加强，有助于美的中央空调提升家装零售方面的竞争力，我们预计美的家装领域未来三年将保持稳定增长。

工装领域，美的在高铁项目一直具有较大占比，工装整体上保持较高增速。根据交通部发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018 年高铁项目依次递减；同时，往后三年煤改电项目增速

敬请参阅最后一页重要声明

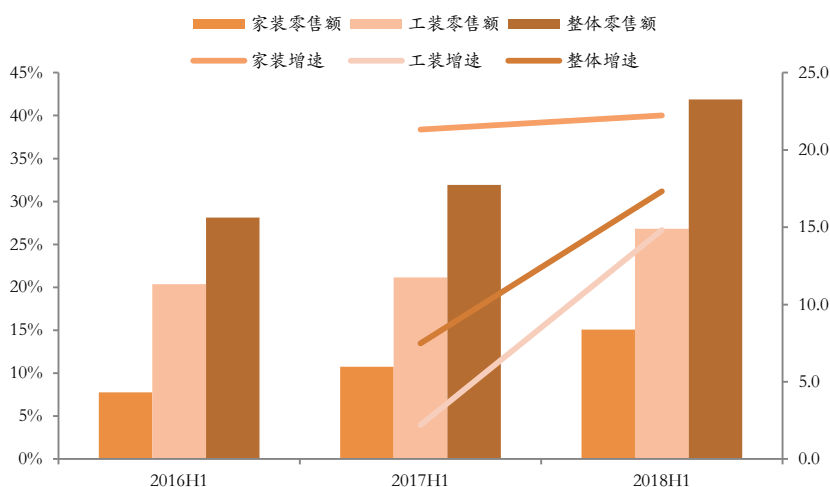
证券研究报告

下行，我们预计美的在工装领域增速将会放缓。

2.3 青岛海尔

根据机电信息，艾肯制冷网的统计数据，海尔中央空调 2018 年上半年表现强势，零售额为 23.3 亿元，同比增长 31.2%。其中，家装零售额为 8.4 亿元，同比增长 40.0%，工装零售额为 14.9 亿元，增长 26.7%。从市场占比来看，上半年海尔整体市场市占率为 4.87%，较上年增长 1.1pct；家装零售市占率为 5.18%，较上年上升 1.2pct；工装零售市占率为 4.9%，较上年上升 0.2pct。

图表 22 海尔中央空调近三年整体呈高速增长



资料来源：机电信息、艾肯空调制冷网，广证恒生整理

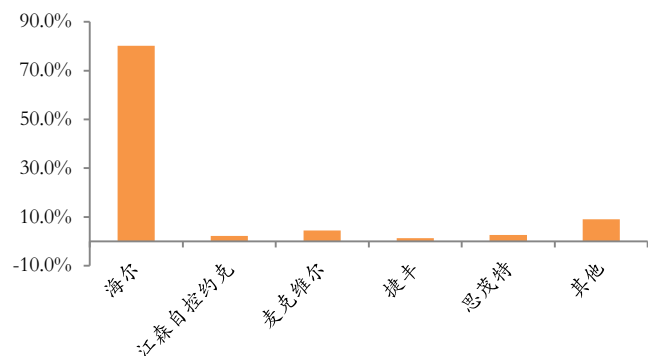
2006 年，海尔在国内首推磁悬浮中央空调，进行磁悬浮变频离心机研发。海尔公司的磁悬浮机组技术不断成熟，目前，该技术已经覆盖模块机、水冷机、风冷机以及水源热泵机多种机型。海尔中央空调磁悬浮离心机市场占有率居全国第一，2018 年上半年市场占有率达 80.1%。

根据磁悬浮中央空调在全球地区的占有率数据，澳大利亚占比高达 76.5%，欧洲达 59.7%，美国达 37%，而中国、拉丁美洲、东南亚等国家的市场占有率较低。近几年磁悬浮中央空调产品在建筑节能方面的应用效果显著，受到社会的高度重视。我国磁悬浮中央空调 2016-2018 年上半年市场规模增速分别为 53%、105% 和 131.4%，海尔中央空调未来仍会保持增长趋势。

