

康盛股份(002418)
强烈推荐
行业：电力设备与新能源

携手中植资本，新能源汽车产业布局完善

公司新能源汽车产业链布局完善，从上游电机、电控、电空调及动力总成，至下游新能源汽车融资租赁，且公司托管中植新能源。大股东承诺当满足一定条件，将中植新能源注入上市公司。目前政策出台预期加强，新能源汽车四季度将放量，中植新能源继续在客车和物流车领域发力，预计新能源客车全年销量有望达到5000辆、物流车1.2万辆，净利润超过3亿，触发注入条件。

投资要点：

- ◆ **绑定中植资本，资金、产业整合能力凸显。** 2015年中植资本通过定增方式持有公司23.76%股权，成为公司第二大股东，并与公司控股股东浙江润成合资成立中植新能源汽车。借助中植资本雄厚的资金实力优势以及产业资源整合优势，公司将进一步扩大新能源汽车业务。
- ◆ **政策渐趋明朗，中植新能源有望提前注入。** 中植新能源拥有6家子公司，其中中植一客与山东舒驰客户基础良好、业绩增长迅速，若新能源汽车政策在9月份出台，在补贴退坡的强装效应下，四季度放量，公司今年客车销量有望达到5000辆、物流车1.2万辆，净利润超过3亿，触发第一个收购条件。按照行业一般估值水平注入（15倍），则可享受30亿估值溢价。此外，依托中植新能源规模扩大，公司新能源汽车核心零部件企业（电机、电控、电空调）也将维持高速增长态势。
- ◆ **轮边电机、碳纤维车身等新技术助力客车轻量化，竞争优势凸显。** 子公司成都联腾具备轮边电机技术，由轮边电机分布式驱动取代集中驱动，整车可减重30%且提高控制效率，目前中植新能源轮边电机客车已批量下线，预计明年可大规模推向市场，助力公司争夺新能源客车市场。
- ◆ **投资建议：**不考虑中植新能源，预测公司16-18年的EPS分别为0.23/0.29/0.36元，对应的PE为41/33/26。我们认为公司目前市值对于其现有业务而言相对合理，但未反映中植新能源注入的预期，在目前的协议，中植的注入相对较确定，若政策9月如期出台，中植新能源今年净利润有望超过3亿，触发收购条件，则公司则可享受30亿以上溢价。因此，我们给以公司目标价12.9元，对应16年56倍PE，强烈推荐。
- ◆ **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期；中植新能源注入失败。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2180	2779	3094	3502
收入同比(%)	17%	27%	11%	13%
归属母公司净利润	90	262	328	411
净利润同比(%)	-398%	190%	25%	25%
毛利率(%)	16.1%	23.6%	24.5%	26.1%
ROE(%)	4.7%	12.5%	14.1%	15.6%
每股收益(元)	0.08	0.23	0.29	0.36
P/E	119.34	41.13	32.85	26.24
P/B	5.61	5.16	4.63	4.10
EV/EBITDA	62	24	21	17

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：阮巧燕

S0960115080018

0755-88323284

ruanqiaoyan@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6-12个月目标价：12.9

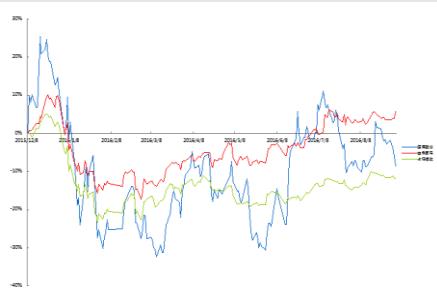
当前股价：9.49

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	1,136
流通股本(百万股)	554
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	53
成交量(百万股)	22.05
成交额(百万元)	208.43

股价表现



相关报告

目 录

一、携手中植资本，完善新能源汽车产业链布局.....	4
二、政策渐趋明朗，中植新能源有望提前注入.....	5
1. 中植新能源提前注入预期加强.....	5
2. 联手中航复材，打造新型纯电动客车，后续发展空间广阔	9
三、新能源汽车全产业链布局完善，协同效应显著.....	11
1. 动力总成系统系统稳定贡献业绩.....	11
2. 收购融资租赁，布局新能源汽车后市场	14
四、投资建议与风险提示.....	15
3. 盈利预测假设.....	15
4. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图目录

图 1 公司股权结构及主要业务	4
图 2 整体营业收入增长稳定	5
图 3 净利润进入高增长轨道	5
图 4 营业收入构成：新能源汽车零部件发力	5
图 5 毛利率：业务多样化，带动盈利能力提高	5
图 6 中植新能源汽车股权结构	6
图 7 联腾营业收入（百万）	12
图 8 联腾净利润（百万）	12
图 9 荆州动力营业收入（百万）	13
图 10 荆州动力净利润（百万）	13
图 11 合肥卡诺营业收入（百万）	13
图 12 合肥卡诺净利润（百万）	13
图 13 富嘉租赁营业收入（百万）	14
图 14 富嘉租赁净利润（百万）	14
图 15 规划中的直接租赁模式	15
图 16 规划中的委托租赁模式	15

