

## 康盛股份 (002418.SZ) 金属加工机械行业

评级: 中性 维持评级

公司研究简报

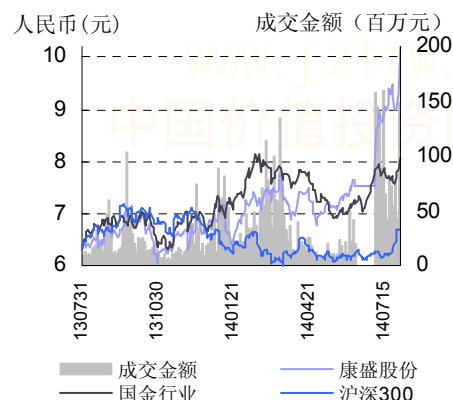
市价 (人民币): 10.21 元

## 定向增发改善财务状况, 打开发展空间

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	155.75
总市值(百万元)	2,336.05
年内股价最高最低(元)	10.21/6.05
沪深 300 指数	2322.01
中小板综指	6711.04



## 公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.246	0.064	-0.059	0.210	0.274
每股净资产(元)	5.02	5.05	5.44	5.44	5.47
每股经营性现金流(元)	-0.11	0.33	0.24	0.03	0.03
市盈率(倍)	28.69	107.27	-176.72	49.50	38.02
行业优化市盈率(倍)	49.97	42.44	46.88	46.88	46.88
净利润增长率(%)	-28.05%	-73.97%	-191.75%	-457.02%	30.18%
净资产收益率(%)	4.91%	1.27%	-0.65%	2.33%	3.02%
总股本(百万股)	228.80	228.80	228.80	228.80	228.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司拟向四名对象定向增发 1.5 亿股, 融资 10 亿现金补充营运资金:** 公司计划向浙江润成、常州星河资本、重庆拓洋投资、义务富鹏股权投资等四名对象发行 1.5 亿股, 发行价格为 6.65 元, 募集资金总额不超过 9.98 亿元, 扣除发行费用后全部用于补充营运资金, 限售期为 36 个月。其中浙江润成为大股东控股, 星河资本和拓洋投资均为中植资本管理有限公司的全资子公司。本次增发已获股东大会通过, 尚需等待证监会核准。
- **空调换热器“铝代铜”进程有望加速, 同时财务费用有望大幅降低:** 公司主营业务的最大看点在于空调换热器“铝代铜”进程加速。与铜圆管换热器相比, 合金铝制平行流换热器具有低成本、高效、环保等多种优点, 而最大缺点在于制暖时外机易结冰, 因此虽然已经广泛应用于只需制冷的冰箱、汽车空调、单冷空调中, 但并未推广至冷暖空调。据了解, 制热难题在近期已获得突破, 有望加速空调“铝代铜”的替代进程。由于使用铝制换热器要求空调厂商更换生产线, 因此我们认为该进程将稳步推进。另外, 公司的财务负担较重, 增发将大幅降低财务费用, 增厚业绩。
- **大股东的新能源汽车配件相关资产受到关注:** 由于大股东控制的浙江润成参与增发, 因此其旗下的新能源汽车电机、电控和空调业务获得市场关注。浙江润成 2013 年实现收入 1.2 亿元, 净利润 510 万元。我们认为浙江润成目前尚无明显的技术和客户资源优势, 未来业务进展需要继续观察。

## 投资建议

- 空调“铝代铜”的进程取决于公司何时掌握制热化霜技术以及空调厂商的接受意愿, 预计将稳步推进; 同时只考虑增发减少公司财务费用支出, 不考虑潜在的扩张可能: 预计 2014-2016 年公司收入为 15.8、17.8、19.9 亿元, 同比增速为 7.1%、12.7%、11.9%, 净利润为-0.14、0.48、0.63 亿元, 以增发 1.5 亿股计算摊薄后 EPS 为-0.04、0.13、0.17 元。
- 公司现有业务的进展需要进一步观察, 但增发将显著改善其财务情况, 同时带来很大的后续想象空间。尽管公司业绩表现并不理想, 但是现金流出现一定改善。现价给予“中性”评级, 但建议积极关注。

## 风险

- 公司掌握“铝代铜”技术的速度低于预期, 空调厂商进行生产线调整的进度低于预期。

蔡益润 分析师 SAC 执业编号: S1130513080013  
(8621)60230249  
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

