2020 年 07 月 30 日

证券研究报告•行业研究•家用电器

家电行业政策专题

强于大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

最严能效标准实施，空调产业结构优化加速

投资要点

- **空调新能效标准统一等级体系，提高能效标准，加快行业出清。**2020 年 7 月 1 日起我国正式开始实施 GB21445-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》标准，该标准首次统一变频定频空调能效评定体系，并新增低温环境空气源热泵热风机评定标准。新能效标准实施后，所有原 3 级能效变频空调、单冷式定频空调以及原 2 级、3 级能效的热泵型定频空调达不到市场准入门槛。

- **新能效标准促进产品升级提价，头部品牌更具竞争优势。**从产品端来看，新能效标准下六成机型面临被淘汰压力，而头部品牌产品能效往往高于原能效标准最低准入门槛，新标实施后仍能符合要求，且头部品牌产品线中变频占比更高，受新能效标准冲击更小。从价格端来看，能效要求提高将显著提升空调成本，尾部企业或将被迫提价而丧失低价优势。

- **变频压缩机替代加速，行业集中度持续上升。**新能效标准将加速变频压缩机对定频压缩机的替代，促进变频压缩机占比提升。下游整机端格力、美的等龙头大多已实现压缩机自产自供，头部空调企业对高能效的高端产品布局更好，高能效标准将使其自有的压缩机企业更具竞争优势，加速压缩机行业出清。

- **微通道换热器或迎发展契机。**新能效标准对空调换热器效率提出更高要求。与常规换热器相比，同等制冷效率下，微通道换热器能效平均提高可达 30%以上，有望加速对传统铜管翅片式换热器的替代。

- **渗透率+变频空调占比提升驱动电子膨胀阀增长。**电子膨胀阀主要应用于高能变频空调，新能效标准预计将加快提高变频空调占比，同时将促进电子膨胀阀在变频空调中渗透率的提高。我们的测算结果显示，未来两年电子膨胀阀将获得三倍于空调的销量增速。

- **投资建议：关注空调及上游零部件龙头企业。**新能效标准下高端产品布局更完善且拥有自配套压缩机产能的空调龙头企业更具竞争优势，因此我们继续推荐空调龙头企业美的集团（000333）、格力电器（000651）。电子膨胀阀短期将快速放量增长，我们推荐关注电子膨胀阀全球市占率第一的空调阀件龙头三花智控（002050）。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动、海外疫情控制不力、空调厂商加速出清低能效产品导致短期业绩下滑等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000333	美的集团	71.63	买入	3.60	3.89	4.36	19.90	18.41	16.43
000651	格力电器	59.4	持有	4.11	4.08	4.58	14.45	14.56	12.97
002050	三花智控	22.96	持有	0.52	0.57	0.65	44.15	40.28	35.32

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

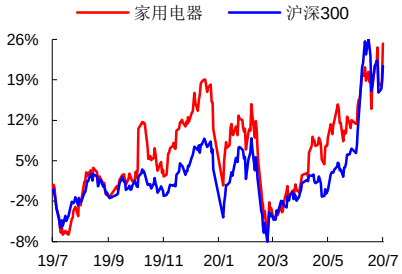
分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	60
行业总市值（亿元）	15,715.10
流通市值（亿元）	15,527.53
行业市盈率 TTM	22.15
沪深 300 市盈率 TTM	14.0

相关研究

1. 家电行业：群雄逐鹿，集成灶企业集体冲刺上市 (2020-05-28)
2. 家电行业 2019 年报及 2020 一季报总结：共度时艰，未来可期 (2020-05-07)
3. 家电行业：疫情影响空调产销大幅下滑，线上促销火爆 (2020-03-19)
4. 家电行业专题报告：复工跟踪+复盘对比，疫情主要影响限 Q1 (2020-02-18)
5. 家电行业 2019 年数据点评：地产持续好转，行业景气度上行 (2020-01-19)
6. 家电行业专题报告：创造需求 小家电需求层次变换 (2020-01-14)

