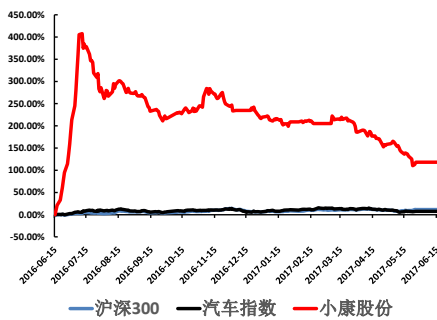


投资评级：买入（首次）
小康股份（601127）
市场数据 2017年5月26日

收盘价(元)	18.03
一年内最低/最高(元)	17.00/45.92
市盈率	26.95
市净率	4.49

基础数据

净资产收益率(%)	13.34
资产负债率(%)	76.94
总股本(亿股)	8.93

最近12月股价走势

联系信息

证券分析师:	李永良
SAC 证书编号:	S0160511030007
研究助理:	吴鹏
电话:	0571-87821868
Email:	wupeng@ctsec.com

相关报告
SUV 稳健增长，为新能源布局保驾护航
投资要点:
● 弹簧起家历经多次转型，商转乘打开新一轮成长空间

小康股份成立于1986年，起初以弹簧生产制造为主，后历经了从减震器(1996年)到摩托车(2002年)、从摩托车到商用车(2005年)的两次转型。现阶段公司又从商用车成功转型至乘用车，并开启了科技创新发展新能源汽车之路。现在生产、销售的主要产品为运动型多用途乘用车(SUV)、多功能乘用车(MPV)、交叉型乘用车和商用车等。

● 夯实燃油车主业，主攻SUV

公司此前一直是微货微面领域领先企业，但随着市场消费结构的变化，公司随之及时调整产品结构，积极布局MPV与进军SUV市场。公司认为SUV在未来3到5年仍将维持较高增速，因此未来公司将主攻SUV市场。产品方面，公司将加快产品投放节奏，下半年将推出一款价位7万元左右的紧凑型SUV，明年将推出两款新车型，此后每年都将至少推出一款新车型。渠道方面，公司此前主要面向三线及以下城市，而目前新增经销商将积极开发一二线城市。随着公司SUV新品持续投放，产品力不断提升推使价格上移，营销网络有序铺设，公司传统燃油车板块将实现业绩稳健增长，有望为公司积极布局的新能源乘用车保驾护航。

● 销售推广发力，促进产品放量

公司还积极布局新能源汽车领域，着力打造对标特斯拉的新能源乘用车品牌。目前公司全资子公司重庆金康新能源已获得国内第八张新能源汽车牌照，并计划建成年产5万辆的新能源汽车产能。研发方面，公司于2016年在国硅谷建立研发中心，并引进特斯拉创始人兼原CEO马丁、特斯拉与LUCID三电系统总设计师等新能源核心技术专家，打造顶尖新能源汽车团队，力争打造新能源超级核心技术。随着新能源浪潮逐步袭来，国内新能源市场有望持续扩容，公司深度布局中高端新能源汽车，有望在中高端新能源汽车领域斩获先发优势。

● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为0.81元、1.02元、1.22元，对应2017~2019年PE分别为22.26倍、17.60倍、14.74倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 1：公司财务及预测数据摘要

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10554	16192	25346	32135	38707
增长率	12.1%	53.4%	56.5%	26.8%	20.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	372	514	723	914	1092
增长率	23.9%	37.9%	40.8%	26.5%	19.4%
每股收益(元)	0.50	0.58	0.81	1.02	1.22
市盈率(倍)	43.21	31.34	22.26	17.60	14.74