在节能改造方面，海尔中央空调还推出无限焕新多联机产品，该产品在 2018 年上半年保持高速发展。海尔无限焕新多联机可以实现 3-54HP 全能力段产品覆盖，支持多品牌免换内机更新，能够降低改造成本。海尔无限焕新多联机应用广泛，中标华东师范大学、德宏州芒市会堂、山东地税局、河南省国土资源厅、山东师范大学、重庆临港工业园区等多个项目。

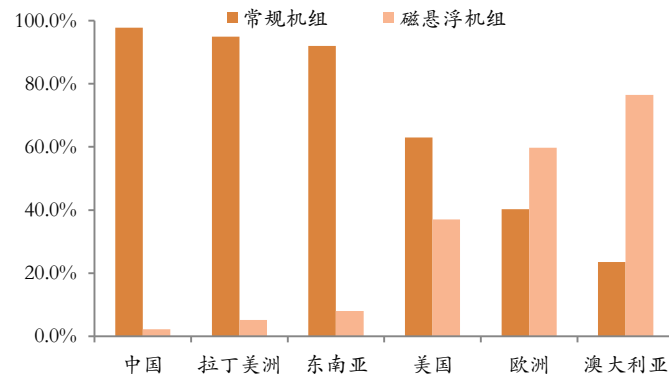


图表 23 海尔磁悬浮中央空调市场占比为 80.1%



资料来源：机电信息，广证恒生整理

图表 24 中国磁悬浮中央空调占比为 2.2%



资料来源：机电信息，广证恒生整理

家装领域，海尔积极开设专卖店，成效显著。2018 年上半年，海尔中央空调家装零售额市场占比为 5.18%，同比增长 32.2%。由于海尔中央空调在家装市场的份额目前较低，增长空间较大。

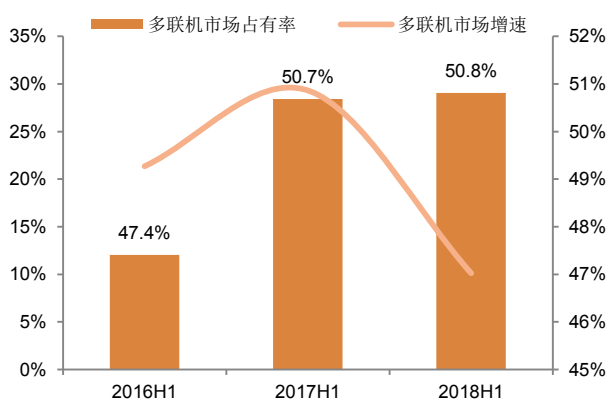
工装领域，“煤改电”项目在海尔中央空调中标的项目中占较大比例，海尔将明显受益于“煤改电”潮流。政府公建项目中，由于海尔磁悬浮技术走在行业前列，竞争优势明显。

从 2016 年上半年到 2018 年上半年，海尔中央空调的市场增长率都要远远高于国产品牌的整体平均增长水平，我们认为，2018 年下半年海尔中央空调仍延续该趋势，我们预计海尔中央空调家装零售额增速，工装零售额增速。海尔中央空调的未来增速仍然会高于行业整体水平。

2.4 海信日立

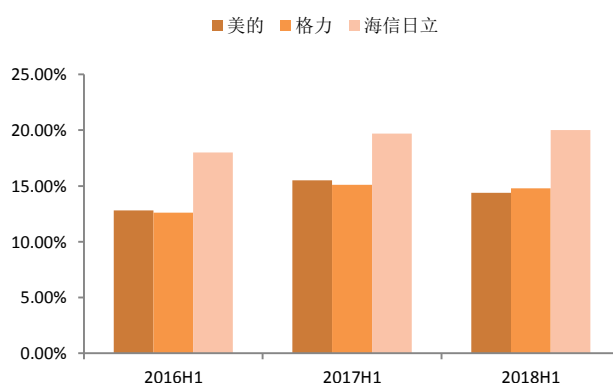
根据机电信息、艾肯制冷网数据测算，2018 上半年海信日立实现零售额 55.5 亿元，同比增长 21.7%，其中家装零售额 27.7 亿元，同比减少 1.6%，工装零售额 27.8 亿元，同比增长 59.2%。从市场占比来看，2018 上半年海信日立中央空调市场份额为 11.6%，较上年同期上升 0.9pct；其中，家装零售市占率为 16%，较上年持平；工装零售市占率为 6.5%，较上年上升 1pct。