拟定向增发 10 亿元现金，补充运营资金 .....	3
公司主营业务有望改善 .....	3
空调换热器采用“铝代铜”有望加速 .....	3
增发有助降低财务费用，增强盈利能力 .....	4
浙江润成的新能源汽车相关业务需要继续观察 .....	4
盈利预测及投资建议 .....	5
风险提示 .....	6
附录：三张报表预测摘要 .....	7

## 图表目录

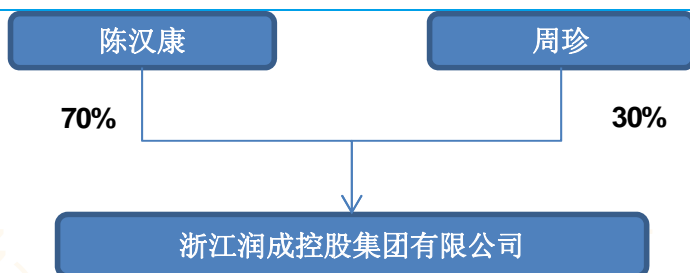
图表 1：浙江润成股权结构 .....	3
图表 2：常州星河和重庆拓洋股权结构 .....	3
图表 3：募投项目实现效益情况 .....	4
图表 4：浙江润成主要经营数据一览 .....	5
图表 5：新能源汽车的制冷和制热系统 .....	5

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 拟定向增发 10 亿元现金，补充运营资金

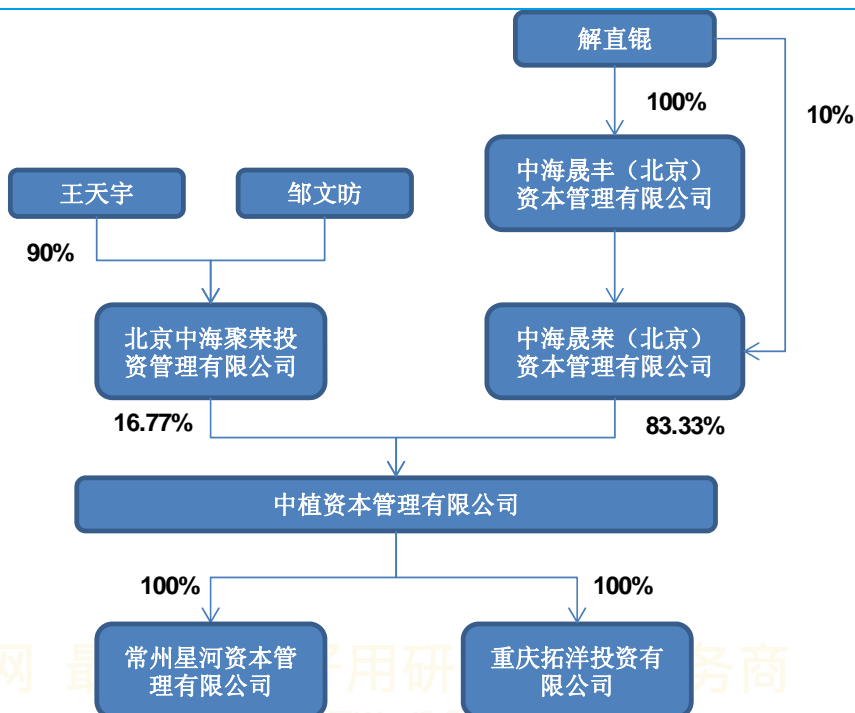
- 公司于 7 月 3 日公布非公开增发预案，计划向浙江润成、常州星河资本、重庆拓洋投资、义务富鹏股权投资等四名对象发行 1.5 亿股，发行价格为 6.65 元，募集资金总额不超过 9.98 亿元，扣除发行费用后全部用于补充运营资金。
- 四名发行对象中，浙江润成、常州星河、重庆拓洋分别认购 4500 万股，义务富鹏认购 1500 万股。其中浙江润成是康盛股份董事长、实际控制人陈汉康先生控制的另一家企业；而星河资本和拓洋投资均为中植资本管理有限公司的全资公司，增发完成后星河和拓洋的持股比例合计将达到 24%。本次发行的限售期为 36 个月。
- 本次发行已经获得股东会通过，尚需等待证监会核准后实施。

图表1：浙江润成股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：常州星河和重庆拓洋股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