数据来源：Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

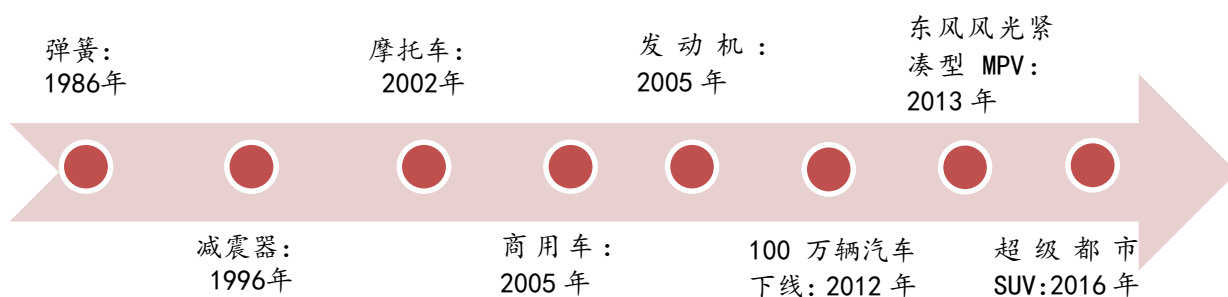
以才聚财，财通天下

1. 公司概况

1.1 公司简介

小康股份成立于1986年，起初以弹簧生产制造为主，后历经了从减震器（1996年）到摩托车（2002年）、从摩托车到商用车（2005年）的两次转型。现阶段公司又从商用车成功转型至乘用车，并开启了科技创新发展新能源汽车之路。当前公司的主营业务为汽车整车及其发动机、零部件的研发、生产、销售和服务。现在生产、销售的主要产品为运动型多用途乘用车（SUV）、多功能乘用车（MPV）、交叉型乘用车和商用车等。主要产品有风光580、风光370、风光330等。

图 1：公司发展历程

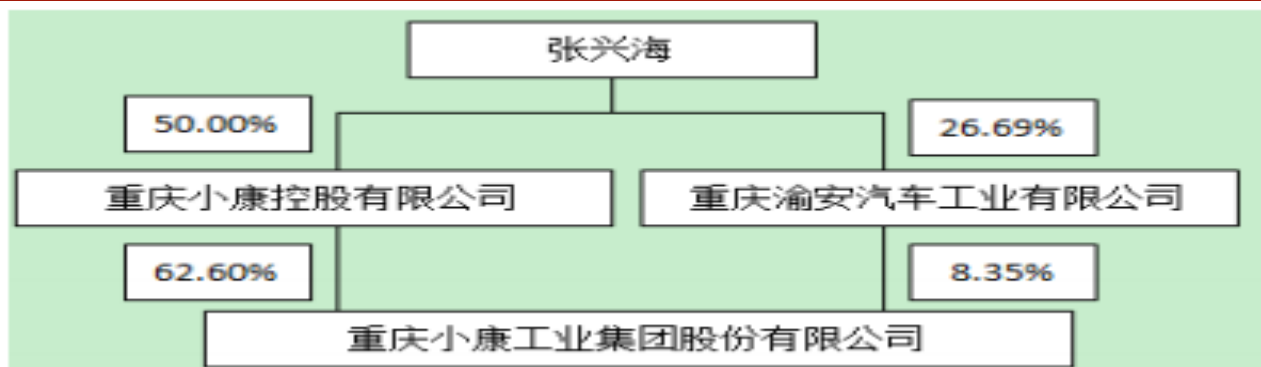


数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.2 公司股权结构

公司股权结构较为简单，控股股东为小康控股，控股比例达62.60%。实际控制人为张兴海先生，其为小康工业集团股份有限公司董事长兼总裁，通过持有小康控股50%股权和持有渝安汽车26.69%股权，间接持有小康工业70%以上表决权。

图 2：公司股权结构（截至 2016 年年报披露日）



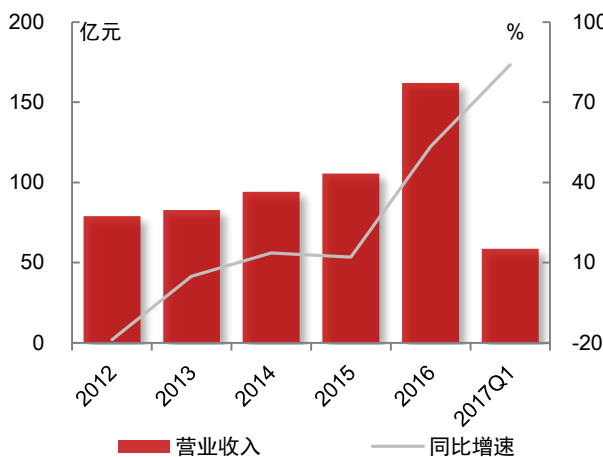
数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