目 录

1 能效新标变化：统一等级体系，提高能效标准.....1

1.1 变频定频空调能效标准统一，新增低温环境空气源热泵热风机评定标准.....1

1.2 能效准入门槛大幅提高，定频空调受冲击最大.....2

2 新能效标准促进产品升级提价，头部品牌更具竞争优势.....3

3 能效要求提高倒逼零部件结构优化.....4

3.1 压缩机：变频压缩机替代加速，行业集中度持续上升.....5

3.2 换热装置：微通道换热器或迎发展契机.....5

3.3 节流装置：渗透率+变频空调占比提升驱动电子膨胀阀增长.....6

4 个股推荐：关注空调及上游零部件龙头企业.....8

5 风险提示.....8

图 目 录

图 1：2020W12-W23 空调零售量能效结构占比.....3
图 2：2016-2020m1-m5 变频空调内销量占比.....3
图 3：2020W12-W23 不同能效空调均价（元）.....4
图 4：2018-2020m4 一级市场空调均价（元）.....4
图 5：空调运行原理图.....4
图 6：2010-2019 冷年转子压缩机变频销量占比变化.....5
图 7：2018 年主要压缩机厂商销量.....5
图 8：铜管翅片式换热器.....6
图 9：微通道换热器.....6
图 10：2011-2020 前五月空调内外销变频空调占比.....7
图 11：2011-2020 前五月电子膨胀阀在变频空调中渗透率.....7

表 目 录

表 1：空调能效评价指标.....1
表 2：历年空调能效等级变更情况.....1
表 3：单冷式空调能效等级变化.....2
表 4：热泵型空调能效等级变化.....2
表 5：空调重要组成部件介绍.....4
表 6：电子膨胀阀内销增长测算（万台）.....7
表 7：重点关注公司盈利预测与评级.....8

1 能效新标变化：统一等级体系，提高能效标准

1.1 变频定频空调能效标准统一，新增低温环境空气源热泵热风机评定标准

空调能效标准体系主要评价指标为能效比指标，空调能效比指其能源转换效率之比，空调能效比越大，代表其制冷效率越高。我国主要采用的评级指标有 EER、SEER、APF 及 HSPF 等，其基本计算公式为:空调能效比=制冷量/制冷功率。

表 1：空调能效评价指标

指标名称	指标介绍	适用范围
EER	能效比 EER（energy efficiency ratio），在额定工况和规定条件下,空调器进行制冷运行时，制冷量与有效输入功率之比	定频空调
SEER	SEER(seasonal energy efficiency ratio）制冷季节能源消耗效率，主要计算在制冷季节期间，空调进行制冷运行时从室内除去的热量总和与消耗电量的总和之比	单冷式定频及变频空调
APF	APF (annual performance factor）全年能源消耗效率，计算空调在制冷季节和制热季节期间，从室内空气中除去的冷量与送入室内的热量的总和与通气兼内消耗的电量的总和之比	热泵型定频和变频空调
HSPF	HSPF（heating seasonal performance factor）供热季节性能系数，制热季节期间，空调器进行热泵制热运行时，送入室内的热量总和与消耗电量的综合之比	低环境温度空气源热泵热风机

数据来源：中国国家标准化管理委员会，西南证券整理

2019 年 12 月 31 日,中国国家标准化委员会公布 GB21445-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》（后简称新能效标准），2020 年 7 月 1 日开始，我国正式开始施行新能效标准，替代此前从 2010 年开始使用的 GB12021.3-2010《房间空气调节器能效限定值及能效等级》标准以及从 2013 年开始使用的 GB21455-2013《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能效等级》标准。此前的 GB12021.3-2010 标准和 GB21455-2013 分别适用定频空调和变频空调能效评价，新能效标准 GB21455-2019 同时适用定频和变频空调，统一了空调的评价体系。此外，新能效标准增加低环境温度空气源热泵热风机的能效评定，适应“煤改清洁能源”政策下低环境温度空气源热泵热风机的发展。