表目录

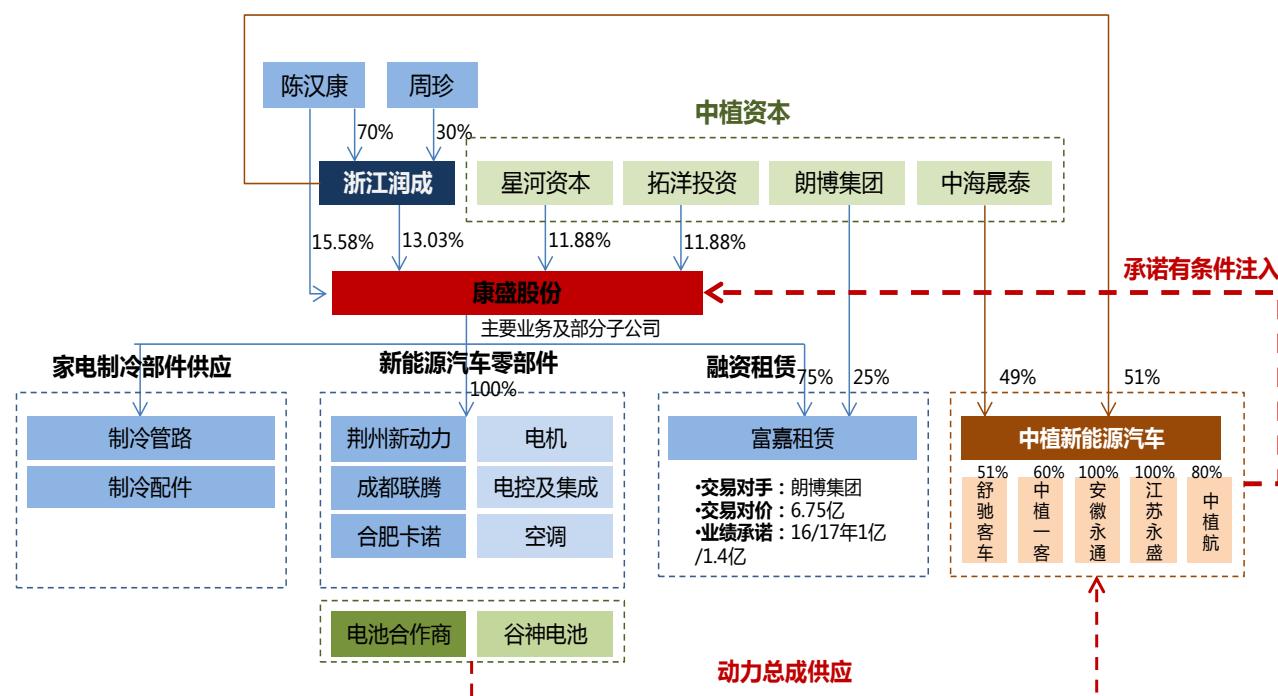
表 1 中植新能源旗下拥有 6 家控股子公司	6
表 2 中植一客与烟台舒驰新能源汽车产品目录	7
表 3 部分新能源车收购案例	8
表 4 注入上市公司情形分析	9
表 5 轮边电机特点	9
表 6 碳纤维材料车身轻量化优势突出	10
表 7 对标车型比亚迪 K9 市场推广顺利	11
表 8 主要业务盈利预测	15
表 9 中植新能源盈利预测	16
表 10 公司分项业务估值	17

一、携手中植资本，完善新能源汽车产业链布局

公司为家电用制冷管路、制冷配件龙头企业，国内市场占有率超过 30%。由于家电行业增长放缓，公司谋求向新能源汽车行业转型，形成从零部件生产，到整车制造以及新能源汽车运营的完整产业链。2015 年公司收购荆州新动力、合肥卡诺、成都联腾布局新能源汽车电机、电空调、电控及动力总成；并托管中植新能源汽车，积极拓展纯电动客车及物流车市场，当条件成熟，将纳入上市公司体系；于此同时，公司收购富嘉租赁公司，适时切入新能源汽车运营市场。

绑定中植资本，资金、产业整合优势凸显。中植资本具备雄厚资金实力，对行业龙头企业和上市公司的产业并购及投资经验丰富，与超过 30 家企业建立了战略合作关系。2015 年中植资本通过定增方式持有公司 23.76% 股权，为公司第二大股东，并与公司控股股东浙江润成合资成立中植新能源汽车，通过控股、参股、合作等方式不断扩大中植新能源汽车规模。借助中植资本在资金优势以及产业整合优势，公司将进一步向新能源汽车行业转型升级。

图 1 公司股权结构及主要业务



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部。

公司传统业务趋稳，新能源汽车业务及融资租赁带来新增长。公司 2015 年实现营业收入 21.8 亿，归母净利润 0.9 亿，其中制冷管路及配件贡献 81.5% 的收入，但下游新增需求优先、市场竞争激烈，该业务盈利能力受限，对利润贡献有限。而新能源汽车业务，自 2015 年 7 月底并表，共贡献 4100 万净利润。今年富嘉租赁并表，业绩承诺 1 亿，实际将大幅超出，成为业绩的主要贡献者；于此同时荆州新动力、合肥卡诺、成都联腾搭载新能源汽车浪潮，将继续超业绩承诺。这两项业务毛利率均较高，将进一步

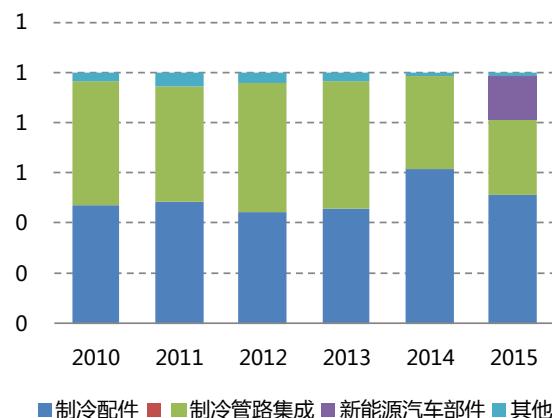
改善公司盈利能力。

图 2 整体营业收入增长稳定

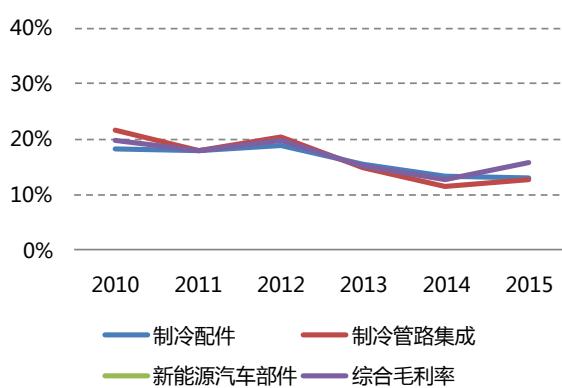

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 净利润进入高增长轨道


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 营业收入构成：新能源汽车零部件发力


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 毛利率：业务多样化，带动盈利能力提高


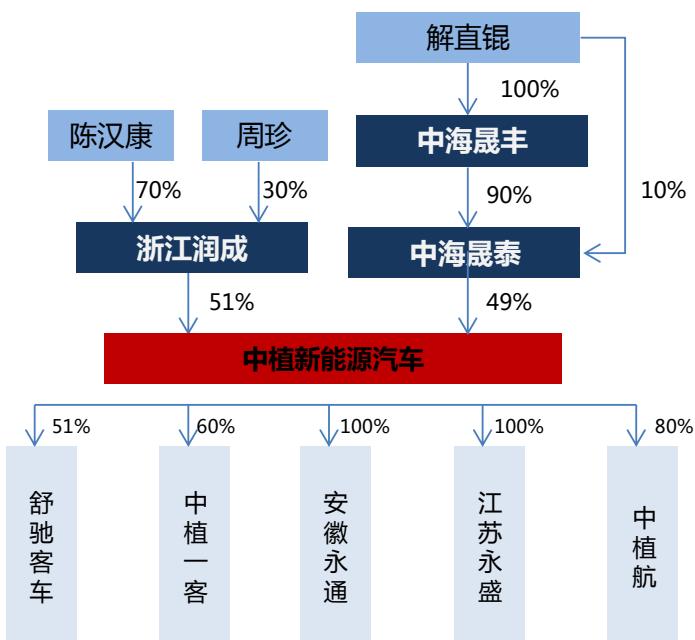
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、政策渐趋明朗，中植新能源有望提前注入