1.3 公司业绩情况

2016年公司实现营业收入161.92亿元，同比增长53.42%，实现归母净利润5.14亿元，同比增长37.91%，营收与归母净利润均实现快速增长。造成公司业绩快速提升的主要原因包括两方面：（1）2016年国内汽车行业景气度较高带动公司产品销量大增，2016年国内汽车产销均突破2800万辆，增速14%，在此背景下公司整车与发动机等销量大幅提升，全年公司实现汽车销量 37.92 万辆，同比增长 36.7%，助力业绩释放。（2）最为重要的是公司转型升级与内部产品结构显著调整。公司于2016年实现了由商用车向乘用车的成功转型，自主研发的首款SUV产品东风风光580上市，上市后受到市场高度热捧，连续5个月销量破万，半年销售8.67万辆。随着公司产品结构中盈利能力更强的SUV产品占比提升，公司盈利能力与业绩得以大幅提升。

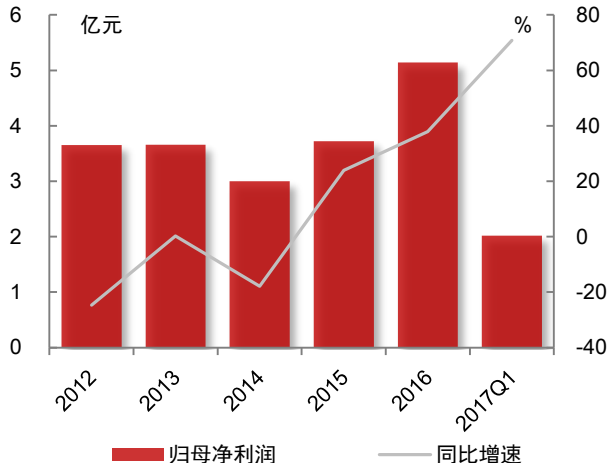
从毛利率角度来看，公司盈利能力随着产品结构调整有显著提升。2017Q1/2016/2015公司毛利率分别为20.89%/19.34%/19.31%。除此之外，公司期间费用也有所降低，相对于2015年，2016年公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别上升0.1个百分点、下降1.14个百分点与下降0.14个百分点。整体费用水平下降导致公司净利率进一步提升，2017Q1/2016/2015公司净利率分别为4.88%/3.92%/3.68%。未来随着盈利能力更强的SUV产品占比不断提升（17年占比有望从此前的35%提升至50%），公司整体盈利能力仍有较大提升空间。

图 3：公司营业收入及增速



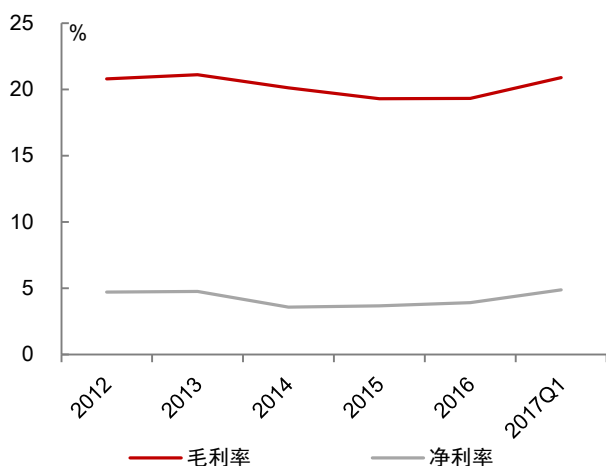
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速



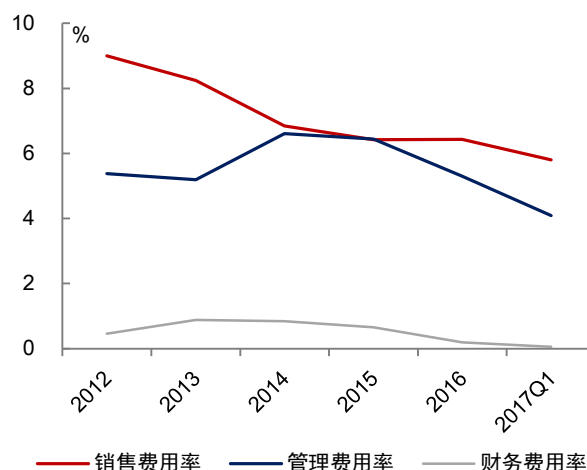
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 5：公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