表 2：历年空调能效等级变更情况

	标准编号	适用范围	评定方法	实施开始日期	实施情况
历史能效等级标准	GB 12021.3-2000	定频空调	EER	2001-04-01	废止
	GB 12021.3-2004		EER	2005-03-01	废止
	GB 12021.3-2010		EER	2010-06-01	废止
	GB 21455-2008	变频空调	SEER	2008-09-01	废止
	GB 21455-2010		SEER	2010-06-01	废止
	GB 21455-2013		SEER（单冷型） APF（热泵型）	2013-10-01	废止
当前实施	GB 21455-2019	定频空调+变频空调	SEER（单冷型） APF（热泵型）	2020-07-01	正在实施
		低环境温度空气源热泵热风机	HSPF		

数据来源：中国国家标准化管理委员会，西南证券整理

1.2 能效准入门槛大幅提高，定频空调受冲击最大

新能效标准将单冷式空调和热泵式空调能效等级由旧能效标准的 3 级变成 5 级，其中变频应大于等于新能效等级的 3 级。2020 年 7 月 1 日之后不满足新能效标准的产品不可再生产，已生产完成的在 2021 年 7 月 1 日之后不可再销售。新标准下各能效等级相比于原有标准体系要求更加严格，将使得部分低能效产品面临淘汰压力。

单冷式空调：原三级能效变频空调及所有能效定频空调面临被淘汰压力。对于单冷式变频空调，原 1 级能效标准相当于新能效标准的 2 级，原 3 级能效标准要求低于新能效标准的 3 级要求，无法达到现有变频空调市场准入门槛；对于单冷式定频空调，原 1 级能效标准低于现行最低的 5 级能效标，所有无法达标的产品都将面临被淘汰风险。

表 3：单冷式空调能效等级变化

类别	适用范围	额定制冷量（CC/W）	能效等级							
现行能效标准	变频+定频（SEER）	GB 21455-2019	1 级	2 级	3 级	4 级	5 级			
		CC≤4500	5.8	5.4	5	3.9	3.7			
		4500＜CC≤7100	5.5	5.1	4.4	3.8	3.6			
		7100＜CC≤14000	5.2	4.7	4	3.7	3.5			
此前能效标准	变频空调（SEER）	GB 21455-2013		1 级	2 级	~~3 级~~				
		CC≤4500		5.4	5	~~4.3~~				
		4500＜CC≤7100		5.1	4.4	~~3.9~~				
		7100＜CC≤14000		4	4	~~3.5~~				
	定频空调（EER）	GB 12021.3-2010						~~1 级~~	~~2 级~~	~~3 级~~
		CC≤4500						~~3.6~~	~~3.4~~	~~3.2~~
		4500＜CC≤7100						~~3.5~~	~~3.3~~	~~3.1~~
		7100＜CC≤14000						~~3.4~~	~~3.2~~	~~3~~

数据来源：中国国家标准化管理委员会，西南证券整理

热泵型空调：原三级能效变频空调及原二级、三级能效定频空调面临被淘汰压力。对于热泵型变频空调，原 1 级能效标准相当于新能效标准的 2 级，原 3 级能效标准要求低于新能效标准的 3 级要求，无法达到现有变频空调市场准入门槛；对于热泵型定频空调，原 1 级、2 级能效定频空调分别相当于新能效标准下 4 级、5 级能效标准，原三级能效产品将被淘汰。

表 4：热泵型空调能效等级变化

类别	适用范围	额定制冷量（CC/W）	能效等级					
现行能效标准	变频+定频（APF）	GB 21455-2019	1 级	2 级	3 级	4 级	5 级	
		CC ≤ 4500	5	4.5	4	3.5	3.3	
		4500 < CC ≤ 7100	4.5	4	3.5	3.3	3.2	
		7100 < CC ≤ 14000	4.2	3.7	3.3	3.2	3.1	
此前能效标准	变频空调（APF）	GB 21455-2013		1 级	2 级	~~3 级~~		
		CC ≤ 4500		4.5	4	~~3.5~~		
		4500 < CC ≤ 7100		4	3.5	~~3.3~~		
		7100 < CC ≤ 14000		3.7	3.3	~~3.1~~		

类别	适用范围	额定制冷量（CC/W）	能效等级					
		GB 12021.3-2010				1 级	2 级	~~3 级~~
	定频空调 (EER)	CC ≤ 4500				3.6	3.4	~~3.2~~
		4500 < CC ≤ 7100				3.5	3.3	~~3.1~~
		7100 < CC ≤ 14000				3.4	3.2	~~3~~