1. 中植新能源提前注入预期加强

中植控股股东承诺有条件注入上市公司：中植新能源由浙江润城及中海晟泰共同出资成立，其中浙江润成持股 51%。2015 年 4 月与康盛股份签订托管协议，并承诺当触发下列条件之一时，应在 6 个月内实施股权转让行为：1)中植汽车实现年度净利润（扣非）达到或超过人民币 3 亿元；2)中植汽车与康盛股份及其控制的企业最近 12 个月内日常关联交易（主要为新能源汽车电机、控制系统及空调系统的购销业务）金额累计达到或超过康盛股份的合并营业收入的 30%。

图 6 中植新能源汽车股权结构



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部。

中植新能源将通过控股参股方式，打造大型新能源汽车企业。公司目前控股6家新能源车企，分别为中植一客、山东舒驰、江苏永盛汽车、安徽永通汽车、中植航电动汽车，前两家已可贡献稳定的利润，后三家产能尚在建设当中。公司计划三年内建成以成都为中心，利用中植的资本和产业整合优势，继续通过产业兼并和重组，建立十家控股、十家参股、十家合作的多元化、集团化、国际化的大型新能源汽车企业。

表 1 中植新能源旗下拥有 6 家控股子公司

公司介绍	
舒驰客车	山东老牌客车厂，客户基础及技术优势突出，产能为6000辆，产值约17亿元，可实现年利润3.5亿元；拥有三大系列60多个品种的产品群，且拥有9种型号的纯电动客车产品获得工信部公告；公司在山东及华北地区市场竞争力凸显，上半年新能源汽车销量超过2000辆。
中植一客	原为一汽客车成都公司，资质牌照齐全，产品包括客车、物流车等，且拥有近40种产品进工信部公告，公司客车产能5000辆。公司在西南地区具备良好的市场基础和生产条件，自被中植新能源收购后，改善管理经营，发展前景广阔。
安徽永通	公司成立于2014年，公司产品覆盖电动客车、电动物流车和新能源汽车零部件，在建年产5000辆电动客车、8000辆电动物流车，预计年实现销售产值70亿元，利税4亿元。
江苏永盛	公司成立于2014年，生产的产品主要包括电动乘用车、教练车、物流车、大中巴客车、特种电动作业车，计划投资25亿元建设5万辆产能，产值将突破50亿元，预计可在2018年投产。

中植航 是中植新能源与中航复材合资于 2015 年合资成立 ,专注于以碳纤维为基础的复合材料车身、轮边驱动技术两大前沿技术 ,进行公交车、公路车、新概念纯电动客车的研发与生产 ,注重整车的轻量化、智能和高效化。

中植新能源 (淳安) 公司计划投资 10 亿元用于新能源整车生产 ,一期 2016 年 1 月启动建设 ,达产后每年生产新能源汽车 1500-2000 辆 ,年销售产值 12 亿元

资料来源 :公开资料 ,中国中投证券研究总部

由于中植一客与山东舒驰客户基础良好、业绩增长迅速 ,公司有望年底触发第一个收购条件。中植一客和山东舒驰为老牌客车厂 ,自公司收购后经营日益改善 ,是目前中植新能源的主要业绩来源。上半年集团销售客车超过 2000 ,营业收入 6.9 亿 ,主要来自舒驰客车。而中植一客产品包括客车和纯电动物流车 ,目前纯电动物流车在手订单充足 ,待新能源汽车补贴调整政策以及推广目录出台 ,预计可在四季度放量。

1)舒驰客车 :中植新能源持股 51% ,山东老牌客车厂 ,客户基础及技术优势突出 ,产能为 6000 辆 ,产值约 17 亿元 ,可实现年利润 3.5 亿元 ;拥有三大系列 60 多个品种的产品群 ,且拥有 9 种型号的纯电动客车产品获得工信部公告 ;公司在山东及华北地区市场竞争力凸显 ,上半年新能源汽车销量超过 2000 辆 ,预计全年销量可达 5000 辆。

2)中植一客 :中植新能源持股 60% ,原为一汽客车成都公司 ,资质牌照齐全 ,产品包括客车、物流车等 ,且拥有多种产品进工信部公告 ,公司客车产能 5000 辆。公司在西南地区具备良好的市场基础和生产条件 ,自被中植新能源收购后 ,管理经营大幅改善。一方面公司在西南地区公交系统竞争优势明显 ,另一方面公司纯电动物流车市场拓展顺利 ,客户主要为大型物流公司 ,在手订单超过 2 万台 ,若政策可在 9 月份出台 ,预计下半年纯电动物流车销量可达 1.2 万辆。

表 2 中植一客与烟台舒驰新能源汽车产品目录

车型	批次	车型	产品型号	电池类型	车长 (m)	功率 (kw)	电池厂家	电机厂家
中值一客	287	纯电动客车	CDL6100URBEV1	磷酸铁锂	10.45	200	江苏海四达电源股份有限公司	新动力电机(荆州)有限公司
			CDL6100URBEV2	磷酸铁锂	10.45	200	浙江谷神能源科技股份有限公司	新动力电机(荆州)有限公司
			CDL6100URBEV3	磷酸铁锂	10.45	196	山东恒宇新能源有限公司	南京泓凯动力系统科技有限公司
		纯电动厢式运输车	CDL6820URBEV	磷酸铁锂	8.23	130	江苏海四达电源股份有限公司	新动力电机(荆州)有限公司
			CDL6820URBEV1	磷酸铁锂	8.23	135	山东恒宇新能源有限公司	南京泓凯动力系统科技有限公司
	285	纯电动厢式运输车	CDL5020XXYBEV3	三元	4.071	45	上海德朗能动力电池有限公司	新动力电机(荆州)有限公司
			CDL5020XXYBEV4	三元	4.03	45	上海德朗能动力电池有限公司	新动力电机(荆州)有限公司
			CDL5030XXYBEV	三元	5.3	87	江苏智航新能源有限公司	河南新能微特利电机技术有限公司
		纯电动客车	CDL6810UWBEV	磷酸铁锂	8.1	65	浙江谷神能源科技股份有限公司	成都联腾动力控制技术有限公司
		纯电动客车	YTK6128GEV	磷酸铁锂	11.99	80	江苏海四达电源股份有限公司	武汉理工通宇新源动力有限公司
烟台舒驰	274	纯电动客车	YTK6118EV1		10.98	80	广州力柏能源科技有限公司	武汉理工通宇新源动力有限公司
		纯电动客车	YTK6600EV		6.005	60	广州力柏能源科技有限公司	新动力电机(荆州)有限公司
		纯电动客车	YTK6660GEV		6.6	50	广州力柏能源科技有限公司	武汉理工通宇新源动力有限公司
		纯电动客车	YTK6730EV1		7.28	60	广州力柏能源科技有限公司	新动力电机(荆州)有限公司

