

康盛股份（002418）

2010 年 5 月 13 日

制冷钢管行业龙头，合金铝管业务迎来高速增长

建议询价区间 18.90 元-22.05 元

机械行业核心分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人：舒灏
shuh@htsec.com
021-23219171

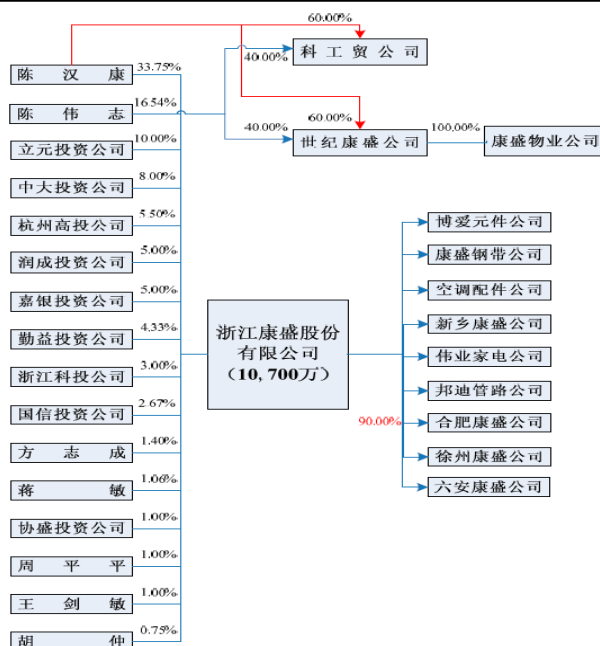
投资建议：康盛股份主营业务是制冷管路及其延伸产品的生产与销售，公司制冷钢管市场占有率居行业领先地位，2008 年公司开始生产制冷用合金铝管，产品主要用在家用冰箱和空调中，目前家用空调和冰箱行业产销量持续向好，随着城市化逐渐推进，我们仍看好 2010 年家用制冷行业的发展。公司致力于推动家用制冷电器管路的材料替代革命，目前合金铝材料在空调管路系统中的使用日益普及，公司迎合这一潮流，积极发展合金铝管路业务，2009 年公司合金铝业务同比增长 188%，未来仍将保持高速增长。公司是家用制冷电器制冷钢管龙头企业，市场占有率从 2003 年的 8.67% 快速上升到 2009 年的 28.98%。公司本次拟发行不超过 3600 万股，投入合金铝管路系统制造和钢制冰箱管路系统节能降耗技术改造项目，达产后可缓解公司产能紧张的情况。并提供公司技术水平、生产能力和市场竞争力，减少能源消耗。

我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.63 元、0.79 元、0.99 元。参照同行业上市公司和近期中小板新股发行情况，我们认为康盛股份的二级市场合理估值为相对 2010 年 35 倍市盈率，合理股价为 22.05 元，考虑到中小板一级市场的市盈率情况，我们建议的询价区间为相对 2010 年 30-35 倍市盈率，即 18.90 元-22.05 元。

1、公司股权结构分析

康盛股份是一家民营企业，公司实际控制人为陈汉康先生，现任公司董事长兼总经理，持有公司 3611.25 万股，占发行前总股本的 33.75%。本次公司拟发行 3600 万股，占发行后股本的 25.17%，发行后总股本为 1.43 亿股。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

2、公司主营业务介绍

公司主营业务是制冷管路及其延伸产品的生产与销售,公司制冷钢管市场占有率居行业领先地位,2008 年公司开始生产制冷用合金铝管,拥有国内外稳定的客户资源。

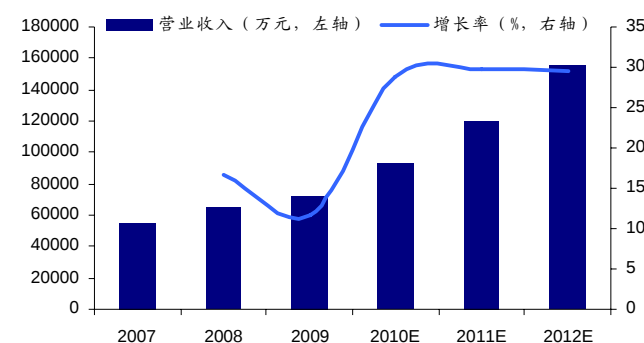
表 1 公司主要产品及用途

类别	产品名称	用途
制冷管路	单层、双层卷焊钢管	冰箱冷柜制冷管路,蒸发器、冷凝器等配件空调用钢连接管
	合金铝圆管、内螺纹管	冰箱冷柜制冷管路,蒸发器、冷凝器等配件空调用钢铝连接管、全铝换热器
	合金铝“D”型管、单孔扁平管、多孔扁平管	汽车空调用平行流换热器等
	丝管式冷凝器、左右冷凝器等	使制冷剂凝结放热的热交换部件
	丝管式蒸发器、R 蒸发器、板管式蒸发器、盘管式蒸发器等	使制冷剂蒸发吸热的热交换部件
延伸产品及配件	平行流换热器	效率较高的热交换部件,目前多用于汽车和商用空调,也将逐步应用于家用空调等
	钢铝连接管	替代全铜空调连接器
	空调吸气管、除露管、回气管、干燥过滤器、储液筒	专用辅助管路部件