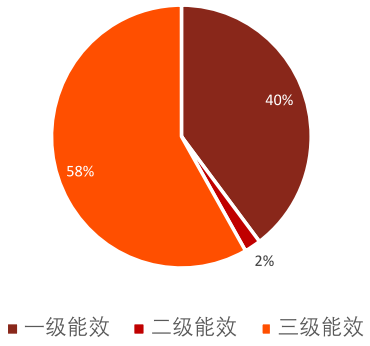
数据来源：中国国家标准化管理委员会，西南证券整理

2 新能效标准促进产品升级提价，头部品牌更具竞争优势

新能效标准下六成机型面临被淘汰压力。在新的能效标准体系下，原三级能效的定频空调、变频空调以及原二级能效标准的单冷式定频空调都不符合市场准入门槛。中怡康数据显示，2020 年 4-6 月空调零售中 1 级能效、2 级能效、3 级能效占比分别为 40%、2%、58%，这意味着六成左右的产品可能将不符合新能效标准要求。中怡康统计数据为线下家电卖场零售数据抽样调查所得，线下渠道中高端产品占比更高，因此中怡康统计结果中变频空调占比相较产业在线更高，而此次定频空调受新能效标准影响更大，因此无法达到新能效标准的空调产品或许比我们估计的 60%更高。

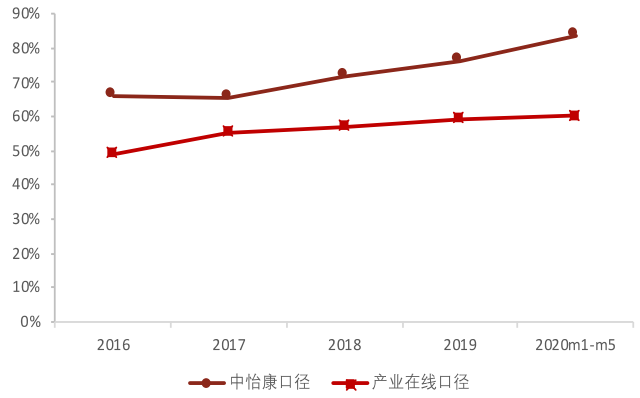
头部品牌对能效标准切换适应性更强。相较前一版标准，此次新能效标准虽然准入门槛全面提高，但头部空调品牌实际能效往往高于原标准的最低准入门槛，新标实施后旧产品仍能满足新要求，其转换成本相比尾部品牌更低。同时头部品牌的产品空调变频比例更高，而此次新能效标准对定频空调影响最大，因此头部企业受到的冲击更小。