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

若注入上市公司可享受估值溢价。按照中植新能源今年 1.2 万辆物流车和 5000 辆纯电动客车的目标，预计今年业绩可超过 3 亿，并在明年启动收购。市场上新能源汽车整车收购价格普遍在 10-15 倍（新海宜按照 16 年 9 倍收购陕西通家 38.07% 股权，格力按照），而二级市场对新能源整车估普遍在 20-25 倍，因此中植新能源若注入上市公司，则可享受 30 亿左右的估值溢价。

表 3 部分新能源车收购案例

公司	时间	收购车企	对价	业绩承诺	估值
新海宜	2016.7	陕西通家 38.07% 股权 (收购 2.08 亿股，并按 1.6 元 / 股，增资 2 亿)	5.4 亿	业绩承诺 16/17 年不低于 1.5 亿 /4 亿	16/17 年 PE 为 9.5/3.6
金马股份	2016.3	众泰汽车 100% 股权(暂停)	116 亿	16-18 年盈利预测净利润分别为 12 亿、 14 亿元、 16 亿元	16/17/18 年 PE 为 9.6/8.3/7.3

格力电器	2016.7	珠海银隆 100%股权	130 亿	业绩承诺 16-18 年分别不低于 7.2 亿、10 亿、14 亿	16/17/18 年 PE 为 18.6/13/9.3
江特电机	2016.2	收购九龙汽车 100% 股权	29.1 亿	业绩承诺 15-17 年分别不低于 2 亿、2.5 亿和 3 亿。	15/16/17 年 PE 为 14.6/11.6/9.7

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

表 4 注入上市公司情形分析

公司	情形 1	情形 2	情形 3
利润（亿）	3	5	10
注入估值水平	15	12	10
对价（亿）	45	60	100
溢价（亿）	30	40	50

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

2. 联手中航复材，打造新型纯电动客车，后续发展空间广阔

中植新能源与中航复材共同出资成立中植航南通电动汽车公司，致力于打造新型轮边电机客车，车身采用复合碳纤维材料，由中航复材提供，而三电系统由中植新能源联合成都联腾、荆州电机、谷神电池共同开发，轮边电机由成都联腾供应。公司开发的轮边电机具备轻量化、续航里程长等特点：由于采用轮边电机驱动，减重及控制效率更高；采用碳纤维复合材料更利于减重；使用谷神开发的高能量密度电池，续航里程更长。

1) 轮边电机：分布式电驱动为行业发展方向。

轮边电机是装在车轮边上以单独驱动该车轮，取代传统的集中式电机，可提高运动系统的传送效率，并大幅节省车身空间，减轻车身质量，从而可提高车辆续航里程等。

分布式驱动驱动的技术难点在于：一是对多个电动机的同步协调控制要求高；二是车轮运行环境复杂，对结构布置、热管理、电磁兼容以及振动控制等多种技术处理要求高；三是，取代集中电机后，非簧载质量大幅增加，导致车辆运行中垂直振幅加大，对车辆的操控有所影响。

已有少数企业实现技术突破。成都联腾的轮边电机技术成熟，已用于中植新能源客车上，目前有 10 辆车进行试运行，预计明年将推向市场。同时比亚迪的去年推出的 K9 也是采用轮边电机，运行良好。**由于未大规模量产，目前轮边驱动成本比集中驱动高 10%。**

表 5 轮边电机特点

说明

定义	1. 轮边电机是装在车轮边上以单独驱动该车轮，定子固定在轮胎上，转子固定在车轴上，与集中式电机相比具有分布式控制特点。 2. 与轮毂电机的区别在于电机不是集成在轮胎里，更便于修理
优点	1. 可用电子差速控制技术实现转弯时内外车轮不同转速运动，运作灵活 2. 节省车身空间，减重，从而可提高电动车续航里程 3. 可提高运动系统的传送效率，降低噪音
缺点	1. 为满足各轮运动协调，对多个电动机的同步协调控制要求高 2. 面临结构布置、热管理、电磁兼容以及振动控制等多种技术难题 3. 非簧载质量大幅增加，导致车辆运行中垂直振幅加大，对车辆的操控有所影响
应用	比亚迪 K9 客车，中植新能源轮边电机客车试运行中，方正电机与宇通合作开发中等

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

2) 碳纤维复合材料车身：轻量化为新能源客车发展趋势

碳纤维是一种含碳量在 95%以上的高强度、高模量纤维的新型纤维材料，最大的特点是**重量轻，吸震性能强，坚固**。碳纤维的密度是 1.8g/cm^3 ，远小于铝的 2.7g/cm^3 ，比铝轻 30%、比钢轻 50%，强度却是钢的 7 至 9 倍，最早用于航空、航天、军工等科技高精尖领域，近年来也在高端汽车上开始使用。由于新能源汽车是向高续航里程方向发展，因此专业新能源车企积极进行碳纤维车身研制，如中植新能源、澳新新能源等。

目前我国碳纤维年产量仅为万余吨且，产能最大的企业极限年产量规模不超过 3000 吨，发展较早的有康得新，但与国外企业如东丽 3 万吨产能相比差距较大。随着新能源汽车发展，碳纤维市场空间扩大，规模化生产必然带来成本下降，碳纤维车身商业化生产指日可待。