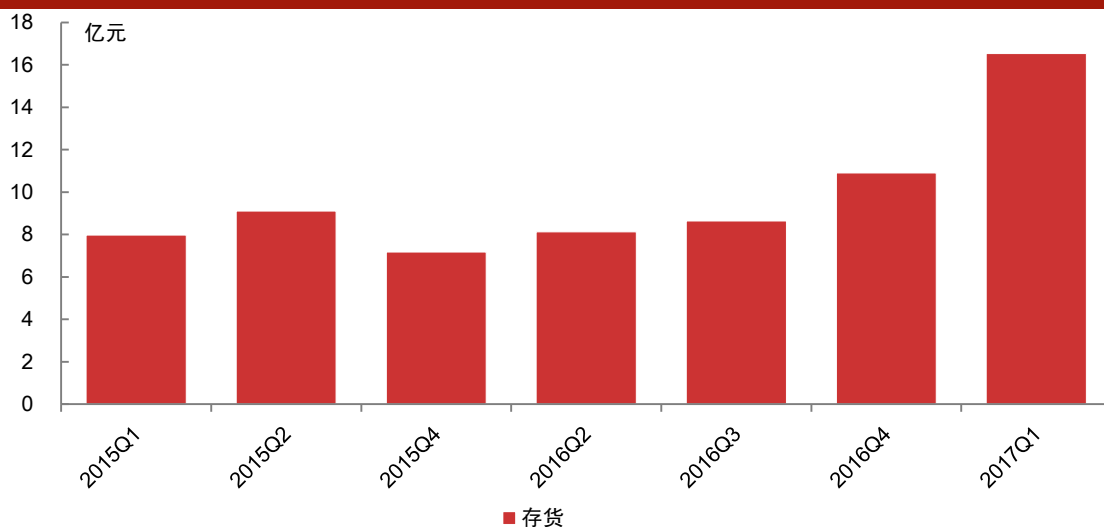
图 6：公司期间费用率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

2017年一季度公司存货余额走高，2016年末存货余额10.91亿元，2017年一季度末存货余额16.53亿元，环比增长51.51%。根据我们调研了解公司存货大幅提升的主要原因系公司原材料库存提升。整车库存较少，此前风光580基本处于脱销状态，少有库存。