资料来源: 招股说明书、海通证券研究所

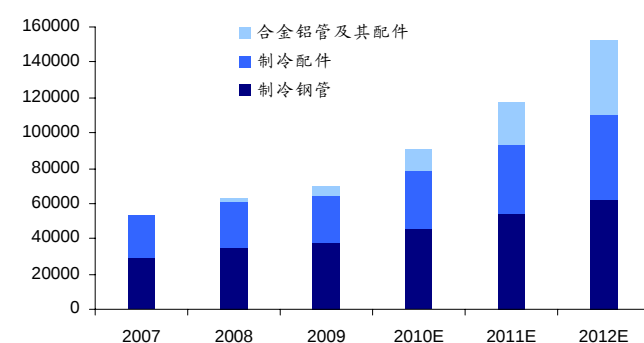
公司 2009 年营业收入 7.19 亿元,制冷钢管和钢制制冷配件是公司的主要收入来源,公司 2008 年开始进入合金铝管及配件行业,积极推广合金铝在空调产品中替代铜。2009 年公司的合金铝业务同比增长 188%,随着募集资金项目投产,及下游空调企业对合金铝材料的接受程度增加,未来该业务仍将保持快速增长。

图 2 公司营业收入情况



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

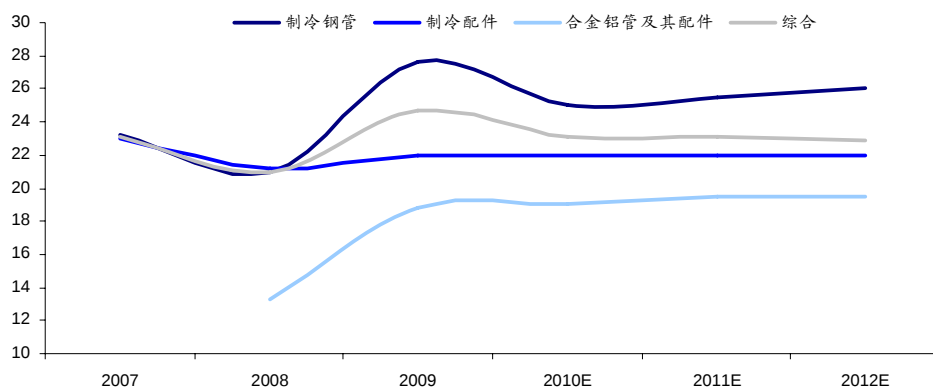
图 3 公司营业收入构成情况



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

毛利率稳定: 公司产品采用成本加法定价,毛利率受原材料价格波动影响较小。该行业整体而言竞争较激烈,未来随着募集资金项目的投产,规模效应将进一步显现,我们预计未来公司毛利率将维持平稳。

图4 公司各产品毛利率情况(%)



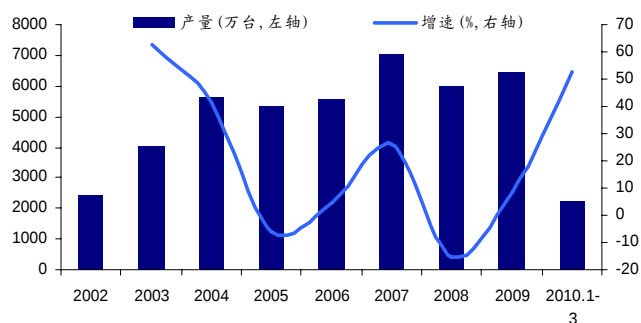
资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

3、下游冰箱空调行业复苏明显。

公司下游行业为家用制冷电器、包括家用空调和冰箱等。从家用制冷产品来看，2008年下半年后，受金融危机影响，空调和冰箱销量出现较大下滑，2009年下半年，随着经济环境逐渐好转，家电下乡等一系列扶植政策的实施，空调冰箱产销量快速回升，出口也呈现逐渐好转趋势。从产量来看，2009年冰箱累计产量5582万台，增幅接近30%，从单月来看，2009年6月以来增速持续好转，2010年3月单月产量623.4万台，同比增幅达24.7%。2009年空调累计产量6484.86万台，同比增长8.46%，2010年1到3月空调产量2225万台，同比增长52.88%。