图 1：2020W12-W23 空调零售量能效结构占比



数据来源：中怡康，西南证券整理

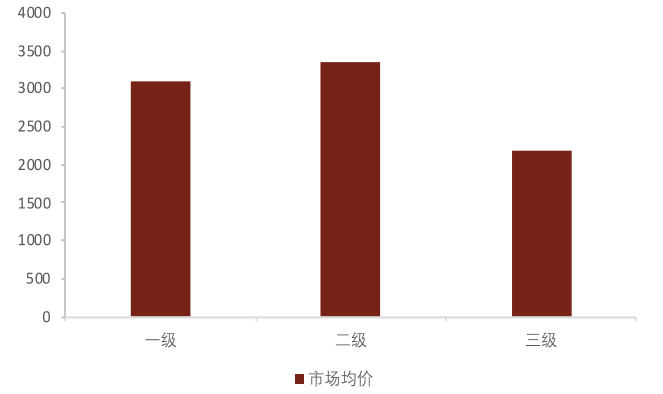
图 2：2016-2020m1-m5 变频空调内销量占比



数据来源：中怡康，产业在线，西南证券整理

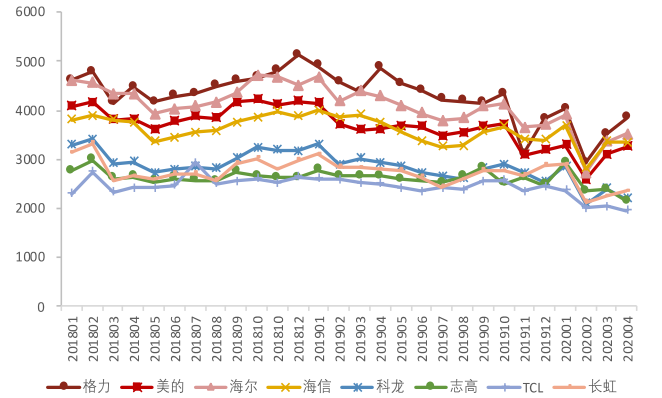
能效要求提高将显著提升空调成本与均价，尾部企业低价优势将被削弱。中怡康数据显示，2020 年 4-6 月空调一、二、三级能效产品零售均价分别为 3092、3352、2192，一、二级能效产品均价高出三级能效 50%以上。新能效标准开始实施之后，大部分三级能效产品将面临淘汰，这将显著提升空调均价。同时空调能效要求提高会提高空调的成本，因此我们预计虽然短期行业或因加快出清已生产的低能效产品导致激烈的价格竞争，但中长期来看价格战将趋缓。分品牌来看，格力、美的、海尔等头部品牌定价能力显著高于尾部企业，2019 年行业龙头开始促销导致空调均价下滑，头部品牌与尾部品牌价差缩小。未来随着空调成本提高，原本毛利空间较小的尾部品牌或因被迫提价而丧失原有的低价优势，市场份额将进一步被头部企业挤压。

图 3：2020W12-W23 不同能效空调均价（元）



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 4：2018-2020m4 一级市场空调均价（元）



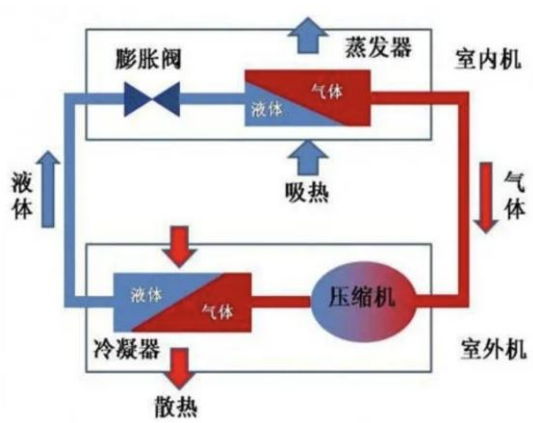
数据来源：中怡康，西南证券整理

3 能效要求提高倒逼零部件结构优化

空调制冷的一个周期需要经历几个过程：（1）压缩机：将蒸发器中的制冷剂蒸汽吸入，并将其压缩到冷凝压力，然后排至冷凝器；（2）蒸发器：将来自压缩机的高压制冷剂蒸汽冷凝成液体；（3）膨胀阀：制冷剂液体流过节流装置时，压力由冷凝压力降到蒸发压力，一部分液体转化为蒸汽；（4）冷凝器：使经节流装置供入的制冷剂液体蒸发成蒸汽，以达到蒸发吸热制冷的效果。

压缩机、蒸发器、冷凝器、膨胀阀是影响空调能效的主要构成部件，新能效标准对以上零部件效率提出更高要求，将加快各零部件行业产品升级过程。

图 5：空调运行原理图



数据来源：公开资料，西南证券整理

表 5：空调重要组成部件介绍

名称	功能	图片
压缩机	将蒸发器中的制冷剂蒸汽压缩后排至冷凝器	
冷凝器	将来自压缩机的高压制冷剂蒸汽冷凝成液	
膨胀阀	节制液态制冷剂的流量	
蒸发器	供液态制冷剂蒸发吸热	

