

定增助力新发展，多元化值得期待

增持 首次

目标价格：暂无

投资要点：

- 近期我们到公司与管理层进行了交流，下文附调研纪要。
- 公司目前市值不到22亿，计划定增10亿元，未来除继续发展制冷管路外，公司将通过金融投资拓展新业务，进行多元化发展。
- 康盛股份是其实际控制人陈汉康的唯一上市公司资产。陈汉康控股的浙江润成拥有以新能源汽车配件为主线的产业链和产业集聚群。

报告摘要：

- **原有发展良好，新项目还在培育期，期待未来爆发。**正公司1Q14收入增长22%，原有业务盈利还是有增长的。但募投项目还在培育期，投产后折旧等固定费用大幅增加使得营业利润下降。公司募投项目以铝代铜为主，仅空调铝代铜的市场空间就在400-500亿元，未来一旦爆发，公司将凭借先发优势，迅速占领市场。
- **非公开增发10亿元已通过股东大会，一旦完成，公司将开启新生机。**本次增发对象分别是浙江润成（占增发的30%）、星河资本（30%）、拓洋资本（30%）、富鹏投资（10%）。其中浙江润成是实际控制人陈汉康全资子公司。这充分体现大股东和资本对公司未来的看好。公司未来在新业务拓展上可获得投资者的资金、咨询等多方面的帮助。
- **公司实际控制人拥有新能源汽车配件产业，目前发展迅猛。**康盛股份是其实际控制人陈汉康的唯一上市公司资产。陈汉康控股的浙江润成控股集团拥有以新能源汽车配件为主线的产业链和产业集聚群，**2014年预计2-3亿收入，净利润大概2000-3000万。**陈汉康对产业大方向有清晰的判断，其出色的管理能力是公司未来大发展的坚实基础。
- **盈利预测及评级：**预计2014-2016年净利润增速分别为-216.5%，526.6%，40.1%，对应EPS分别为-0.05, 0.19和0.27。预计公司今年有所亏损，但考虑基本确定今年是公司的经营底部，且多元化发展路径清晰，给予“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,332	1,473	1,728	2,011	2,466
增长率 (%)	17.3%	10.6%	17.3%	16.4%	22.7%
归母净利润(百万)	56.4	14.7	-17.1	72.9	102.2
增长率 (%)	-28.0%	-74.0%	-216.5%	526.6%	40.1%
每股收益	0.25	0.05	-0.05	0.19	0.27
市盈率	37.7	189.5	-206.1	48.3	34.5

家电行业研究组

分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：021-65051165

Email: jiangyi@hysec.com

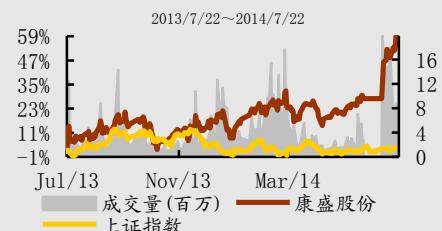
研究助理：

笪佳敏

电话：021-65051165

Email: dajiamin@hysec.com

市场表现



相关研究

《家电行业：精选家电中的成长股》 2014/7/21

《家电行业：寻找转型公司的投资机会》 2014/7/13

《东方电热：斩获2亿订单，景气拐点进一步确认》 2014/7/7

《家电行业：行业低迷倒逼企业求变》 2014/7/6

《华帝股份：控制人变更，奠定长期发展基础》 2014/7/2

《家电行业：重视个股逻辑》 2014/6/29

《东方电热：海工业务落地，持续推动股价》 2014/6/25

《近期已现个股行情》

目录

调研纪要	4
------------	---

插图

图 1：定增完成后的股权结构.....	5
图 2：财务数据及预测.....	6

调研纪要

事件描述：我们近期赴浙江千岛湖，与公司管理层就公司经营及未来发展作了深入交流，核心内容如下：

1、浙江润成：新能源汽车业务收入有望持续成倍增长

新能源汽车领域的新增，收入成倍增长：浙江润成是控股股东陈汉康先生的另一全资子公司，主营新能源汽车领域的电机、电空调和电控，建有柳州、荆州、成都、合肥和杭州六大生产研发基地。2011年浙江润成开始大规模投入研发，在新能源汽车这一块，2011-2013年都是投入期，连续亏损，2014年公司预计2-3亿收入，净利润大概2000-3000万，未来几年的收入目标是保持成倍增长，发展势头迅猛。

只做电机、电控和电空调，不做电池是战略性选择：新能源汽车主要技术有“四大电”-电池、电机、电控和电空调；润成布局了其中三电，之所以不做电池，是因为电池技术还不够成熟，发展路径不清晰，未来存在被颠覆的可能，而其他三电技术只会提升不太可能发生革命性变化，技术提升可以通过技改来解决，如果是技术颠覆的化，就意味着重头再来，这对民营企业而言，压力非常大，因此只选择做“四电”中的三电。