表 6 碳纤维材料车身轻量化优势突出

	说明
定义	碳纤维是一种含碳量在 95%以上的高强度、高模量纤维的新型纤维材料，密度低、比性能高，无蠕变，非氧化环境下耐超高温，耐疲劳性好，比热及导电性介于非金属和金属之间，热膨胀系数小且具有各向异性，耐腐蚀性好，X 射线透过性好。
优点	1. 质量轻，碳纤维的密度是 1.8g/cm^3 < 铝是 2.7g/cm^3 ，比铝轻 30%、比钢轻 50% 2. 强度极大，碳纤维的强度高于超高强度钢 2 倍以上，是钢的 7 至 9 倍 3. 吸震性能强，碳纤维能够在正面碰撞时破碎成无数细小不会对人造成伤害的碎片，吸收大量的能量
缺点	1. 价格高，碳纤维车身尚未大规模商业化生产，成本高 2. 难以回收利用，碰撞后的碎片即使通过高温分解，重新加工生产出的复合材料只具有碳纤维一半的硬度 3. 表面硬度不佳，当施予之外力高于其破坏强度时，会造成断裂
应用	航空航天军工领域、超跑（法拉利）、高端轿车（宝马、奔驰）、新能源汽车（澳新新能源、中植新能源）

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

3) 公司轮边客车试运行中，碳纤维轮边客车有望明年推出

中植新能源轮边电机已在千岛湖、南通进行试运行，并已批量下线，预计明年可大规模推向市场。与此同时，采用碳纤维车身的第三代轮边客车有望明年推出。**公司轮边客车的特点在于：轻量化、续航里程长。**

对于 12 米长的客车可减重 3 吨以上。由于采用轮边电机(在后轮装两个轮边电机)，电机本身可减重 800 公斤；其次，由于车身轻，无需后驱动桥，车身低地板，从而可降低车身高度，减少车身重量；车身轻因此电池容量可适当降低。

续航里程的提高。由于车身减重 3 吨以上，续航里程可相应提高；第三代轮边客车定位高端，公司将配备高能量密度电池，预计搭载电池容量超过 300 度，续航里程 300 公里以上（高于比亚迪 K9），**计划设计产能 3000 台，对应产值 60 亿以上。**

对标车型比亚迪 K9 市场接受程度高。K9 采用 2 台 180kW 轮边电机，后轮驱动，总电量达到 324kwh，循环次数 4000 次以上，续航里程 250 公里。国内售价 220 万，年销售量 2000-3000 辆。

表 7 对标车型比亚迪 K9 市场推广顺利

说明	
配置	1.2 台 180kW 轮边电机驱动，动力后置后轮驱动，两台轮边电机并列布局 2.总电量达到 324kwh，充电循环次数达到 4000 次以上，续航里程达到 250 公里
价格	国内 220 万元，出口 400 万元
优势	1.轮边驱动，运行效率更高 2.安全性能突出，拥有整车设计防护、维修安全防护、短路防护等，动力电池具有高安全性 3.经济性强，K9 每年可节约使用成本 23 万元，8 年可节约 182 万元
销量	国内第一台走出去的纯电动客车，K9 已经出口 59 国。2014 年国内全年合计 2533 台，2015 年全年合计 2792 辆 (K9 和 K8)。

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

三、新能源汽车全产业链布局完善，协同效应显著

公司目前已经形成从零部件生产，到整车制造以及新能源汽车运营的完整产业链。2015 年公司收购荆州新动力、合肥卡诺、成都联腾布局新能源汽车电机、电空调、电控及动力总成；并托管中植新能源汽车，积极拓展纯电动客车及物流车市场，当条件成熟，将纳入上市公司体系；于此同时，公司收购富嘉租赁公司，适时切入新能源汽车运营市场。

1. 动力总成系统稳定贡献业绩

2015 年公司从控股股东浙江润成等以 4.8 亿对价购买荆州新动力、合肥卡诺、成

都联腾，布局新能源汽车电机、电空调、电控及动力总成，三者业绩承诺 15/16/17 年 5000 万 6500 万/8500 万，而 2015 年实际完成 6860 万净利润，并表 4100 万，超出预期。上半年三家公司已完成今年业绩承诺 50%，预计随政策完善，下半年新能源汽车放量，全年业绩有望超过 8000 万。

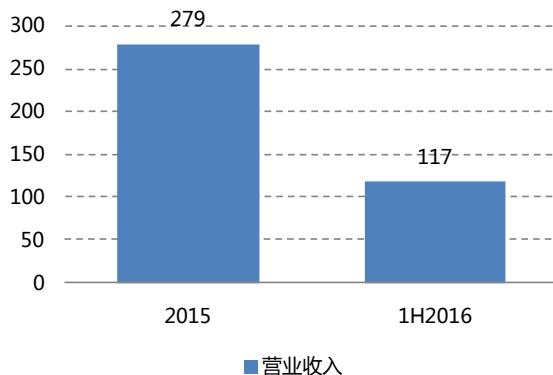
(1) 成都联腾：电控以及动力系统总成

成都联腾专注于新能源汽车电机电控、动力系统集成、轮边电机等业务，核心团队具备多年新能源汽车研发从业经验。**公司目前产能 3 万台套动力总成系统，未来将扩至 15 万台。**公司在西南新能源汽车市场优势凸显，客户方面包括新能源客车和乘用车，主要有中植一客、成都客车、中国重汽、四川野马、吉利等。

成都联腾具备领先轮边电机生产技术、动力总成集成技术，成长空间较大：1) 公司轮边电机应用于中植新能源轮边客车，目前已经批量下线，预计明年将大规模推向市场，如上文所述轮边电机具备轻量化、运作灵活等优势，市场空间广阔；2) 依据公司在动力总成领域的优势，公司已有意向向一知名车企的某款中高端新能源乘用车供应动力总成，根据市场调查该款车型有望成为畅销车型。

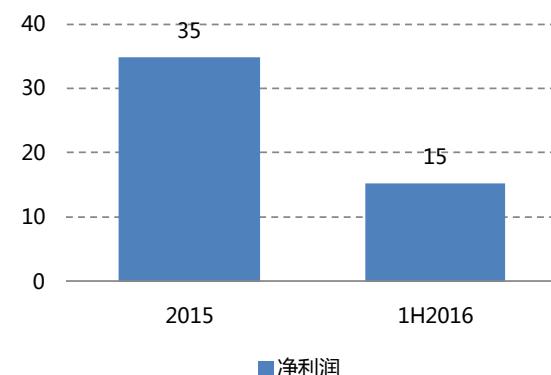
从业绩上看，成都联腾 2015 年实现营业收入 2.79 亿，净利润 3500 万；按照今年新能源汽车 60 万辆的销量预期，公司今年净利润有望达到 5000 万(上半年为 1500 万，主要集中于 2 季度生产)。