## 公司主营业务有望改善

空调换热器采用“铝代铜”有望加速

- 公司的主营业务是钢制及铝制制冷管路，主要用于冰箱和空调，2013 年新增铜管及铜配件业务。
- 对于冰箱制冷管路业务，一方面冰箱行业销量增速趋缓，“钢代铜”已经基本完成，另一方面公司的制冷钢管市场占有率达到 30%以上，份额继续提升的空间较为有限，预计未来收入和利润增长较为平稳。
- 对于空调制冷管路业务，最重要的看点是“铝代铜”进程加速。
  - 与传统的铜圆管换热器相比，合金铝制平行流换热器具有多种优势，包括：1、铝价格便宜，比重轻；2、形状从圆管变为扁管，体积更小，热交换效率高；3、使用冷媒更少，更环保，也更适合新冷媒；4、与铜铝结构相比，5、更耐腐蚀；回收容易。
  - 但是，缺点是平行流换热器在制热时易结霜。
  - 因此目前铝制平行流换热器已经广泛应用于只需制冷不需制热的领域，包括冰箱、汽车空调、单冷空调等，但在冷暖空调领域的应用受到限制。
  - 据了解，化霜问题有望得到解决，因此铝代铜有可能在冷暖空调领域逐步代替铜制换热器。
  - 公司在拓展空调制冷管路“铝代铜”业务时有客户资源优势，不过，由于改用平行流换热器需要空调厂更换生产线，投入较高，因此我们预计该进程将逐步推进。
- 目前使用合金铝换热器的空调厂商包括格力、美的、海尔、三星、LG 等，但仅限于单冷空调，销量较小。未来如果推广至冷暖空调，市场将有巨大增长前景。据了解，空调使用的铝制热交换器均价约小几百元，按照内销市场 6000 万台空调、90%为冷暖空调、50%替代率计算，则仅空调内销市场，铝代铜新增市场规模可达 50 亿元以上。
- 2013 年，公司新增一些铜相关业务，包括铜铝接头、铜辅件等。由于业务刚刚起步，产能利用率偏低，因此毛利率仅为 5%左右，拉低了整体毛利率。

#### 增发有助降低财务费用，增强盈利能力

- 至 2013 年底，公司各募投项目均已竣工投产，累计投入募集资金 6.53 亿元，产生较高折旧费用和财务费用，例如 2012、2013 年固定资产折旧分别达 5045、6550 万元，利息支出达 5423、6772 万元。同时募投项目效益低于预期，导致近年业绩不佳。增发完成后，将有助于减少公司利息支出，提升盈利水平。

图表3：募投项目实现效益情况

实际投资项目		截止 1Q14 累计产能利用率	最近三年一期实际效益（万元）				截止 1Q14 累计实现效益
序号	项目名称		2011 年	2012 年	2013 年	1Q14	
1	制冷用合金铝管路系统制造项目	55.2%	1,360	1,822	-28	7	3,653
	钢制冰箱管路系统节能降耗技术改造项目	108.4%	163	276	95	60	735
3	年产 3 万吨冰箱冷柜用钢管项目	55.9%	402	900	-701	64	664
4	年产 6000 吨铝板带项目	40.0%			-787	-248	-1,034
5	年产 100 万套标准件热交换器项目	58.9%	237	633	179	66	887
合计			2161	3,630	-1,241	-41	4,905

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 浙江润成的新能源汽车相关业务需要继续观察

- 由于大股东通过浙江润成参与增发，因此润成集团旗下的新能源汽车电机、电控、空调等业务引起市场关注。
- 浙江润成设立于 2005 年，拥有柳州、荆州、成都、杭州、合肥等五大生产基地，从事业务包括新能源汽车空调系统及涡旋式压缩机、新能源汽车电机、电力驱动系统等。据官网显示，目前汽车空调产品制冷量涵盖 2-45kW，覆盖 5 米以上大、中、轻型客车、工程车及工业环境冷却设备。