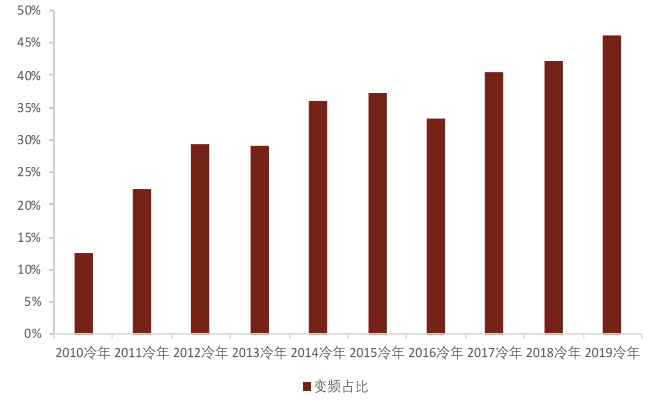
数据来源：公开资料，西南证券整理

3.1 压缩机：变频压缩机替代加速，行业集中度持续上升

新能效标准将促进变频压缩机占比提升。压缩机是空调制冷的核心部件，也是最主要的耗电单元。因此新能效标准实施后空调要想提高能效比，必然衍生出对高能效压缩机的需求。2010 冷年至 2019 冷年转子压缩机变频销量占比从 12.6%提升至 46.2%，预计未来两年变频压缩机将加速对定频压缩机的替代。

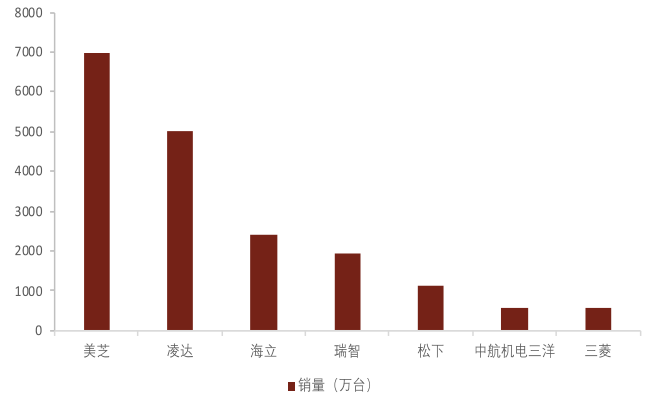
压缩机行业集中度将进一步提升。国内空调行业集中度较高，格力、美的等空调龙头大多已实现压缩机自产自供，因此美芝、凌达等背靠空调整机龙头的压缩机厂商相比于尾部压缩机厂商获得了明显的竞争优势。就下游空调整机端而言，头部企业对高能效的高端产品布局更好，提高能效标准会加速行业出清，使得空调市场集中度进一步提升。从压缩机市场份额来看，近年来行业 CR3 持续提升，2019 冷年 CR3 高达 71.6%，尾部企业的生存空间越来越小。

图 6：2010-2019 冷年转子压缩机变频销量占比变化



数据来源：产业在线，西南证券整理

图 7：2018 年主要压缩机厂商销量



数据来源：产业在线，西南证券整理

3.2 换热装置：微通道换热器或迎发展契机

空调的换热装置主要是冷凝器和蒸发器，现行主流的空调换热器主要是风冷式换热器，一般采用铜管铝翅片结构，如果要提升效率，可采取的方案一般是增大换热面积、优化组件形状等，对换热效率的提升空间有限。

微通道换热器主要由集流管、多通道 扁管和百叶窗翅片三部分组成，扁平管内有数十条细微流道,在扁平管的两端与圆形集管相联，集管内设置隔板，将换热器流道分隔成数个流程，因为其尺度微细，面积体积比增大，表面作用增强，从而带来传递效果的明显增强。与常规换热器相比，同等制冷效率下，微通道换热器能效平均提高可达 30%以上，体积减少 30%以上，材料重量减少约 50%，制冷剂使用量可以减少 30%以上。

图 8：铜管翅片式换热器



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 9：微通道换热器



数据来源：公开资料，西南证券整理

如果要通过改进换热器以提升空调能效表现，传统铜管翅片式换热器提升空间有限，而微通道换热如果能解决磕碰、排水等方面存在的问题，或许将逐渐对铜管翅片式换热器形成替代。但当前格力、美的等家电整机企业有自己的铜管、铝片生产线，整机企业大批量应用微通道换热器或许动力不足。