图 7 联腾营业收入 (百万)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

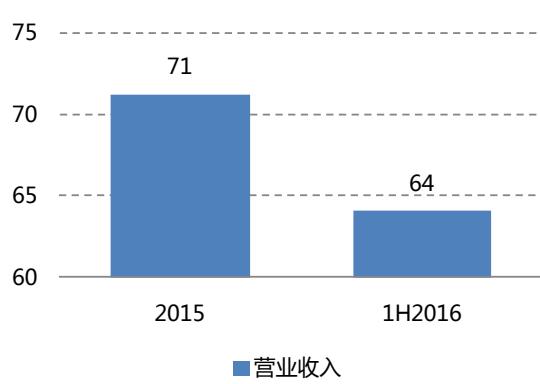
图 8 联腾净利润 (百万)



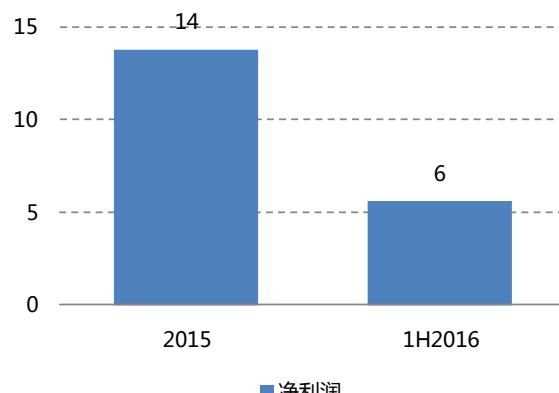
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(2) 荆州新动力：新能源汽车电机

荆州新动力主要生产新能源汽车电机，客户为一汽集团、东风汽车、广汽集团、珠海银隆新能源公司、上海大郡动力，同时供货成都联腾，集成动力总成。荆州动力 2015 年实现营业收入 7100 万，净利润 1400 万；上半年营业收入增长超过一倍，但是由于行业竞争加大，公司净利率水平下滑至 9.4%，按照新能源行业下半年放量规律，预计今年可达到 2000 万。

图 9 荆州动力营业收入 (百万)

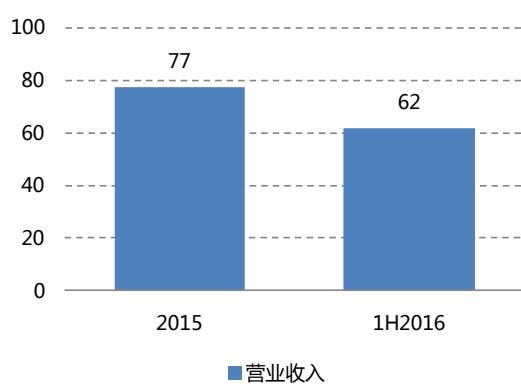
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 荆州动力净利润 (百万)

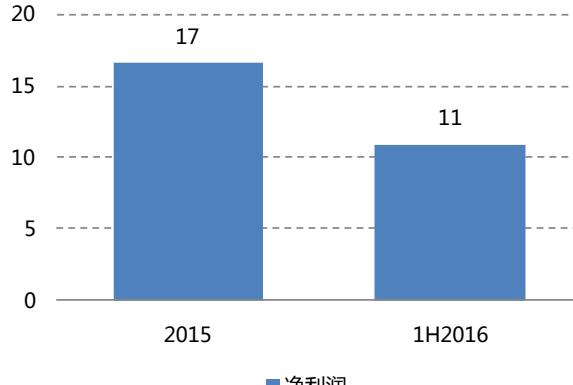
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(3) 合肥卡诺：新能源汽车电空调

合肥卡诺主要从事新能源电动汽车空调、常规汽车空调的研发和生产，产品涵盖全车系汽车空调。公司具备商用车空调 1 万台套、乘用车空调 10 万台套的产能，主要客车包括一汽客车、五龙汽车、南京金龙、青年客车、比亚迪新能源（深圳）、吉利新能源、力帆新能源、陆地方舟等。公司 2015 年实现营业收入 7700 万，净利润 1700 万。上半年公司依然保持较高盈利水平，实现 1100 万净利润，全年高增长可期。

图 11 合肥卡诺营业收入 (百万)

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 合肥卡诺净利润 (百万)

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(4) 动力电池战略供应商：与谷神电池与国轩高科深度合作

康盛股份与谷神电池合作时间长，产品广泛应用于中植新能源汽车和成都联腾动力总成。谷神电池兼具磷酸铁锂和三元技术，产品为 45160 大圆柱形电池，由于具备 BMS 技术，公司内部可进行 PACK 组装。公司目前产能超过 1GWH，明年第二条产线投产，产能将翻番。受制于未进入电池目录，谷神电池上半年销量受影响，由于公司各项材料准备齐全，已上报工信部，预计可进入第五电池目录。

此外，康盛股份与与泸州高新区、动力电池龙头企业国轩高科签订《投资合作协议》，公司将于国轩高科合资成立子公司，共同推进在泸州高新区关于新能源汽车领域合作。

通过绑定两家优质动力企业，公司建立良好的电池供应关系，以便于公司在成本、技术共同开发等领域发挥优势。

2. 收购融资租赁，拟布局新能源汽车后市场

2015 年公司以对价 6.75 亿自朗博集团购得富嘉租赁 75% 股权。富嘉主要从事融资租赁、售后回租等业务，凭借雄厚的资金实力和客户资源，已成功为开原市城乡建设投资公司、上海三花颐景置业公司、济宁中科环保电力公司、河北华德钢板公司、沃德思源集团公司等客户提供了融资租赁服务，同时与交通银行、上海三盛宏业投资公司等企业签订了战略合作协议，为公司未来发展创造了良好的条件。

公司收入来源为利息和顾问费。公司资金成本处于行业偏低水平，主要来源内部资金和外部资金，外部资金主要由第三方理财机构类型的关联方、银行等，大部分公司资金年化成本 10% 左右。顾问费按照资金规模和租赁期限计算，通常为 10% 费率。因此，公司盈利水平维持较高水平，2015 年公司实现 1.2 亿收入，7400 万净利润，净利率水平达到 62%。**上半年公司已实现 7200 万元利润，今年业绩有望达到 1.7 亿，大幅超出现业绩承诺。**