**图表4：浙江润成主要经营数据一览**

	百万元	2011 年	2012 年	2013 年
收入	-			116.2
净利润	.6	-6.5	5.1	
总资产	9.1	216.3	362.5	
净资产	8.5	73.0	120.8	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 传统燃油汽车空调的制冷依靠发动机传动驱动，制热依靠发动机余热，因此混合动力汽车和纯电动汽车在用电力驱动时没有发动机作为动力来源，必须设计新型空调系统。由于用 PTC 和电热管制热时空调耗电较高，严重影响续航里程和最高时速，因此目前新能源汽车空调往往会提供热泵等其他制热方式，但热泵存在低温启动难题。
- 国外较为领先的电动汽车空调企业有为丰田配套的日本电装公司（DENSO）。国内市场，部分由整车厂自产（如宇通客车），部分由汽车配件厂供应（如松芝股份）。另外，部分家用空调配件商也尝试进入该领域，包括三花集团、海立股份等。浙江润成在该领域尚无明显技术和客户资源优势。而在电机和电控领域，浙江润成同样面临较激烈的竞争。

**图表5：新能源汽车的制冷和制热系统**

分类	驱动特点	代表车型	制冷系统	制热系统
常规汽车	发动机提供动力		皮带轮驱动压缩机制冷	发动机余热+机械水泵
BSG（轻度混合动力汽车）	1、电机不直接参与动力驱动 仅作为发动机快速启动的扭 来源；2、可以实现发动机怠速停机功能，提高燃料使用效率；	雪铁龙 C3	皮带轮驱动压缩机制冷+蓄冷式蒸发器	发动机余热+电动水泵
ISG（中度混合动力汽车）	1、电机参与动力驱动，但还不具备纯电动行驶模式；2、配有容量较小的高压电池，发动机驱动发电机对电池进行充电；	本田思域 Hybrid	发动机停止：电机驱动压缩机 发动机运行：发动机驱动压缩机	发动机余热+电动水泵
PHEV（插电式混合动力）	1、电机参与动力驱动，可以以纯电动方式驱动车辆，行驶过程中发动机可以长时间不工作；2、配有容量较大的高压电池，可以通过外部电源对电池进行充电；	丰田普锐斯	电动压缩机制冷	1、发动机余热+电动水泵+空气 PTC 辅助加热 2、发动机余热+电动水泵+独立的燃料加热器
EV（纯电动汽车）	1、完全由电机参与动力驱动；2、配有大容量的高压电池，可以通过外部电源对电池进行充电；	日产 Leaf	电动压缩机制冷	1、高压 PTC 水加热器+电动水泵 2、高压 PTC 空气加热器
FCEV（燃料电池汽车）	1、把燃料化学能（主要以氢气作为能源）转换成电能，从而通过电机驱动车辆；2、配有大容量的高压电池。	通用 Equinox	电动压缩机制冷	燃料电池余热+电动水泵

来源：网络资料，国金证券研究所

**盈利预测及投资建议**



- 我们认为空调“铝代铜”的进程取决于公司何时掌握制热化霜技术以及空调厂商的接受意愿，同时只考虑增发减少公司财务费用支出，不考虑潜在的扩张，预计 2014-2016 年公司收入为 15.8、17.8、19.9 亿元，同比增速为 7.1%、12.7%、11.9%，净利润为-0.14、0.48、0.63 亿元，以增发 1.5 亿股计算摊薄后 EPS 为-0.04、0.13、0.17 元。
- 公司现有业务的进展需要继续观察，但增发将显著改善其财务情况，同时带来很大的后续想象空间。另一方面，尽管公司业绩表现并不理想，但是现金流出现一定改善。现价给予“中性”评级，但建议积极关注。