图 7：公司一季度存货走高



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

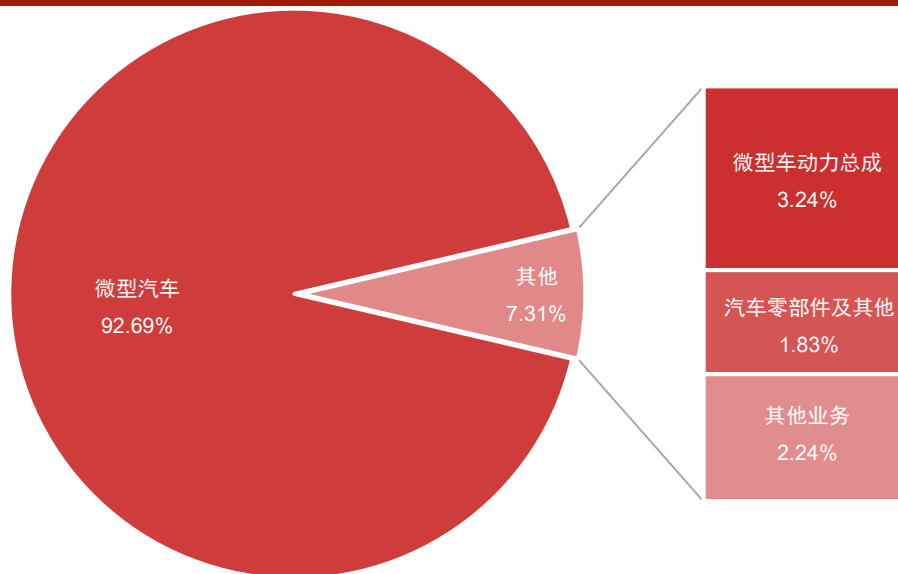
2. 公司主要产品

2.1 公司收入结构

小康股份从弹簧起家，历经了减震器到摩托车、摩托车到商用车、商用车到乘用车的多次转型，但公司最为人所熟知的当属微货微面产品，近些年微面市场大有

被SUV、MPV替代的趋势，因此公司将产品中心转向SUV与MPV，推出了风光580、风光370、风光330等多款产品。目前公司已摒弃了此前的传统业务摩托车整车与摩托车减震器，收入来源主要包括微型汽车、汽车发动机、汽车零部件以及其他业务。2016年，公司微型汽车实现营业收入150.09亿元，占比92.69%，微型车发动机总成实现营业收入5.24亿元，占比3.24%，汽车零部件实现营业收入2.96亿元，占比1.83%，其他业务营收3.63亿元，占比2.24%。总体看来，整车及发动机为公司主要收入来源。

图 8：公司 2016 年收入结构



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 9：公司 2016 年各产品销量

主要产品	生产量 (辆/台)	同比增速 (%)	销售量 (辆/台)	同比增速 (%)	库存量 (辆/台)	同比增速 (%)
MPV	171836	6.63	169187	5.92	5947	78.00
SUV	87161	-	86749	-	519	-
交叉型乘用车	49033	-11.47	44426	-19.76	3208	34.23
微货	73606	25.24	78877	26.80	5948	7.70
发动机	473906	47.61	471273	46.36	7893	35.22

数据来源：公司公告、财通证券研究所

2.2 公司明星车型

2016年6月21日，公司自主研发的首款超级都市SUV东风风光580在博鳌上市。风光580首推行业独有的7年15万公里超级质保，具备精致的制造工艺与品质保证，并通过C-NCAP五星安全碰撞试验、牙克石极寒测试、珠峰挑战测试，彰显产品品质。风光580上市后受到市场高度热捧，表现强劲，连续9个月销量破万，去年半年销售8.67万辆。在2016年12月，在8-12万细分市场SUV市场跻身前8位，该月市

市场占有率3.9%。

2017年4月份风光580销量显著下滑，根据我们对公司的调研了解到，销量下滑的主要原因是：一季度乘用车市场景气度整体下行（一般而言春节后微货微面较为景气，春节前乘用车较为景气），公司产品也随之下滑；一般车企在淡季会压库存让销量数据更加亮眼，而公司在市场不好的情况下仍在收库存。

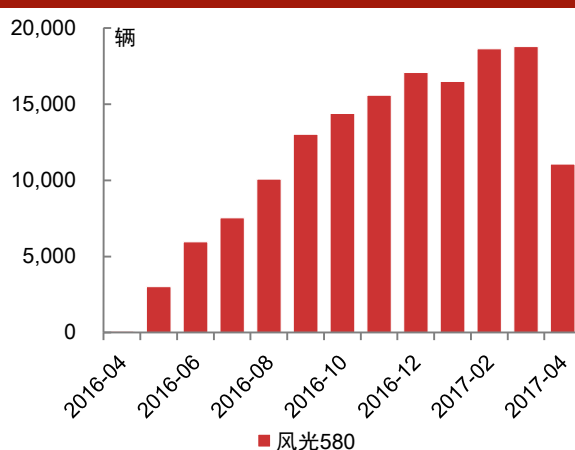
公司坚定看好未来3到5年SUV市场，并积极布局SUV产品线。下半年公司还将推出一款紧凑型SUV，力争将风光580+紧凑型SUV新品做到年销量20万辆，整个SUV产品占公司整车比例达到50%。