图表 25 2018 多联机市场占有率超过 50%



资料来源：机电信息，广证恒生整理

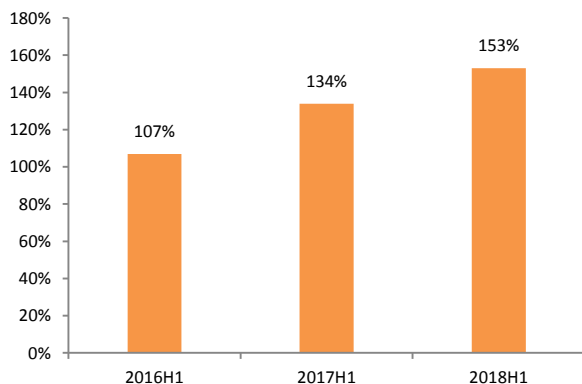
图表 26 2018 上半年海信日立多联机市场份额达到 20%



资料来源：机电信息，广证恒生整理

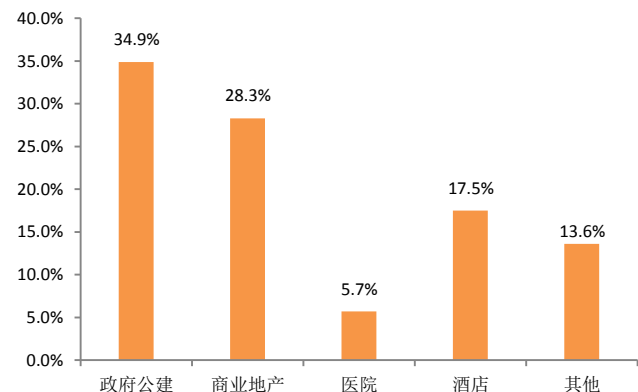


图表 27 近三年更新多联机市场规模保持高速增长



资料来源:机电信息, 广证恒生整理

图表 28 更新多联机在政府公建和商业地产占比较高



资料来源: 机电信息, 广证恒生整理

根据机电信息数据, 多联机市场近三年复合增速为 20%, 在中央空调市场的市占率不断提升, 2018 年上半年达到 50.8%。与此同时, 海信日立多联机中央空调产品在国内多联机中央空调市场占有率稳步提升, 2016-2018 上半年分别为 18%、19.7%、20%, 稳居行业第二。

在中央空调市场中, 老旧空调系统的更新改造需求开始释放, 近三年更新多联机市场规模保持 100% 以上增速增长。更新多联机主要应用在政府公建、商业地产、酒店等, 在更新改造过程中, 室内的管路更换难度大, 对整体装修易造成破坏, 同时对主机性能要求高。由于技术和服务要求相对较高, 目前拥有更新多联机产品的品牌较少, 海信日立占据更新多联机市场较多份额, 专门推出 FLEXMULTI Renewal 更新机系列产品, 化解空调系统改造和更新的难题。我们预计未来更新多联机市场规模会继续保持高速增长, 海信日立凭借技术和优势将从中受益。

海信日立在涡旋压缩机、变频控制器、控制芯片及电子控制组件等方面表现优势明显。日立是目前世界上最大的涡旋压缩机生产厂家和技术输出品牌, 掌握多种多联机关键技术, 包括压缩机相关技术、容量调节技术、智能控制技术、冷媒分流技术。