### 风险提示

- 公司掌握“铝代铜”技术的速度低于预期。
- 空调厂商进行生产线调整进度低于预期。

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,135	1,332	1,473	1,577	1,777	1,988
增长率		17.3%	10.6%	7.1%	12.7%	11.9%
主营业务成本	-933	-1,077	-1,252	-1,351	-1,515	-1,684
%销售收入	82.2%	80.8%	85.0%	85.7%	85.2%	84.7%
毛利	202	255	221	226	262	304
%销售收入	17.8%	19.2%	15.0%	14.3%	14.8%	15.3%
营业税金及附加	-5	-6	-6	-8	-9	-10
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-50	-52	-60	-66	-75	-84
%销售收入	4.4%	3.9%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-67	-85	-96	-104	-116	-129
%销售收入	5.9%	6.4%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	81	112	59	47	63	81
%销售收入	7.2%	8.4%	4.0%	3.0%	3.6%	4.1%
财务费用	-39	-54	-71	-80	-12	-12
%销售收入	3.4%	4.1%	4.8%	5.0%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-2	-9	-5	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	8	10	12	13
%税前利润	1.9%	6.3%	44.4%	-54.5%	18.0%	15.3%
营业利润	42	52	-8	-24	60	79
营业利润率	3.7%	3.9%	n.a	n.a	3.4%	4.0%
营业外收支	50	13	27	5	5	5
税前利润	92	66	19	-19	65	84
利润率	8.1%	4.9%	1.3%	n.a	3.6%	4.2%
所得税	-14	-9	-5	5	-16	-21
所得税率	15.0%	13.6%	24.9%	n.a	25.0%	25.0%
净利润	78	57	14	-14	49	63
少数股东损益	0	0	0	-1	1	1
归属于母公司的净利润	78	56	15	-13	48	63
净利率	6.9%	4.2%	1.0%	n.a	2.7%	3.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	78	57	14	-14	49	63
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	62	72	76	81	84
非经营收益	24	40	48	72	4	0
营运资金变动	-133	-185	-58	-43	-122	-135
经营活动现金净流	1	-25	76	91	11	13
资本开支	-355	-154	-39	-25	-46	-47
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	4	0	-9	10	12	13
投资活动现金净流	-351	-154	-48	-15	-34	-34
股权募资	5	0	0	968	0	0
债权募资	243	186	142	-686	0	1
其他	-74	-77	-89	-82	-69	-67
筹资活动现金净流	174	109	53	199	-69	-66
现金净流量	-176	-70	82	275	-93	-87

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	221	106	170	446	353	265
应收款项	447	514	585	618	711	814
存货	240	291	280	314	361	410
其他流动资产	19	42	31	24	26	29
流动资产	927	953	1,067	1,401	1,451	1,518
%总资产	49.4%	44.8%	47.0%	54.8%	56.3%	58.0%
长期投资	10	62	94	95	94	94
固定资产	877	1,032	1,042	999	972	942
%总资产	46.7%	48.5%	45.9%	39.1%	37.7%	36.0%
无形资产	60	73	58	59	60	61
非流动资产	949	1,176	1,204	1,154	1,128	1,099
%总资产	50.6%	55.2%	53.0%	45.2%	43.7%	42.0%
资产总计	1,876	2,129	2,271	2,556	2,579	2,617
短期借款	573	561	686	0	0	0
应付款项	176	181	173	196	215	235
其他流动负债	3	35	39	82	86	90
流动负债	752	777	898	278	302	325
长期贷款	0	0	17	17	17	18
其他长期负债	0	198	198	198	198	198
负债	752	975	1,113	493	517	542
普通股股东权益	1,118	1,149	1,155	2,060	2,059	2,072
少数股东权益	6	5	3	2	3	3
负债股东权益合计	1,876	2,129	2,271	2,556	2,579	2,617

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.342	0.246	0.064	-0.059	0.210	0.274
每股净资产	4.884	5.023	5.049	5.439	5.436	5.471
每股经营现金净流	0.003	-0.111	0.334	0.240	0.029	0.034
每股股利	0.000	0.150	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.01%	4.91%	1.27%	-0.65%	2.33%	3.02%
总资产收益率	4.18%	2.65%	0.65%	-0.53%	1.86%	2.39%
投入资本收益率	4.06%	5.06%	2.17%	1.56%	2.09%	2.67%
增长率						
主营业务收入增长率	2.91%	17.34%	10.57%	7.05%	12.72%	11.89%
EBIT增长率	-18.97%	37.89%	-46.86%	-20.28%	33.74%	28.40%
净利润增长率	3.37%	-28.05%	-73.97%	#####	#####	30.18%
总资产增长率	17.58%	13.50%	6.67%	12.55%	0.90%	1.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.4	70.8	80.4	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	98.5	90.6	84.3	86.0	88.0	90.0
应付账款周转天数	37.3	39.4	32.9	33.0	32.0	31.0
固定资产周转天数	257.1	258.5	253.1	231.0	199.4	172.7
偿债能力						
净负债/股东权益	31.39%	56.60%	63.11%	-11.17%	-6.67%	-2.37%
EBIT利息保障倍数	2.1	2.1	0.8	0.6	5.3	7.0
资产负债率	40.08%	45.80%	49.02%	19.29%	20.04%	20.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	3	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net