图 10：风光 580



资料来源：汽车之家，财通证券研究所

图 11：风光 580 销量表现



资料来源：中汽协，财通证券研究所

3. 公司竞争优势分析

3.1 夯实燃油车主业，主攻 SUV

公司此前一直是微货微面领域领先企业，但随着市场消费结构的变化，公司随之及时调整产品结构，积极布局MPV与进军SUV市场。由于国内微面市场总体呈现下滑趋势，参考日本经验，微面在日本生存的时间也仅20年，此后逐渐被MPV替代，因此MPV此前增速迅猛的主要原因是微面的替代需求提升，而随着替代需求逐渐释放，近几年或此后MPV的高增速难以维系。根据对公司的调研了解，国内MPV市场将维持年销20-30万的市场空间，公司力争获得稳定的10%的市场份额。相对于MPV，公司认为SUV在未来3到5年仍将维持较高增速，因此未来公司将主攻SUV市场。产品方面，公司将加快产品投放节奏，下半年将推出一款价位7万元左右的紧凑型SUV，明年将推出两款新车型，此后每年都将至少推出一款新车型。并且随着产品力持续提升，公司将不断向上挑战10-15万元、甚至15-20万元市场。渠道方面，公司此前主要面向三线及以下城市，而目前新增经销商将积极开发一二线城市。2016年公司网点达700余家，经销商达200余家，2017年公司计划达到1000余家网点与300多家经销商。随着公司SUV新品持续投放，产品力不断提升推使价

格上移，营销网络有序铺设，公司传统燃油车板块将实现业绩稳健增长，有望为公司积极布局的新能源乘用车保驾护航。

3.2 聚焦新能源，对标特斯拉

在传统燃油车积极布局SUV，获得业绩稳健增长的同时，公司还积极布局新能源汽车领域，着力打造对标特斯拉的新能源乘用车品牌。目前公司全资子公司重庆金康新能源已获得国内第八张新能源汽车牌照，并计划建成年产5万辆的新能源汽车产能。研发方面，公司于2016年在国硅谷建立研发中心，并引进特斯拉创始人兼原CEO马丁·艾伯哈德、特斯拉与LUCID三电系统总设计师等新能源核心技术专家，打造顶尖新能源汽车团队，力争打造新能源超级核心技术：

- 国际领先的三电系统：美国AC Propulsion公司国际领先的电机、控制器及电池组装核心技术及专利，同时由马丁·艾伯哈德提供三电技术支持。
- 轻量化：与拥有60多年历史的QMC公司合作，进行铝合金车身的研发。
- 智能化：与美国密西根大学合作研发智能驾驶和自动驾驶技术。

公司新能源产品定位高端，着力打造“特斯拉式的三电系统+宝马式的车辆工程”。产品大体分为三个档次，一是大众型电动车S007，续航里程大于150KM，价格区间10-20万元，预计2018年中量产；二是明星车型S106，对标特斯拉Model 3，价格区间20-30万元，续航里程300-500KM，预计2018年底量产；三是品牌产品S306，对标特斯拉Model S，续航里程大于600KM，预计2019年量产。整个新能源业务板块，公司将采取“先外后内”战略，先于美国打造新能源汽车全产业链，品牌打响后再回归国内，计划总投资100亿元，包括产品与品牌投资40亿元，工厂投资30亿元，电芯投资30亿元。目前公司新能源研发顺利进行，将于明年美国车展展出样车。而随着新能源浪潮逐步袭来，国内新能源市场有望持续扩容，公司深度布局中高端新能源汽车，有望在中高端新能源汽车领域斩获先发优势。

4 盈利预测与投资建议

公司未来主要看点是SUV新产品销量及新能源乘用车研发进展。预计公司2017~2019年EPS分别为0.81元、1.02元、1.22元，对应2017~2019年PE分别为22.26倍、17.60倍、14.74倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

国内汽车市场景气度不及预期；公司SUV新品销量不及预期；公司新能源乘用车研发生产不及预期。

表 2：公司利润表预测

单位：百万元

科目	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	16192	25346	32135	38707
减：营业成本	13061	20467	25949	31256
营业税金及附加	507	793	1006	1212
销售费用	1041	1731	2195	2644
管理费用	858	1303	1638	1963
财务费用	31	12	9	25
投资收益	17	17	17	17
资产减值及公允价值变动	(43)	(64)	(80)	(94)
其他收入	0	0	0	0
二、营业利润	669	993	1276	1531
加：营业外收支净额	109	103	110	124
三、利润总额	778	1096	1386	1655
减：所得税	143	202	255	305
减：少数股东损益	122	171	216	259
五、归属母公司股东净利润	514	723	914	1092
基本每股收益(元)	0.58	0.81	1.02	1.22

数据来源：Wind，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。