产品线丰富，客户遍及国内一线厂商：公司产品覆盖稀土永磁电机、电空调和电控，具备成套化的供应能力，下游应用领域广泛，具备配套新能源公交车、客车和小轿车等各式新能源汽车的能力，目前已经进入一汽、广汽、广汽、银通、比亚迪和众泰等国内一些新能源汽车厂商的供应链。根据客户的自身需求，公司既可以提供成套化产品又可以供应单品，其中电机价格十多万，电空调3-5万，目前光是银通就有3个亿的意向合同。

与竞争对手松芝股份等相比，公司重视人才和技术，具备成套化配套能力：在新能源汽车领域，公司非常重视人才、技术研发和激励，核心技术骨干均有股权。公司之所以有六个生产研发基地，主要是考虑到人才的分布，例如在柳州建立涡旋式压缩机研发生产基地，就是因为压缩机人才大部分来自柳州。在竞争优势方面，与松芝股份等竞争对手相比，公司具备完整的产业链和成套化的配套能力，以电空调为例，公司拥有压缩机、换热器、电机等一体化产业链，成本优势明显。另外，与竞争对手相比，公司具备成套化配套能力，在国内是唯一能够既能做到电机和电控的企业，对于下游应用企业而言，如果电控不好的话，同样的电机只能发挥70%的功效，因此非常重视上游企业的成套化能力。

2、业绩回顾与展望：

受折旧和财务费用拖累，2013年以来业绩大幅下滑，预计今年亏损的概率较大。2013年以来公司5个募投项目集中投产，折旧费用和运营资金需求大幅增加（公司去年折旧费用和财务费用分别高达6500万、7100万），但募投项目下游空调铝代铜的需求增长低于预期，募投项目需求不振和费用高企压制了公司业绩表现。今年来看折旧和财务费用依旧很高，由于募集资金最早也要到4季度才能到位，因此今年一季度亏损的情况有可能延续到年底。

募投项目盈利状况大幅好转，铝代铜业务收入翻番增长：去年5个募投项目只有一个盈利，今年一季度已经有4个项目实现盈利，未盈利的铝板项目是为铝代铜项目配套的，铝代铜上量慢，目前依据亏损。公司铝代铜项目2011年5000万收入，2012年1个多亿的收入，2013年2个多亿收入，2014年上半年大概2个多亿，全年预计4个多亿，8亿是项目盈亏平衡点，未来有望继续翻番增长。随着明年募投项目收益的翻番增长和公司经营重心的调整，明年的业绩展望较为乐观。

收购海尔子公司海达盛，深度绑定与海尔的合作关系。公司前期收购的青岛海达盛是青岛海尔数码智能科技有限公司旗下专业生产冷凝器和蒸发器的制冷配件企业。海尔目前的大战略是向互联网转型，剥离配件产业是转型的需要，公司抓住此次机遇，以自有资金2400万收购青岛海达盛，一方面是为了丰富冰箱产品系列，另一方面进一步加深与核心客户海尔的合作关系。

十亿募集资金在手，外延子弹充足。此次定增的 10 亿募集资金主要用于补充流动资金，偿还 2 亿到期公司债务，除此之外，由于当前公司产能储备非常充足，此次定增资金用于大规模产能投资的概率较小。多元化是公司的发展战略，此次大规模募集资金，除了补充流动资金需求之外，更多的是为未来外延发展储备弹药，目前制造业低迷，优质公司的外延扩张机会很多，一旦有合适的机会出现，凭借充足的弹药储备，公司有望通过并购等方式实现外延式增长。

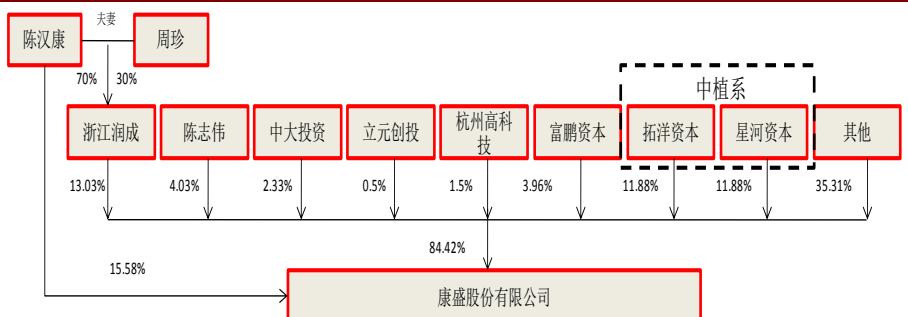
3、空调铝代铜项目发展前景：

空调铝代铜具备低成本、高热交换效率等优势。虽然目前铜价降低了，但依旧是铝价的 3 倍，相对价格并没有太大变化，不过绝对价差是减小了，但成本优势依旧非常明显。另外空调铝代铜不仅仅是材料更换这么简单，同时也是结构变更，结构由以前的铜圆管变成铝扁管，这样交换效率提升 30%，冷媒量也可以节省 30%。另外现在空调内部多种材料复合，不同材料具有不同的电位差，这是导致内部锈蚀和降低运行稳定性的一个主要原因，全铝结构可以有效克服这一缺点，提高空调的可靠性和稳定性。另外全铝结构回升、维修也方便。