海信日立在国内市场渠道建设逐渐完善, 经销网络分布范围广泛。截止 2018 年 4 月, 海信日立中央空调专卖店数量超过 1000 家, 逐渐深入三四线细化市场。海信凭借多年技术沉淀和服务积累, 实行房地产、家装、工程项目三线统一的战略模式, 在地产领域成绩显著, 目前已与全国 400 余家地产企业达成合作, 与 50 余家达成战略合作, 包括华润、万科、碧桂园、融创、龙湖、保利、华夏幸福、世茂等。此外, 为更好满足地产市场需要, 海信日立推出了针对性全新单向流新风机及其他地产系列产品, 精准对接, 据海信科龙半年报显示, 海信日立地产业务表现优秀, 收入规模同比增长超过 30%。

我们认为, 海信日立凭借其技术和服务的优势, 以及在国内渠道建设的完善, 在国内中央空调以及多联机领域市场份额有望持续提升。

2.5 主要品牌中央空调收入预测

图表 29 中央空调主要公司收入预测

品牌	领域	2016	2017	2018E	2019E	2020E
格力电器	家装零售额	49.0	59.1	66.6	73.3	80.6
	增速		20.7%	12.8%	10.0%	10.0%
	工装零售额	60.1	69.9	76.8	89.1	103.3
	增速		16.2%	9.9%	16.0%	16.0%
	整体零售额	109.1	128.9	143.4	162.3	183.9
	增速		18.2%	11.2%	13.2%	13.3%
	整体零售额：市占比	16.4%	16.5%	16.3%	16.2%	17.1%
美的集团	家装零售额	43.7	54.5	60.8	66.9	73.6
	增速		24.8%	11.6%	10.0%	10.0%
	工装零售额	61.0	83.7	87.9	100.2	114.2
	增速		37.3%	5.0%	14.0%	14.0%
	整体零售额	104.7	138.2	148.7	167.1	187.8
	增速		32.1%	7.6%	12.4%	12.4%
	整体零售额：市占比	15.8%	17.6%	17.0%	16.6%	17.5%
青岛海尔	家装零售额	8.6	12.0	16.7	19.4	21.4
	增速		38.4%	40.0%	16.1%	10.0%
	工装零售额	22.6	23.5	29.8	38.7	48.4
	增速		3.9%	26.7%	30.0%	25.0%
	整体零售额	31.3	35.5	46.5	58.2	69.8
	增速		13.5%	31.2%	25.0%	20.0%
	整体零售额：市占比	4.7%	4.5%	5.3%	5.8%	6.5%
海信日立	家装零售额	38.2	56.3	55.3	58.1	61.0
	增速		47.4%	-1.6%	5%	5%
	工装零售额	19.1	34.9	55.6	69.5	86.8
	增速		82.9%	59.2%	25%	25%
	整体零售额	57.2	91.2	110.9	127.6	147.8
	增速		59.3%	21.7%	15.0%	15.9%
	整体零售额：市占比	8.6%	11.6%	12.6%	12.7%	13.8%
大金	整体零售额	81.4	88.8	99.4	111.3	124.7
	增速		9.1%	12.0%	12.0%	12.0%
	整体零售额：市占比	12.3%	11.3%	11.3%	11.1%	11.6%

资料来源：广证恒生

图表 30 主要公司中央空调占空调业务收入比重

品牌	项目	2014	2015	2016	2017	2018H1
格力电器	中央空调	122.6	108.1	109.1	128.9	71.7
	空调业务收入	1,187.2	837.2	880.9	1,234.1	
	占比	10.3%	12.9%	12.4%	10.4%	
美的集团	中央空调	100.0	96.8	104.7	138.2	73.6
	空调业务收入	727.0	644.9	667.8	953.5	
	占比	13.8%	15.0%	15.7%	14.5%	
青岛海尔	中央空调	38.3	37.7	34.5	40.0	23.3
	空调业务收入	200.1	162.5	186.8	287.4	
	占比	19.1%	23.2%	18.5%	13.9%	
海信科龙	中央空调	51.1	57.5	57.2	91.2	55.5
	空调业务收入	113.4	89.9	103.8	145.9	
	占比	45.1%	64.0%	55.1%	62.5%	

资料来源：广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。