图 13 富嘉租赁营业收入（百万）

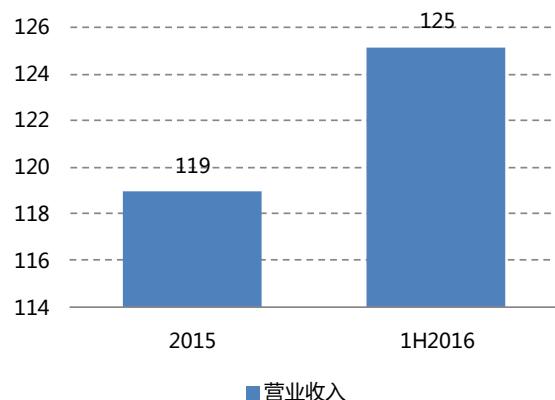
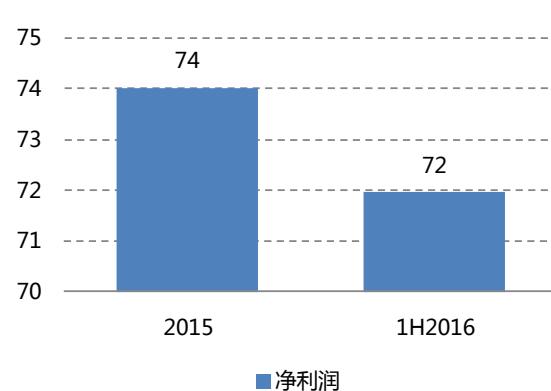


图 14 富嘉租赁净利润（百万）

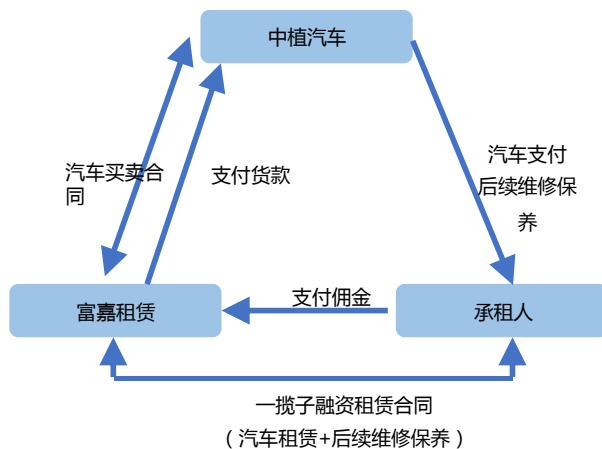


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

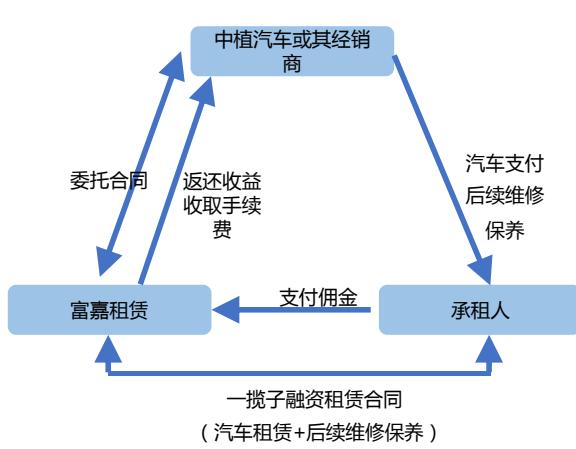
融资租赁是目前新能源汽车推广的有效途径，依托较强的金融支持服务能力，富嘉租赁可为中植新能源汽车推广提供融资租赁服务。新能源商用车的使用者大部分为企业用户，如公交公司、景区、物流公司等，由于大量采购新能源汽车，企业财务负担大，而通过融资租赁方式则可有效减轻企业负担。目前富嘉租赁正筹划新能源汽车运营业务，随着中植新能源汽车规模扩大，该业务将兴起，形成良好的协同效应。

图 15 规划中的直接租赁模式



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 16 规划中的委托租赁模式



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、投资建议与风险提示

1. 盈利预测假设

传统制冷配件业务：由于下游房地产投资趋缓，公司传统家电制冷配件业务增量空间有限。由于存在刚性需求，且公司为该领域的龙头企业，我们判断未来几年，该业务有望将维持现有盈利水平。

新能源汽车零部件业务：公司零部件包括电机、电控、电空调以及动力总成集成，这三块业务客户基础扎实，协同效应明显，得益于中植新能源新车型推出、以及规模的扩大，公司新能源汽车零部件业务有望超越行业增速发展。2015 年三电企业净利润达到 6500 万，超过业绩承诺。上半年三电企业净利润已达到 3200 万，由于新能源汽车下半年放量，预计三电企业全年业绩有望超过 8000 万。未来两年维持 40%左右增速。

富嘉租赁公司：公司成立时间短，属于业务爆发式增长阶段，上半年业绩已接近去年全年业绩，且公司资金实力雄厚，客户资源充足，并向新能源汽车融资租赁发展，预计今年业绩翻番无压力，未来还将保持较高速度增长。

费用率：公司一直保持良好的费用管理能力，销售费用率保持在 3%左右水平，管理费用率 6%左右，公司收购的新能源汽车三电企业、富嘉租赁管理均较规范，成本及费用能力强，因此公司可继续维持较低费用率。

表 8 主要业务盈利预测

	Jul/05	Jul/05	2016E	2017E	2018E
配冷部件	1,143	1,114	1,081	1,081	1,081
增速收入	69%	-3%	-3%	0%	0%
毛利率	13%	13%	14%	14%	14%
毛利	154	144	151	151	151

制冷管路集成	700	661	628	628	628
增速收入	-6%	-5%	-5%	0%	0%
毛利率	12%	13%	14%	14%	14%
毛利	82	85	88	88	88
新能源汽车零部件	0	376	789	1,025	1,333
增速收入			110%	30%	30%
毛利率			30%	28%	28%
毛利			237	287	373
富嘉租赁公司		250	325	422	
增速收入			110%	30%	30%
毛利率			69%	69%	69%
毛利			172	224	291

资料来源：中国中投证券研究总部

关联方中植新能源汽车：公司业务包括整车（客车、物流车），还将涉及充电桩、电池等业务。由于公司以整车制造为主，我们仅预测整车销售。按照今年 5000 辆客车，1.2 万物流车的预测，公司净利润可超过 3 亿，达到注入条件。明年由于补贴退坡 20%，车企将承担部分减少的补贴，盈利水平有所下滑，而中植新能源处于规模扩张阶段，且其所处的西南市场，新能源汽车保有量低，处于高速赶超阶段，公司新能源销量有望保持 50%以上增速发展。