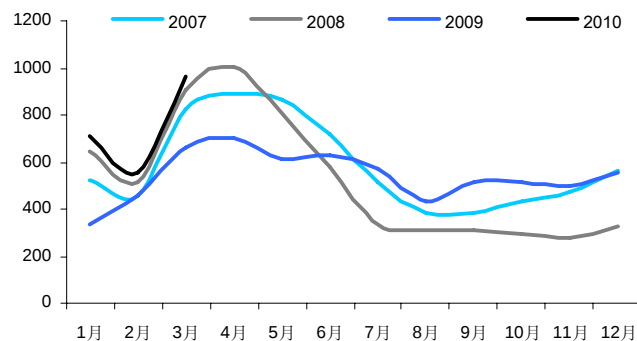
我们仍看好2010年家用制冷行业的发展，我们的判断主要基于以下三点：一是国内经济回暖趋势仍未结束；二是城市化进程快速推进，对家电的需求仍将继续；三是政府对空调行业的扶持政策仍将继续发挥作用。

图5 我国空调产量年度数据



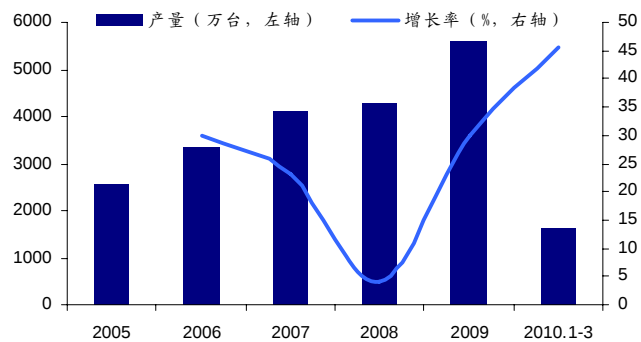
资料来源：产业在线、海通证券研究所

图6 我国空调产量月度数据(万台)



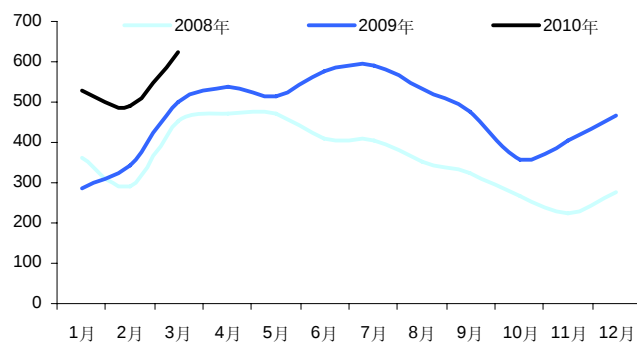
资料来源：产业在线、海通证券研究所

图7 我国冰箱产量年度数据



资料来源：产业在线、海通证券研究所

图8 我国冰箱产量月度数据(万台)



资料来源：产业在线、海通证券研究所

4. 材料替代是制冷管路产品发展趋势

2004 年以来,铜价的快速上涨给制冷行业厂商带来了很大的成本压力,采用合金铝制冷管路系统可以大幅降低材料成本和加工成本,合金铝在管路产品中的应用比例逐步提高。

在冰箱冷柜产品中。钢管已经基本取代了传统铜管,在汽车空调产品中,铝材料于上世纪 90 年代已经基本完成对铜的替代,在空调产品中,采用合金铝材料制冷管路系统可以大幅降低材料成本和加工成本,合金铝材料在管路产品中的应用比例正在逐步提高。采用合金铝材料可以大幅降低材料成本和加工成本。

表 2 家用空调全铝管路市场规模测算

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
家用空调产量(万台)	6549	8014	8230	7383	7116	9151
铝管替代率(%)	3.82	8.11	14.58	20.00	30.00	40.00
铝管使用量(万套)	250	650	1200	1477	2135	3660
市场容量(亿元)	0.75	1.95	3.60	4.43	6.40	10.98

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

经过最近几年的工艺开发和实践,用铝材料制造制冷管路的主要技术障碍已经得到解决,经过加工处理,目前合金铝材料在防腐、防渗漏、抗压、可塑性、热交换性等方面均可达到或接近铜的特性,

5. 公司是细分市场龙头

公司是家用制冷电器制冷钢管龙头企业,2009 年占公司营业收入的 53.2%,市场占有率从 2003 年的 8.67%快速上升到 2009 年的 28.98%,此外,公司钢制制冷配件中,左右冷凝器的市场占有率为 24%,促进了家用制冷电器制冷管路的材料替代革命,积极推动合金铝材料在空调管路系统中的使用,公司竞争对手主要有常州市武进顺达精密钢管公司、江苏常发制冷股份有限公司、河南新科隆电器有限公司、江苏兴荣高科技股份有限公司等。

