

2010-05-12

康盛股份 002418.SZ

铝代铜——家电制冷管路替代材料龙头的新增长点

◇公司 IPO 并在中小板上市

◆制冷钢管龙头，向效率要业绩

公司是家用制冷电器制冷钢管龙头，市场占有率维持在 27%-29%。2009 年公司该业务规模 6.4 亿元，收入占比 90%。

目前冰箱原材料中钢代铜基本已完成，可替代空间不大。未来，公司该部分业务利润的增长主要来自于生产效率的提高。此次募投项目“钢制冰箱管路系统节能降耗技术改造项目”即针对此方向。

2009 年公司制冷钢管毛利增长七个百分点至 28%，主要是当年公司钢材采购成本同比下降 15-20%。2010 年钢铁价格上升是大概率事件，但公司面临的成本压力并未想象中的明显。首先，公司已经同家电企业签订价格联动协议，产品价格将根据钢铁价格调整；其次，生产效率的提高能够弥补部分成本压力。因此，公司有望保持毛利率的稳定，即使下降也不会明显。

◆铝代铜前景广阔，但爆发点存在不确定性

由于铝价不足铜价 30%，铝代铜存在明显的经济价值。铝代铜主要应用范围为空调连接管以及冰箱和空调换热器，其中空调连接管技术要求最低，将会最先普及。

近三年，空调连接管中铝管使用量 CAGR 高达 50%，2009 年规模达到 1,477 万套，铝管替代率接近 20%，而换热器的铝代铜比例更小。未来铝代铜存在巨大的替代空间。

公司制冷铝管业务自 2008 年开始，至 2009 年公司该业务收入 0.56 亿元，收入占比 8%。

理想状况下，铝代铜技术的成熟有望使得该业务成为公司未来业绩增长亮点。但目前市场存在以下风险：首先，高能效空调的普及对铝代铜的技术提出更高的要求；其次，消费者还无法普遍接受空调铝代铜。目前，空调龙头格力电器还未采用铝代铜，该技术还未成为主流，爆发增长点存在不确定性。

◆合理申购价格 16.3-18.2 元

预计公司 2010 年可实现增发后 EPS 为 0.65 元，未来将保持稳定的增长。目前股市处于弱势，公司上游的冰箱、空调企业 PE 估值都已经下移至 20 倍 PE 以内。此外中小板新股破发现象增多，说明新股上市溢价区间缩减。预计公司合理申购价格在 16.3-18.2 元，对应 PE 估值为 25-28 倍。弱势下不排除新股溢价区间进一步缩窄的风险。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	644	719	934	1,191	1,535
净利润(百万元)	42	69	93	123	166
每股收益	0.30	0.48	0.65	0.86	1.16
每股净资产	1.84	2.25	5.59	6.13	6.95
每股经营性现金流	0.47	0.74	0.57	0.63	0.98
ROE	16.09%	21.47%	11.59%	14.08%	16.75%

合理申购价格	16.3-18.2 元
预计上市合理价	19.0-21.0 元
询价开始日期	5 月 12 日

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930209110229)

联系人：何伟

021-22169108

hewei@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	36
发行后总股本(百万股)	143
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-05-19
主承销商	国金证券股份有限公司
主要股东	陈汉康
第一大股东持有比例(%)	33.75%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
制冷用合金铝管路系统	286.9
制造项目	
钢制冰箱管路系统节能降耗技术改造项目	65
总金额	351.9

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。