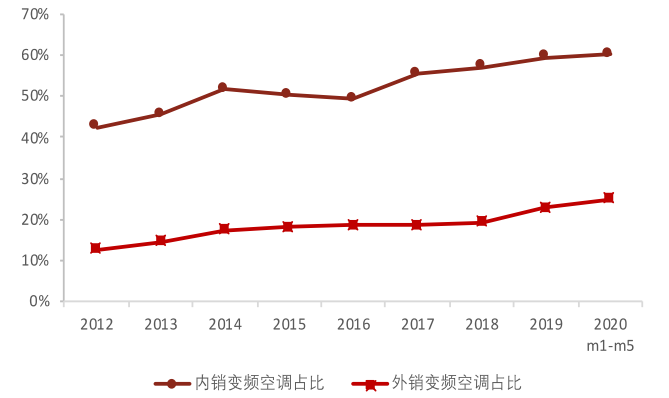
3.3 节流装置：渗透率+变频空调占比提升驱动电子膨胀阀增长

电子膨胀阀主要应用于高能效变频空调。空调常用的节流装置有电子膨胀阀、热力膨胀阀、毛细管等，其中电子膨胀阀是变频空调里特有的部件，其利用被调节参数产生的电信号，控制施加于膨胀阀上的电压或电流，进而调整冷媒的流量来实现低速低功率的运转，使得空调更加节能，比热力膨胀阀等传统的节流装置调节反应更快、效率更高。此前能效标准体系下，大部分一级能效变频空调以及格力的部分二级能效变频空调中有应用电子膨胀阀。

近年来内外销变频空调占比及电子膨胀阀在变频空调中渗透率皆呈上升趋势。从变频空调占比来看，2012 年至今，我国内销变频空调占比从 42.37%提升到 60.19%，外销变频空调占比从 12.66%上升至 24.85%，我国空调市场内外销变频空调占比都呈上升趋势，且国内变频空调占比提升较快；从电子膨胀阀渗透率来看，2012 年至 2019 年我国电子膨胀阀销量与变频空调销量比值从 50.39%上升至 88.42%，其中 2020 年前五个月比值下降主要因空调内销受阻外销占比提升，而空调外销中变频空调占比较低导致。

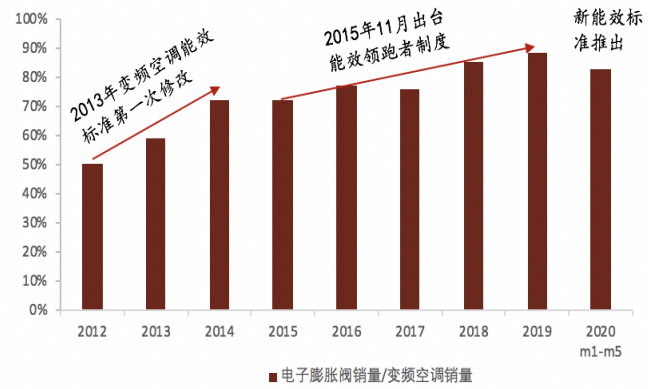
能效标准提升会短时间迅速提升电子膨胀阀渗透率。回顾 2012 年至今电子膨胀阀渗透率提升过程，我们认为 2012-2014 年电子膨胀阀渗透率提升主要是由空调能效标准修改驱动，而 2015 年-2019 年渗透率提升主要由能效领跑者制度驱动。空调能效标准修改对空调厂商而言具有强制约束效应，因此 2013 年变频空调标准修改后电子膨胀阀渗透率迅速在两年内从 50.39%提升至 71.93%；2015 年 11 月，发改委、工信部、质检总局三部委联合发布《转速可控型房间空气调节器能效“领跑者”制度实施细则》，该细则对获得能效“领跑者”认证的产品给予优先政府采购等政策支持，属于引导性政策而非强制性规定，因此对空调市场的影响较为温和。而此次的新空调能效政策要求 2020 年 7 月 1 日不得生产达不到能效标准产品，已生产产品在 2021 年 7 月 1 日之后也不得销售，此次能效标准升级预计将对 60%以上的产品造成影响，影响范围大、缓冲时间短，我们预计将在短期内刺激电子膨胀阀渗透率快速提升。