表 3 制冷用钢管市场占有率

	2006	2007	2008	2009
国内制冷家电用钢管消费量(吨)	128069.63	166200.90	169239.00	208186.00
本公司制冷钢管销量(吨)	32678.00	45770.00	48129.43	60334.83
市场份额(%)	25.52	27.54	28.44	28.98

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

公司产品直接销售给下游家电厂家,产品覆盖绝大多数家用制冷电器、家用空调器制冷管路及其配件,能根据客户需求制造出不同规格、型号和技术性能的制冷配件。

6. 募集资金项目有助于公司缓解产能瓶颈

公司拟发行不超过 3600 万股,投入以下两个项目,2008 年以来,公司制冷钢管产品产能利用率已趋于饱和,无法满足下游需求的扩张,预计募投项目验收完毕第二年可形成 6800 吨合金铝管和 200 万套各类空调制件的生产能力,第三年可形成 7200 吨合金铝管和 600 万套各类空调制件的生产能力,完全达产后可形成 7500 吨合金铝管和 1000 万套各类空调制件的生产能力,可缓解公司产能紧张的情况。并提供公司技术水平、生产能力和市场竞争力,减少能源消耗。

表 4 募集资金项目情况(万元)

项目名称	项目总投资	固定资产投资	铺底流动资金	建设期
制冷用合金铝管路系统制造项目	28690	22430	6260	21 个月
钢制冰箱管路系统节能降耗技术改造项目	6500	6500	—	15 个月

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

7、盈利预测与估值

我们基于以下假设，对公司未来业绩进行预测：

未来三年公司费用率和所得税率保持稳定；

政府对家电行业扶持政策延续；

宏观经济保持平稳。

表 5 营业收入分项预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
制冷钢管（万元）	28974.22	34867.97	38240.76	45888.91	54148.92	62271.25
增速（%）		20.34	9.67	20.00	18.00	15.00
毛利率（%）	23.20	21.01	27.66	25.00	25.50	26.00
制冷配件（万元）	24352.96	26133.94	26175.29	32719.11	39917.32	47900.78
增速（%）		7.31	0.16	25.00	22.00	20.00
毛利率（%）	22.97	21.18	21.95	22.00	22.00	22.00
合金铝管及其配件（万元）		1930.74	5575.78	11709.14	23418.28	42152.90
增速（%）			188.79	110.00	100.00	80.00
毛利率（%）		13.25	18.83	19.00	19.50	19.50

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

表 6 2010-2012 年公司利润表预测(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	55213.39	64371.63	71883.76	92587.48	120208.89	155594.19
营业成本	42464.31	50903.57	54120.61	71215.54	92480.42	119959.13
营业税金及附加	242.42	360.18	368.91	462.94	601.04	777.97
销售费用	2855.20	3173.22	3511.96	4166.44	5409.40	7001.74
管理费用	3522.58	3512.78	4833.40	5555.25	7212.53	9335.65
财务费用	1724.21	3038.22	1763.14	1851.75	2404.18	3111.88
资产减值损失	98.63	99.89	185.36	0.00	0.00	0.00
投资收益	-9.73	0.40	0.60	0.00	0.00	0.00
营业外收入	814.80	1535.92	1581.24	1500.00	1500.00	1500.00
营业外支出	224.07	279.72	363.47	300.00	300.00	300.00
所得税	474.42	251.39	1385.47	1580.33	1995.20	2491.17
净利润	4412.61	4288.98	6933.29	8955.23	11306.11	14116.64
归属于母公司所有者的净利润	4301.49	4240.87	6913.94	8955.23	11306.11	14116.64
完全摊薄每股收益(元)	0.30	0.30	0.48	0.63	0.79	0.99

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

公司 2010 年到 2012 年预计 EPS 为 0.63 元、0.79 元、0.99 元。上市公司中,与公司可比的是华意压缩、盾安环境、丹甫股份、海立股份等。同行业可比上市公司相对 2010 年的平均市盈率为 49 倍。综合考虑同行业公司情况,及公司合金铝管业务的高成长性,我们认为康盛股份二级市场合理估值为相对 2010 年 35 倍市盈率,合理股价为 22.05 元,考虑到中小板一级市场的市盈率情况,我们建议的询价区间为相对 2010 年 30-35 倍市盈率,即 18.90 元-22.05 元。

表 7 同行业上市公司估值情况

股票代码	股票简称	股价(元, 2010-5-11)	EPS(元)		PE(X)	
			2010E	2011E	2010E	2011E
000404	华意压缩	10.80	0.11	0.24	98.18	45.00
002011	盾安环境	21.05	0.65	0.86	32.38	24.48
002366	丹甫股份	20.39	0.54	0.68	37.76	29.99
600619	海立股份	8.39	0.29	0.33	28.93	25.42
平均					49.31	31.22

资料来源:Wind、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：联系人

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。