空调铝代铜市场空间 400-500 亿。目前车用空调领域铝代铜已经普及，美国市场的单冷商用空调和热带地区的单冷空调产品也已经形成替代，但家用冷暖空调发展缓慢，主要原因在于制热时化霜问题影响工作效率。空调铝代铜的市场空间达到 400-500 亿，公司是国内家用空调铝代铜领域的龙头企业（商用空调领域龙头是三花），同时具备充足的产能储备，一旦行业启动，业绩有望快速增长。

空调铝代铜技术瓶颈被突破，需求增长有望提速。在车用空调领域，由于车内体积小，环境单一，制冷功率低，普及相对容易，但受技术瓶颈制约，家用冷暖空调领域普及较慢，目前行业冷暖空调的铝代铜产品出货量只有 100 万套左右。制约发展的技术瓶颈在冷暖空调的室外机制热时会结冰，效果一般。但近期国际上已经有家电公司解决了这个技术瓶颈，未来随着技术的扩散，需求有望提速。

图 1：定增完成后的股权结构



资料来源：公司公告、宏源证券

图 2: 财务数据及预测

利润表		2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入		1,473	1,728	2,011	2,466	货币资金		170	100	100	100
YOY		11%	17%	16%	23%	应收和预付款项		349	617	717	879
营业成本		1,252	1,483	1,713	2,081	存货		280	508	586	713
% 营业收入		15%	14%	15%	16%	长期股权投资		87	87	90	90
营业税金及附加		6	10	12	15	投资性房地产		8	8	8	8
% 营业收入		0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产和在建工程		1042	1172	1272	1322
销售费用		60	69	70	86	无形资产和开发支出		57	56	54	52
% 营业收入		4.0%	4.0%	3.5%	3.5%	资产总计		2254	2697	2845	3069
管理费用		96	121	131	160	短期借款		686	945	55	92
% 营业收入		6.5%	7.0%	6.5%	6.5%	应付和预收款项		203	326	376	458
财务费用		71	77	-2	-2	长期借款		17	17	17	21
% 营业收入		4.8%	4.5%	-0.1%	-0.1%	其他负债		9	4	4	4
资产减值损失		5	0	0	0	负债合计		1113	1490	651	773
公允价值变动收益		0	0	0	0	股本		299	379	379	379
投资收益		8	0	0	0	资本公积		577	632	1408	1408
营业利润		-8	-33	87	126	留存收益		349	332	405	507
% 营业收入		-0.5%	-1.9%	4.3%	5.1%	归属母公司股东权益		1138	1203	2191	2294
营业外收支		27	10	10	10	少数股东权益		3	3	3	3
利润总额		19	-23	97	136	股东权益合计		1141	1206	2194	2296
% 营业收入		1.3%	-1.3%	4.8%	5.5%	负债和股东权益合计		2254	2697	2845	3069
所得税费用		5	-6	24	34						
净利润		14	-17	73	102						
归属于母公司所有者的净利润		15	-17	73	102						
少数股东损益		0	0	0	0						
现金流量表		2013	2014E	2015E	2016E	财务指标		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额		282	427	428	429	毛利率		15%	14%	15%	16%
长期股权投资		0	0	-3	0	三费/销售收入		15%	15%	10%	10%
无形资产投资		-39	-119	-90	-40	EBIT/销售收入		4%	3%	4%	5%
固定资产投资		0	-150	-100	-50	EBITDA/销售收入		17%	12%	13%	13%
其他		0	0	0	0	销售净利率		1%	-1%	4%	4%
投资活动现金流净额		-48	-119	-93	-40	ROE		1%	-1%	3%	4%
债券融资		142	0	0	4	ROA		1%	-1%	3%	3%
股权融资		0	65	915	0	ROIC		2%	1%	3%	4%
银行贷款增加(减少)		0	259	-890	41	销售收入增长率		11%	17%	16%	23%
筹资成本		71	77	-2	-2	EBIT 增长率		-47%	-25%	92%	46%
其他		-22	17	0	0	EBITDA 增长率		50%	-15%	28%	19%
筹资活动现金流净额		53	262	25	41	净利润增长率		-75%	-220%	-527%	40%
现金净流量		82	-70	0	0	总资产增长率		6%	20%	6%	8%
						股东权益增长率		-400%	-379%	-132%	-101%
						经营现金净流增长率		-400%	-379%	-132%	-101%
						流动比率		1.2	1.2	4.1	3.9
						速动比率		0.9	0.8	2.7	2.6
						应收账款周转天数		120.1	120.0	120.0	120.0

资料来源：宏源证券

作者简介:

蒋毅: 2008.4--2010.11 索尼中国商业有限公司 大客户管理部; 2011.5-2013.3 国金证券 家电研究员 连续两届新财富第二名团队成员; 2013.3 至今宏源证券 家电研究员

笪佳敏: 毕业于上海交通大学机械与动力工程学院, 工学硕士, 曾就职于上海通用汽车动力总成新项目部。2014年加入宏源证券家电研究小组。

机构销售团队					
公募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曜	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
机构	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。