表 9 中植新能源盈利预测

	2016E	2017E	2018E
中植新能源收入（百万）	4,190	5,916	8,433
增速收入	10.0%	10.0%	10.0%
客车均价（万元）	55.00	49.50	49.50
客车销售量	5,000	7,500	11,250
物流车均价（万元）	12.00	10.80	10.80
物流车销售量	12,000	20,400	26,520
净利率	12.0%	10.0%	9.0%
净利润（百万）	503	592	759

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

2. 投资建议

公司新能源汽车产业链布局完善，从上游电机、电控、电空调以及动力总成，至下游新能源汽车融资租赁，且公司目前托管中植新能源。由于政策出台预期加强，新能源汽车四季度将放量，舒驰汽车和中植一客将继续在客车和物流车领域发力，预计新能源客车全年销量有望达到 5000 辆、1.2 万辆物流车，净利润可超过 3 亿，触发注入条件。

由于公司业务跨度较大，我们采用分项进行估值。**1)按照新能源汽车零部件**今年 8000 万净利润，由于新能源汽车行业处于高速发展阶段，给以 50 倍估值，这项业务估值为 40 亿；**2)富嘉租赁**预计今年净利润可以达到 1.7 亿，权益净利润为 1.3 亿，由

于富嘉租赁成立时间短，目前处于业务拓展的关键阶段，未来发展潜力大，因此按照40倍估值，52亿市值；3)传统业务由于毛利率提高，预计今年净利润可达5000万，给以30倍估值，对应15亿市值。因此，公司当前业务估值可达107亿。

此外，公司存在注入中植新能源提前注入预期，若今年净利润超过3亿，触发注入条件，如果按照15倍估值注入，而二级市场对新能源车企估值可达到25倍，可产生30亿溢价。

不考虑中植新能源，预测公司16-18年的EPS分别为0.23/0.29/0.36元，对应的PE为41/33/26。我们认为公司目前市值对于其现有业务而言相对合理，但未反映中植新能源注入的预期，在目前的协议，中植的注入相对较确定，若政策9月如期出台，中植新能源今年净利润有望超过3亿，触发收购条件，则公司则可享受30亿以上溢价。因此，我们给以公司目标价12.9元，对应16年56倍PE，强烈推荐。

表 10 公司分项业务估值

	2016年净利润(百 万)	2016年PE	估值 (百万)
新能源汽车零部件	80	50	4,000
融资租赁	130	40	5,200
传统家电制冷业务	50	30	1,500
总计	260	41	10,700
考虑中植新能源注入溢价(若净利润达到3亿，以15被注入，二级 市场给以25倍估值)			3,000
合理估值			13,700

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

3. 风险提示

- 1) 新能源汽车政策支持力度下降，政策延期出台，行业增长速度放缓。
- 2) 动力总成业务行业竞争加剧，产品盈利能力下滑，新供应关系拓展不顺，增速放缓。
- 3) 中植新能源汽车市场拓展不达预期，轮边客车推广不达预期等，造成公司业绩受限，延期触发注入上市公司条件。

附：财务预测表（单位：百万）

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2047	2444	2411	2719
现金	335	278	309	395
应收账款	656	836	793	898
其它应收款	57	57	57	57
预付账款	23	26	29	32
存货	250	292	322	358
其他	726	955	900	978
非流动资产	2049	1751	1790	1818
长期投资	81	81	81	81
固定资产	1002	1116	1217	1257
无形资产	71	69	67	65
其他	895	485	425	415
资产总计	4095	4195	4201	4536
流动负债	1529	1420	1173	1147
短期借款	601	405	98	0
应付账款	353	410	450	499
其他	575	605	624	648
非流动负债	551	551	514	514
长期借款	240	240	240	240
其他	311	311	274	274
负债合计	2079	1970	1688	1662
少数股东权益	95	134	183	245
股本	379	1136	1136	1136
资本公积	1127	370	370	370
留存收益	393	584	824	1124
归属母公司股东权益	1921	2091	2330	2630
负债和股东权益	4095	4195	4201	4536

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-3	72	638	462
净利润	93	301	377	472
折旧摊销	83	98	111	122
财务费用	41	39	25	16
投资损失	10	0	0	0
营运资金变动	-252	-379	127	-156
其它	21	12	-3	7
投资活动现金流	-777	199	-150	-150
资本支出	47	150	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他	-730	349	0	0
筹资活动现金流	913	-328	-456	-226
短期借款	0	-196	-306	-98
长期借款	224	0	0	0
普通股增加	1019	0	0	0
资本公积增加	569	-758	0	0
其他	-329	-132	-150	-127
现金净增加额	132	-57	31	86

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2180	2779	3094	3502
营业成本	1830	2123	2335	2589
营业税金及附加	13	16	18	20
营业费用	64	78	92	104
管理费用	135	167	191	216
财务费用	43	39	25	16
资产减值损失	24	12	-3	7
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	-10	0	0	0
营业利润	63	343	436	549
营业外收入	69	30	28	28
营业外支出	21	14	14	14
利润总额	111	359	450	563
所得税	18	58	73	91
净利润	93	301	377	472
少数股东损益	3	39	49	61
归属母公司净利润	90	262	328	411
EBITDA	190	481	572	688
EPS (元)	0.08	0.23	0.29	0.36
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	16.9%	27.5%	11.3%	13.2%
营业利润	-266.1	443.2%	27.0%	26.0%
归属于母公司净利润	-397.5	190.2%	25.2%	25.2%
获利能力				
毛利率	16.1%	23.6%	24.5%	26.1%
净利率	4.3%	10.8%	12.2%	13.5%
ROE	4.7%	12.5%	14.1%	15.6%
ROIC	3.3%	11.4%	14.0%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	50.8%	47.0%	40.2%	36.6%
净负债比率	40.45%	32.73%	20.06%	14.44%
流动比率	1.34	1.72	2.05	2.37
速动比率	1.18	1.52	1.78	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.66	0.66	0.74
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	5.18	5.18	5.18	5.18
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.23	0.29	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.06	0.56	0.41
每股净资产(最新摊薄)	5.07	1.84	2.05	2.31
估值比率				
P/E	119.34	41.13	32.85	26.24
P/B	5.61	5.16	4.63	4.10
EV/EBITDA	62	24	21	17

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

阮巧燕,中国中投证券研究所电力设备与新能源行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434