图 10：2011-2020 前五月空调内外销变频空调占比



数据来源：产业在线，西南证券整理

图 11：2011-2020 前五月电子膨胀阀在变频空调中渗透率



数据来源：产业在线，西南证券整理

基于变频空调占比提升和电子膨胀阀渗透率提升的基本判断，我们认为电子膨胀阀短期销售将快速增长。我们基于如下假设对电子膨胀阀内销量增长进行了预测：

（1）2020 年、2021 年变频空调内销占比分别同比提升 4pp、5pp，外销变频空调占比每年提升 1.5pp。

（2）2020 年、2021 年电子膨胀阀在变频空调中渗透率每年提升 5pp。

（3）对空调内外销增速进行假设：2020 年、2021 年空调内销分别增长 5%、5%，外销增长 5%、5%。

从定量测算来看，电子膨胀阀 2020 年、2021 年预计内销量为 6883 万只、8200 只，对应增速为 14.41%、19.14%，分别为当年空调增速的 2.88 倍和 3.83 倍。

表 6：电子膨胀阀内销增长测算（万台）

时间	空调总销量	空调内销量	空调外销量	变频空调总销量	变频空调内销量	变频空调外销量	内销变频空调占比	外销变频空调占比	电子膨胀阀内销量/变频空调销量	电子膨胀阀内销量	电子膨胀阀内销增速	空调总销量增速	电子膨胀阀增速/空调增速
2012	10413	5715	4698	3016	2421	595	42.37%	12.66%	50.39%	1520			
2013	11114	6236	4877	3551	2844	706	45.61%	14.48%	59.14%	2100	38.17%	6.73%	5.67
2014	11607	7016	4590	4418	3619	798	51.59%	17.39%	71.93%	3178	51.33%	4.44%	11.57
2015	10656	6288	4367	3947	3153	792	50.14%	18.13%	71.88%	2837	-10.72%	-8.19%	1.31
2016	10816	6044	4771	3859	2973	885	49.19%	18.55%	77.43%	2988	5.32%	1.50%	3.54
2017	14238	8875	5377	5916	4921	995	55.45%	18.50%	75.72%	4479	49.91%	31.64%	1.58
2018	15179	9280	5894	6429	5303	1132	57.14%	19.20%	85.00%	5465	22.01%	6.61%	3.33
2019	15063	9218	5846	6804	5474	1330	59.38%	22.75%	88.42%	6016	10.08%	-0.76%	-13.19
2020m1-m5	5890	2812	3077	2457	1693	765	60.19%	24.85%	82.90%	2037	-21.30%	-21.83%	0.98
2020E	15817	9679	6138	7830	6213	1618	64.19%	26.35%	87.90%	6883	14.41%	5.01%	2.88
2021E	16608	10163	6445	8827	7032	1795	69.19%	27.85%	92.90%	8200	19.14%	5.00%	3.83

数据来源：产业在线，西南证券

4 个股推荐：关注空调及上游零部件龙头企业

我们预计 2020 年 7 月 1 日实施的 GB21445-2019 空调能效标准将使高能效变频空调产品占比快速提升，使得在高端产品布局上更完善的空调龙头企业受益。此外，新能效标准还将加速上游变频压缩机替代过程，同时提升电子膨胀阀在变频空调中的渗透率，利好具有技术优势的上游零部件厂商。

具体到个股方面，我们继续推荐高端产品布局更完善且拥有自配套压缩机产能的空调龙头企业美的集团（000333）、格力电器（000651），以及电子膨胀阀全球市占率第一的空调阀件龙头三花智控（002050）。

表 7：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000333.SZ	美的集团	71.63	买入	3.60	3.89	4.36	19.90	18.41	16.43
000651.SZ	格力电器	59.40	持有	4.11	4.08	4.58	14.45	14.56	12.97
002050.SZ	三花智控	22.96	持有	0.52	0.57	0.65	44.15	40.28	35.32

数据来源：聚源数据，西南证券

5 风险提示

原材料价格大幅波动、海外疫情控制不力、空调厂商加速出清低能效产品导致短期业绩下滑等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn