

建议询价区间： 7.25 – 8.23 元

博林特(002689)

掌握核心零部件技术的电梯生产商

分析日期 2012-06-27

投资评级： 无评级
分析师： 应晓明

执业证书编号： S0630511010018

电话： 021-50586660-8645

邮箱： yxm@longone.com.cn

联系人： 何昕

电话： 010-59707167

邮箱： hexin@longone.com.cn

公司基本数据

发行股数(万股)	7,750
发行后总股本(万股)	30,950
发行前资产负债率(2011)	69.52%
发行前每股净资产(2011)	2.33 元
发行前每股收益(2011)	0.53 元
发行前每股现金流(2011)	0.61 元
净资产收益率(加权)	25.52%

股价走势图

相关研究报告

◎主要观点：

◆**具备电梯核心配件生产能力。**公司主要从事电梯整梯、零部件和安装维保业务，是我国内资整梯厂商中少有的具备了生产曳引机、门机等电梯核心零部件能力的企业。公司作为内资品牌中的领军企业之一，市场占有率排在内资品牌的前五名。

◆**主营收入稳步增长，盈利能力优于同行。**2009 - 2011 年公司营业收入年复合增长率为 22.69%，略好于行业平均增速；其中安装与维保业务营收增速连续两年保持在 50%以上，被视为公司未来业绩的新增长点。同时，公司综合毛利率近年来持续上升，2011 年上升至 29.06%，同比增加 1.14 个百分点，与行业内主要竞争对手相比高出 3.14 个百分点。

◆**行业存量求大。**1999-2011 年间全国商品房竣工和销售面积分别为 66.2 亿平方米和 71.6 亿平方米，而 2011 年底我国商品房在建面积 50 亿平方米左右，再加上年内售出但未开工面积，预计全国范围内商品房未开工和在建面积高达 65 亿平方米左右，与过去 13 年间的竣工面积基本相同。如果按每年竣工 10 亿平方米计算，全部消化这些项目也要 6-7 年的时间。如果按照我国现有每万平米配备电梯 3.2 台计算，未来 6-7 年内存量商品房建筑面积将新增电梯需求 200 万台左右，使我国电梯保有量在现有基础上再增加 1 倍。

◆**搭建直销网络，直接面对客户。**由于电梯产品后期的保养费用在电梯使用年限中通常高于最初的电梯售价，因此，维护保养费用同样可以为整梯企业贡献可观的收入。与主要内资竞争对手相比，公司采用直销网络直接面对客户，更加全面的掌握客户资源与诉求，为客户提供从前期生产安装到后期维护保养的全套服务。

◆**海外市场拓展顺利，具备先发优势。**公司在国际市场曾为法兰克福航空铁路枢纽、伦敦希斯洛国际机场、新加坡政府房屋改造等项目提供整梯设备。同时顺利进入了文化及语言差异较大，进入壁垒较高的南美洲和俄罗斯市场，公司在国际市场的布局明显快于竞争对手。

◆**盈利预期。**考虑到电梯行业下游需求增长确定，公司在行业中竞争优势明显。预计公司 2012-2014 年每股盈利分别为 0.49、0.61 和 0.71 元，给予公司 2012 年 14.8-16.8 倍 PE，对应的价格区间为 7.25 - 8.23 元较为合理。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	1339.62	1487.81	1795.90	2179.21	2652.49
同比增速(%)	35.49	11.06	20.71	21.34	21.72
净利润(百万)	57.25	122.59	153.12	189.94	219.08
同比增速(%)	-38.82	114.14	24.90	24.04	15.34
毛利率(%)	27.92	29.06	30.57	30.60	30.63
每股盈利(元)	0.25	0.40	0.49	0.61	0.71
ROE(%)	13.65	22.66	12.08	13.03	13.07
PE(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

正文目录

1. 掌握核心技术的电梯制造商	4
1.1. 公司产品及营收情况	4
1.2. 公司曾参与完成的重点项目	5
1.3. 公司股权结构	5
2. 内资厂商发力，下游需求旺盛	6
2.1. 市场竞争格局发生变化	6
2.2. 我国对于电梯产品的需求趋势	8
2.3. 我国电梯需求保持旺盛	8
2.3.1. 房地产存量工程巨大	9
2.3.2. 电梯产品下游需求多元化	9
3. 公司自身竞争优势明显	11
3.1. 核心零部件自给率高	11
3.2. 直销为主，经销为辅更加贴近用户	12
3.3. 新园区建设降低物流成本	12
4. 募集资金投向及必要性	13
4.1. 公司主要募投项目情况	13
4.2. 建设募投项目的必要性	13
4.2.1. 沈阳基地电梯产业化升级改造项目	13
4.2.2. 技术中心升级改造项目	14
4.2.3. 营销服务网络建设项目	14
5. 盈利预测与估值：建议询价区间 7.25 – 8.23 元	14
5.1. 与同行业上市公司相比	14
5.2. 公司估值	15

图表目录



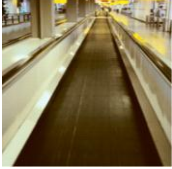
图 1. 公司营业收入及净利润增速情况	5
图 2. 公司国内外营收占比情况	5
图 3. 公司海外业务收入情况	5
图 4. 公司新接整梯订单情况	5
图 5. 公司发行后股权结构图	6
图 6. 外资在华主要电梯品牌	7
图 7. 国内电梯市场份额划分	8
图 8. 五大内资品牌占民族品牌市场份额情况	8
图 9. 我国电梯产销量及增速	9
图 10. 我国电梯进出口情况	9
图 11. 2012-2014 年主要车站和机场电梯需求量	10
图 12. 2012-2014 年公共设施建设电梯需求量占比	10
图 13. 我国电梯保有量和增速	11
图 14. 2010-2026 年国内需要更新换代的电梯	11
图 15. 博林特与同业上市公司毛利率情况	11
图 16. 公司国内市场产品销售区域分布	12
图 17. 公司国外市场产品销售区域分布	12
图 18. 同行业上市公司毛利率情况	15
图 19. 同行业上市公司安装维保收入规模(单位: 亿元)	15
表 1. 公司主要产品介绍	4
表 2. 公司参与完成的部分国内外重点项目	5
表 3. 募投项目概况	13
表 4. 项目实施计划	14
表 5. 同业上市公司估值比较	15

1. 掌握核心技术的电梯制造商

1.1. 公司产品及营收情况

公司是内资整梯厂商中少有的掌握了电梯核心零部件制造技术的企业，主要产品包括垂直升降电梯、自动扶梯和自动人行道三大品种，同时为下游客户提供完善的前期安装与后期维保等服务。目前公司全部标准化型号的整机产品包括 11 个系列 13 种型号的直梯产品、5 个系列 5 种型号的自动扶梯产品及 2 个系列 2 种型号的自动人行道产品。在电梯行业的竞争中，部分外资厂商在规模与技术方面具备较强优势，但近年来内资厂商逐渐崛起，公司作为民族品牌中的领军企业之一，具备良好的发展潜力。

表 1. 公司主要产品介绍

产品系列	产品图片	主要产品	产品概述
垂直升降电梯系列		乘客电梯 (QS8400)、无机房电梯 (NS8400)、小机房电梯 (QS6200、QS8300、QS8500)、观光电梯 (VS8400、VS8200、VS8100)、医用电梯 (BS8200)、家用电梯 (ZS3700)、货梯 (FS8100、FS5300)、杂物电梯 (RS9100)	公司直梯广泛适用于高层住宅、宾馆、办公楼、医院等场所，产品可实现有机房电梯的机房最小化，最大限度节约建筑使用空间，扩大使用面积，维护简单。个别系列产品分为通用性、公建型和叉车重载型，满足客户不同需求。
自动扶梯系列		ESP-LD、ESP-MD、ESG-W101、ESG-W201、ESG-B	所生产的 ESG-B 公交型自动扶梯，具备重载和在高负荷环境下工作能力，最大提升高度高达 18.5 米。
自动人行道系列		CSP-MD、CSP-MD I	自动人行道主要用于超市、地铁、机场等公共场所。公司所生产的 CSP-MD 系列自动人行道具有占用井道空间小、倾斜角度范围广 (0~6° / 10° / 11° / 12°) 的特点，能够满足客户多方位的需求。
核心零部件		曳引机、门机、梯路和其他附件	公司可生产电梯四大核心部件中的曳引机和门机部件，满足公司主要产品的需求。

资料来源：公司网站，东海证券研究所整理

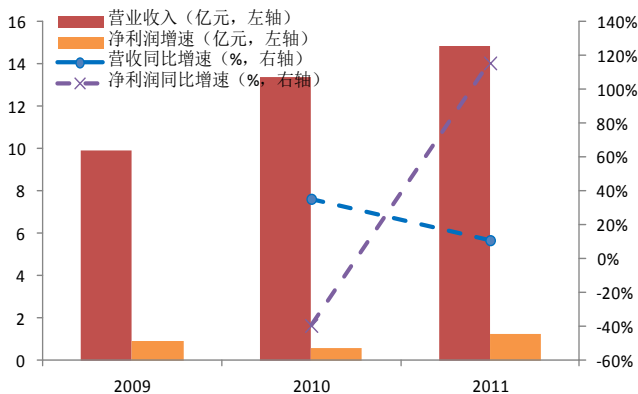
2011 年公司共实现营业收入 14.88 亿元，同比增长 11.1%；归属母公司所有者净利润为 1.23 亿元，同比增长 115.8%。主营业务收入中占比最大的是垂直升降电梯系列产品，2011 年该系列产品营业收入占比高达 71.6%，而营业收入规模增长最快的业务为安装及维保服务，2009-2011 年间该业务营收增速均保持在 50% 以上。未来公司将继续专注于电梯产品的研发、设计、生产与服务，在巩固现有产品市场竞争力的同时，顺应行业发展趋势，致力于研发具备高效节能、高速重载等特性的新型产品；并且进一步完善售后服务网络，给客户提供更加快捷与安心的电梯维护保养。

作为我国民族电梯品牌中的领军企业之一，公司在海外市场的拓展上也已取得了一定的成绩。产品先后进入了包括俄罗斯、新加坡、智利、韩国、德国、英国在内的多个国家和地区，并成为法兰克福机场项目、伦敦希斯罗国际机场项目等国际重点项目的电梯及扶梯供应商。近三年公司海外订单复合增长率为 36.83%，截止 2011 年底公司国内与国外营收占比分别为 79.5% 和 20.5%。

在新接订单能力方面，2009-2011 年公司新接整梯订单数量分别为 5,694 台、8,870 台和 11,338 台，同时，截止 2011 年底公司未排产的电梯订单合同金额为 19.3 亿元，已排产生产

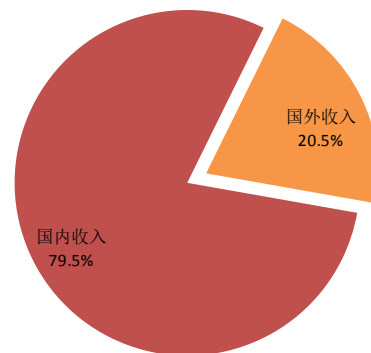
单尚未完工的电梯订单合同金额为 6.3 亿元，合计金额在 25.6 亿元左右，约为公司 2011 年营业收入的 1.7 倍。

图 1. 公司营业收入及净利润增速情况



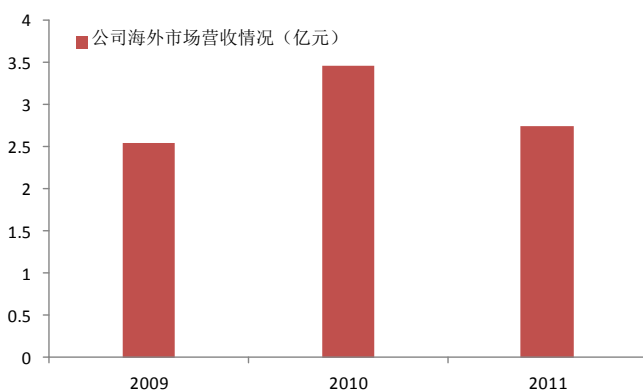
资料来源：WIND，东海证券研究所整理

图 2. 公司国内外营收占比情况



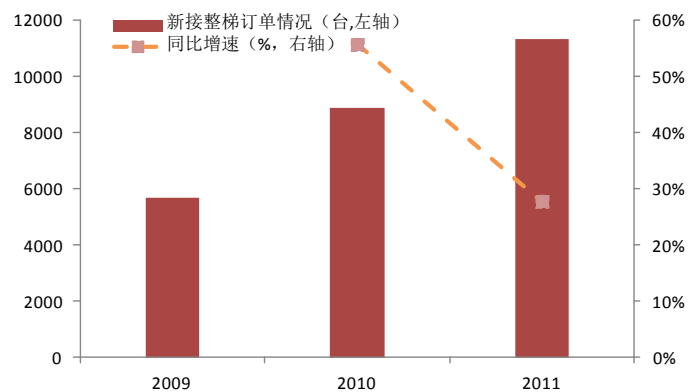
资料来源：WIND，东海证券研究所整理

图 3. 公司海外业务收入情况



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

图 4. 公司新接整梯订单情况



资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所整理

1.2. 公司曾参与完成的重点项目

公司商标在多个国际组织、国家和地区注册；同时得到了包括欧盟、北美、俄罗斯、韩国、新加坡等国家和地区的产品准入许可认证。博林特电梯已经在多个国内外重点项目中崭露头角，并得到客户的广泛好评。

表 2. 公司参与完成的部分国内外重点项目

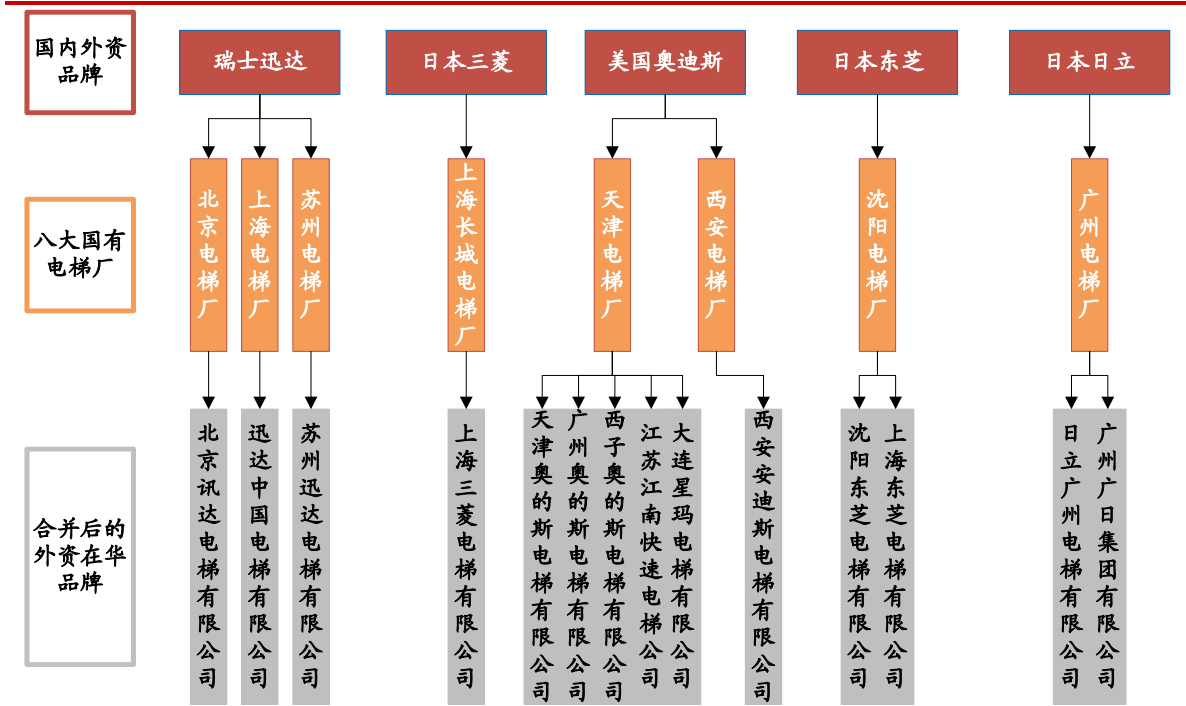
国内			国外		
序号	项目名称	供应数量 (台)	序号	项目名称	供应数量 (台)
1	大连经济开发区项目	123	1	新加坡房屋改造 7 th	600
2	沈阳地铁一号线	45	2	新加坡房屋改造 10 th	850
3	天津梅江湾项目	82	3	新加坡房屋改造 19 th	300
4	沈阳地铁二号线	82	4	伦敦希斯洛国际机场	17
5	清华大学人文图书馆	5	5	法兰克福机场	94
6	北京地铁项目	32	6	土耳其 EVKUR 项目	130
7	苏州群星苑项目	136	7	孟加拉 JAMUNA FUTURE PARK 项目	144
8	宸宫御林花园项目	111	8	葡萄牙 LUANDA SHOPPING CENTER 项目	47
9	大连地铁项目	39	9	俄罗斯 MOSCOW 项目	28
10	哈尔滨地铁一号线	54	10	意大利 EDI HOUSE MILANO 项目	3

资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所整理

1.3. 公司股权结构

- **1979-2000年:** 虽然,前期我国电梯产业已经开始起步,并取得一定成绩,但由于在技术和人才上的缺失,国产设备与国外设备相比仍有很大差距。为了满足国内高层建筑逐渐增多的需求,外资电梯厂商被允许进入中国合资建厂。电梯行业在这段时间内快速发展,我国也逐渐成为世界上最大的新装电梯市场和最大的电梯生产国。但在激烈的竞争中,我国原有的八家电梯品牌全军覆没,外资品牌占据的市场份额一度高达95%以上。
- **2000年至今:** 一批原本为外资厂商提供配件的民营企业,在积累了一定的技术与人员的基础上,再次开始打造电梯整机的民族品牌。随着我国政府支持力度的加大,更为民族品牌的成长创造了良好的发展空间。现阶段我国已有内资电梯整机和配件生产企业近400家,所占据的市场份额也从原先的不到5%提升到29%左右,并有望进一步提高。

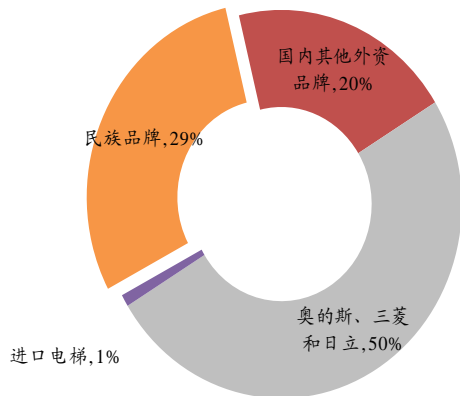
图 6. 外资在华主要电梯品牌



资料来源: 招股说明书, 东海证券研究所整理

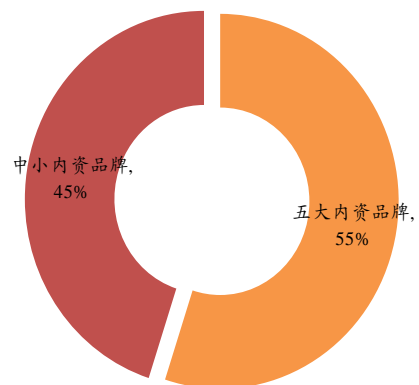
在行业竞争格局方面, 虽然我国从事生产电梯整机和配件的企业众多, 但整体竞争格局比较鲜明。外资品牌市场份额近年来持续下滑, 但以奥的斯、三菱、日立、通力等为首的外资一、二线品牌依然占据着70%左右的市场份额, 400余家内资企业占据着余下不到30%的市场份额。然而值得关注的是内资企业从长期的零件生产中吸收技术、不断学习, 如江南嘉捷、康力电梯、博林特等民族品牌已经在产品技术、公司规模和人才储备等方面有所突破, 并具备了在个别细分市场内挑战外资企业垄断地位的能力。现阶段五大内资电梯品牌的市场份额总和已经超过了内资品牌所占市场份额的50%, 由于中小型电梯企业无论在产品技术, 还是生产规模方面都处于起步阶段, 挑战一、二线品牌的能力极为有限。

图 7. 国内电梯市场份额划分



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

图 8. 五大内资品牌占民族品牌市场份额情况



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

2.2.我国对于电梯产品的需求趋势

由于不同国家所处城市化进程中不同的位置，对于新装电梯与电梯维护保养的需求比例较大差距，电梯市场的发展大致可以分为两个阶段即发展期和成熟期。

1) **电梯市场仍处于发展期内的国家。**一般属于发展中国家，随着国内经济的快速发展，城市化比例逐步提高，随之多层建筑物数量也逐渐增多，从而带动国内对于新装电梯需求的增长。电梯市场处于发展期内的国家，在电梯维护保养方面的需求占市场规模的比较低，主要由于现阶段电梯保有量较低，然而，随着新装电梯数量的增多，未来对于电梯维护与保养的需求将逐步加大。

2) **电梯需求处于成熟期的国家。**一般为发达国家，本国经济增速已经较为平缓，国内城市化比例也已经达到较高水平，在这么一个环境下，高速增长已经难以保持，对于新增电梯的需求增速也较为平缓，但是，由于这些国家内部存量段电梯数较大，因此对于已装电梯的维护与保养，成为这些国家电梯市场需求的主要亮点。

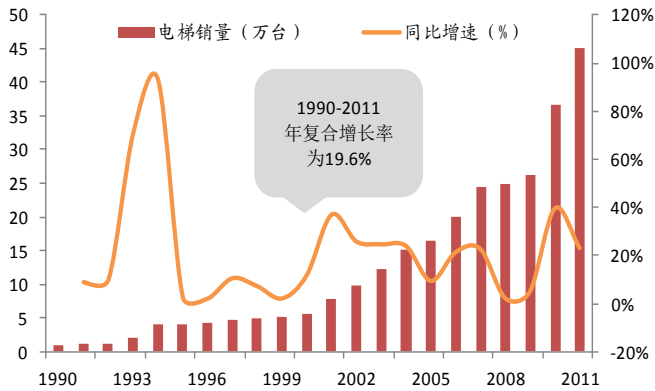
全球各主要经济体中，欧美等国的城市化比例最高，如英国、美国、法国和德国等国家城市化比例分别高达 90%、82%、77%和 77%。然而以金砖五国为代表的新兴经济体虽然在过去数年中发展迅速，但各自国家城市化比例仍然较低（巴西城市化率超出本国工业发展的常规阶段，属于失衡的一种状态），具备进一步提升的空间。随着发展中国家城市人口密度的增加，高层和超高层建筑物数量逐渐增多，从而带动对于新装电梯需求量的增长。

2.3.我国电梯需求保持旺盛

一方面，我国电梯行业近年来受益于国内城镇化率的逐步提高，以及房地产行业的快速升温，在产销量和保有量两个方面均保持了较高的增速。1990 年，我国电梯年产量仅为 1.03 万台，而到 2011 年全国电梯产量已达到 45 万台，期间年复合增长率高达 19.6%，同时国内现役电梯保有量也在 2011 年突破了 200 万台。

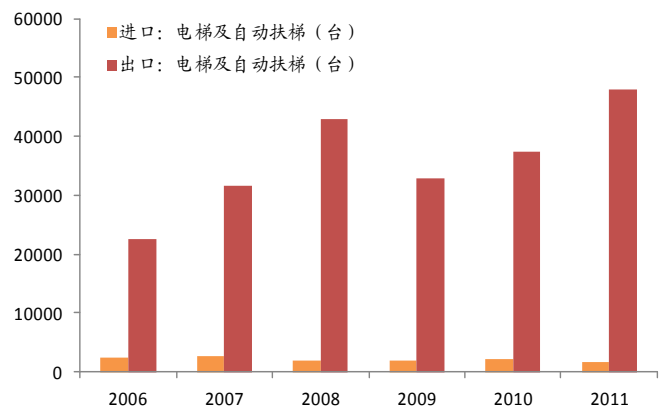
另一方面，由于我国对于电梯行业的管制放开较早，国外主要品牌均已在国内设厂，产能向国内转移已比较完善，因此，我国不但是电梯需求大国，同时也是电梯出口大国。2011 年我国共出口电梯 47,808 台，价值 1,304.63 万美元；而在进口方面，仅进口电梯及扶梯 1,735 台，总价值为 131.24 万美元。

图 9. 我国电梯产销量及增速



资料来源：WIND，东海证券研究所

图 10. 我国电梯进出口情况



资料来源：WIND，东海证券研究所

我们认为电梯产品需求保持旺盛的原因主要有两点：1、房地产存量工程巨大，虽然新开工项目数量有所下降，但是巨大的存量工程项目依然可维持电梯的新装需求增速。2、电梯产品下游需求多元化，除新建房地产项目需求外，如公共设施建设需求、出口与进口替代需求、老旧电梯到期更换需求和电梯维护与保养等多方需求逐年增加，支持行业规模的不断扩大。

2.3.1. 房地产存量工程巨大

我国电梯产业的快速崛起离不开国内房地产行业近年来的蓬勃发展，2000 年我国商品房新开工面积仅为 2.83 亿平方米，到 2011 年全国商品房新开工面积飞速增长至 19.01 亿平方米，较 2000 年增加了将近 6.7 倍。随着高层居民住宅以及商业地产数量的增加，同期我国电梯产销量也从 2000 年的 3.8 万台增加至 2011 年的 45 万台左右。

虽然，随着政府对于房地产行业政策调控力度的加大，进入 2012 年后我国房地产新开工面积增速有所下降，但是巨大的存量工程仍然可支撑电梯行业的发展。1999-2011 年间全国范围内商品房竣工和销售面积分别为 66.21 亿平方米和 71.67 亿平方米，而 2011 年底我国共有商品房在建面积 50 亿平方米左右，再加上年内售出但未开工面积，预计全国范围内商品房未开工和在建面积高达 65 亿平方米左右，与过去 13 年间的竣工面积基本相同。如果按每年竣工 10 亿平方米计算，全部消化这些项目也要 6-7 年的时间。如果按照我国现有每万平米配备电梯 3.20 台计算，未来 6-7 年内存量商品房建筑面积将新增电梯需求 200 万台左右，使我国电梯保有量在现有基础上再增加 1 倍。

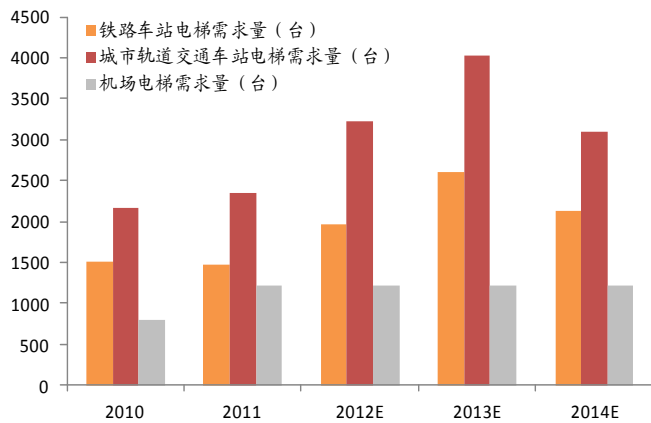
其次，近年来建设保障性安居工程的呼声日益加剧，中央政府也已经意识到这一问题。2011 年我国已开工保障房项目 1000 万套，预计 2012 全年新开工项目在 700 万套左右，“十二五”期间保障房建设总数为 3600 万套。大规模建设的保障性安居项目同样增加了电梯产品的下游需求。

2.3.2. 电梯产品下游需求多元化

对于电梯产品的需求除房地产项目外，还包括了公共设施建设需求、出口与进口替代需求、老旧电梯到期更换需求和电梯维护与保养等四个方面的需求。其中老旧电梯更换需求和电梯维护保养需求占比较大。

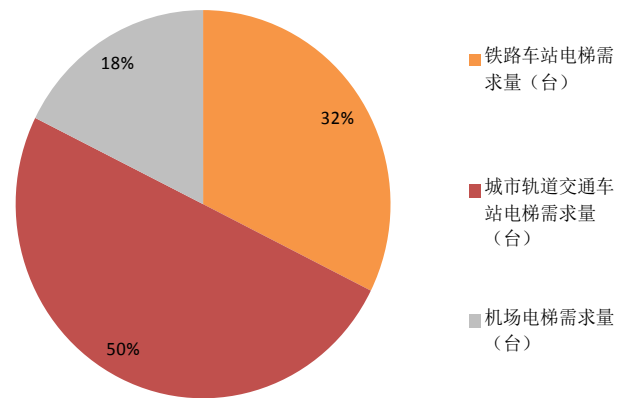
公共设施建设需求主要包括了如铁路、城轨地铁车站以及机场的新建和改扩建项目。“十二五”期间我国将新建铁路车站 600 余座、城轨地铁车站 1000 余座、机场 70 座，并且完成 101 座中小型机场的改扩建工程。如按照现有比例配备电梯，预计“十二五”期间公共设施建设对于电梯的需求量在 2 万台左右。

图 11. 2012-2014 年主要车站和机场电梯需求量



资料来源：东海证券研究所整理

图 12. 2012-2014 年公共设施建设电梯需求量占比

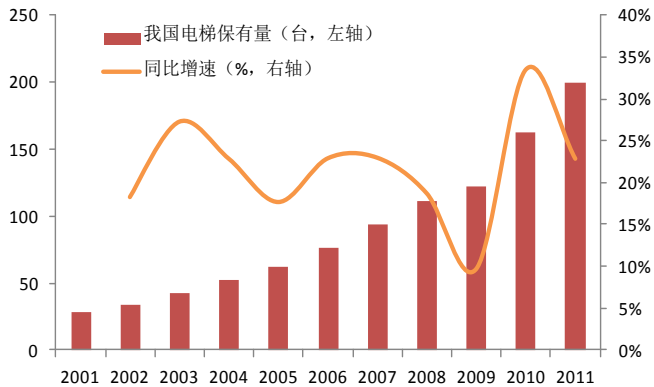


资料来源：东海证券研究所整理

出口及进口替代需求。对于我国电梯未来进出口情况的判断我们主要基于两点，第一，我国进口电梯的款型主要是国内企业在技术水平方面仍不完善的高端产品（即超高速直梯和大高度扶梯等），然而随着国内企业加大对于高端电梯产品的研发和在关键技术上的突破，电梯进口数量将逐渐降低，但由于总体需求不大，对于国内电梯厂商的贡献有限。第二，海外需求的增加，根据 IMF 预测 2012 年世界电梯新装需求量的增长将在 4.5% 左右，特别是发展中国家的增长将达到 6.4%，再加上国外在用电梯更新换代的需求，未来几年间我国电梯出口数量将保持稳定增长。

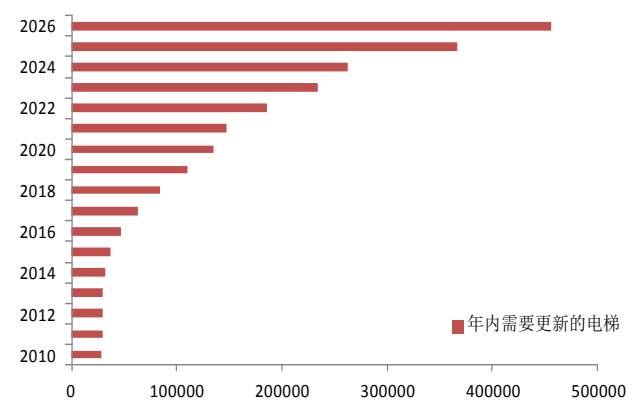
老旧电梯更换需求。对于老旧电梯的及时更换，关系到电梯周边用户的正常出行和人身安全，然而，我国在这一问题的处理上并不顺利。第一，全国范围内并没有统一的电梯强制淘汰年限的界定，再加上部分设备日常维护并不到位，一些“高龄电梯”或“病危电梯”仍在使用，很大程度上增加了运行中的安全隐患。如果，参照国外成熟电梯市场的标准来衡量，日系电梯和欧美系电梯品牌的设计使用年限分别为 15 年与 25 年。我国现阶段在用电梯中日系品牌数量超过了 60%，并有持续上升的趋势，这也预示着我国在用电梯更新换代的平均周期将逐渐加速。第二，更换老旧电梯的费用较大，粗略计算更换一部老旧电梯所需资金在 15 ~ 25 万之间，小区物业可通过申请提取相应的公共维修基金来进行支付，然而，我国从 1998 年才开始收取这一费用，早期的小区物业并不完善，在房屋销售初期并没有缴纳这项基金，小区内住户对于自己是否应该承担这一费用也存在较大分歧。总体来看，我国在解决老旧电梯按时更换问题上仍然需要付出更多的努力。随着，在法规层面上的进一步界定，以及资金方面的相互协调，我国老旧电梯更换将逐步趋于规范。如果按照日系电梯 15 年必须更换来规定，2012-2013 年我国将有超过 4.5 万台的电梯需要更换，同时未来几年间，电梯更换需求也将随着我国前期电梯新装数量的快速增长而增加。

图 13. 我国电梯保有量和增速



资料来源：互联网，东海证券研究所整理

图 14. 2010-2026 年国内需要更新换代的电梯



资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所

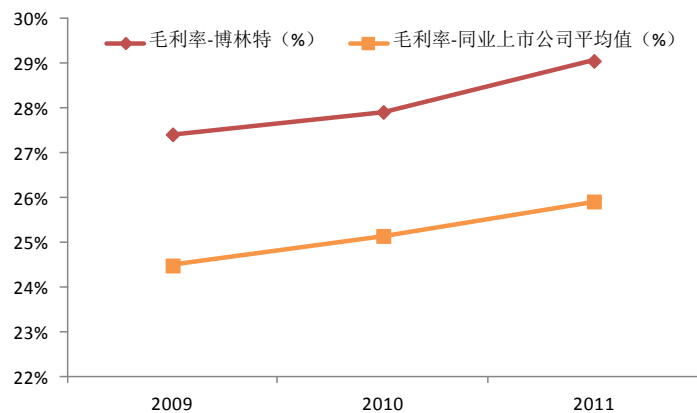
电梯维修与保养需求，在国外成熟市场中电梯维保业务每年可为整梯企业贡献 60%左右的营业收入，而我国电梯维保市场较为混乱，缺乏经验与培训的第三方维保公司利用超低价格占据了国内现存维保市场的 80%左右。然而，随着人们对于电梯安全意识的增强和国家相关政策法规的逐步完善，第三方维保公司的生存空间正受到打压，接替他们的则是整梯企业的自保服务，随着整梯生产企业自保率的持续提升，在用电梯的安全隐患将得到有效控制，同时为国内整梯企业开拓了新的盈利增长点。

3. 公司自身竞争优势明显

3.1. 核心零部件自给率高

与行业内主要竞争对手不同，公司在生产整梯的过程中同样注重核心零部件的研发与生产。公司现已具备生产电梯四大核心部件中的曳引机与门机的能力，并且通过技术引进掌握了变频器和成套控制系统的生产技术。较高的零部件自给率使得公司在产品生产成本方面，较竞争对手有很大优势。2011 年同行业上市公司平均毛利率维持在 25%左右，而公司却实现了毛利率同比增长 1.14 个百分点至 29.06%，高于同业上市公司平均毛利率 3.14 个百分点。

图 15. 博林特与同业上市公司毛利率情况



资料来源：WIND，东海证券研究所

3.2. 直销为主，经销为辅更加贴近用户

公司在国内主要采用以直销为主、经销为辅的销售模式，近年来直销产品占公司国内销售额的比例都在 70% 以上。这种模式下公司可直接与终端客户沟通，详细了解客户需求，掌控安装与服务质量，最大程度确保了公司在行业内树立的良好形象。根据发达国家电梯市场经验，安装、维保收入在未来将会成为我国电梯制造企业的重要收入来源。由公司负责电梯运行的维修、保养服务，将为公司带来稳定的利润来源。随着公司电梯保有量的不断扩大，公司负责维修、保养的电梯数量也将保持高速增长。

在营销服务方面，公司已经建立起覆盖广泛、体系健全的营销服务网络，在国内市场方面公司已在北京、上海、大连、海南、福建等国内 14 个主要城市及地区设立直营分公司，并在华北、东北、华东、华南、西北 5 大区域设立销售服务机构 50 多个；同时，对于海外销量较大的德国、澳大利亚、新加坡、蒙古等国设有 6 家全资子公司和 1 家参股子公司从事这些市场的开拓与服务。经过多年的努力，公司产品已经在国内外积累了较为深厚的客户基础。尤其是在海外市场，公司是我国电梯民族品牌出口量较大的企业，也是民族品牌中海外分支机构较多的企业，“博林特”品牌在海外很多国家都具有较高知名度。

图 16. 公司国内市场产品销售区域分布



资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所

图 17. 公司国外市场产品销售区域分布



资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所

3.3. 新园区建设降低物流成本

首先，公司利用自有资金在重庆两江新区启动沈阳博林特电梯产业化建设项目，项目建成并达产后将实现年产各类垂直升降电梯 4,500 台（其中含小机房、无机房、载货电梯）；各类自动扶梯 500 台（其中含公共交通型扶梯、自动人行道）；电梯、扶梯各类核心关键部件 5,000 台套；上下部驱动总成 500 台。预计项目总投资达 1.4 亿元，建设期为四年左右，建设期间产能逐步释放，预计项目建设开始五年左右达产。重庆博林特园区建设完工后，将协助公司沈阳总部服务西北、华南等周边地区的客户资源，为客户提供从电梯定制到后期服务全套的解决方案。同时，节省了公司现在需要从沈阳本部长途运输的高额物流成本。其次，公司还计划在鞍山新建电梯配件生产厂区，用以提升公司产品配套能力，满足不断扩大的订单需求，并且降低钢材等原材料的运输成本。

4. 募集资金投向及必要性

4.1. 公司主要募投项目情况

公司此次计划新建募投项目包括：1、沈阳基地电梯产业化升级改造项目；2、省级企业技术中心升级改造项目；3、营销服务网络建设项目。总共投资金额为 2.17 亿元，全部使用募集资金。

表 3. 募投项目概况

项目名称	预计建设时间	资金投入进度			项目投资总额 (万元)	项目影响
		第一年	第二年	第三年		
沈阳基地电梯产业化升级改造项目	36个月	12,328	--	2,789	15,117	预计达产后将新增营业收入 6.8 亿元 净利润 1.08 亿元
省级企业技术中心升级改造项目	15个月	2,970	355	--	3,325	增强公司研发能力
营销服务网络建设项目	36个月	530	1,841	3,718	3,300	增强公司国内外销售及维保能力
合计	--	15,827.5	2,196	6,507	21,741.5	

资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所整理

4.2. 建设募投项目的必要性

4.2.1. 沈阳基地电梯产业化升级改造项目

近年来随着电梯产品下游需求的持续旺盛，以及公司在行业中地位的逐步上升，公司承接订单数量快速增加，从 2009 年的 5,694 台上升至 2011 年的 11,338 台，年承接订单数量增长了将近 1 倍，而期间公司产能并未随着需求量的快速增加得到有效扩张。2011 年公司产能利用率达到 98.5%，已经连续 3 年接近满负荷生产。根据中国电梯协会的数据，我国未来五年电梯市场需求量将以每年 10% 的速度增长，国际电梯市场将平均以 9% 的速度增长。公司作为国内民族电梯企业中位居前列的整机制造企业，近三年来电梯销售量复合增长率达到了 22.38%。保守估计公司的订单量未来四年增长率以 10% 测算，则 2015 年后公司单个年度订单量将增加至 16,600 台左右，而公司现有产能仅为 7,500 台，急需进一步扩大产能。

该项目实施地点在公司沈阳生产基地园区内，计划通过 3 年的建设逐年释放产能。项目达产后将新增公司年生产各类垂直升降电梯 3,600 台，各类自动扶梯 400 台，电梯、扶梯各类核心关键部件 4,000 台套，控制系统 12,000 台套，上下部驱动总成 400 台。预计项目顺利达产后将为公司增加年营业收入 6.8 亿元左右，净利润约为 1.08 亿元。

表 4. 项目实施计划

产品	T年（项目启动）	T+1年	T+2年	T+3年（项目达产）
电梯产量（台）	--	1,800	1,800	3,600
扶梯产量（台）	--	200	200	400
关键部件（台套）	--	2,000	2,000	4,000
控制系统（台套）	--	6,000	6,000	12,000
上下部驱动总成（台）	--	200	200	400

资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所整理

4.2.2. 技术中心升级改造项目

升级技术中心升级改造项目完成后，公司将拥有研发及测试电梯各主要部件及性能实验室六个，分别为测试技术研究室、电控研究室、关键零部件研究室、工业工程研究室、安全与标准研究室和电梯、扶梯及人行道研究室，同时，增加研究人员数量满足更多研发项目的人员需求。

技术中心升级改造项目的建设是按照《国家认定企业技术中心管理办法》（国家发改委、科技部、财政部、海关总署和国家税务总局令第 53 号）的有关要求，以现有省级企业技术中心为依托，规划建设国家级企业技术中心，建成后将大幅提高公司对电梯、自动扶梯、自动人行道、电梯关键零部件、控制系统等产品的技术开发及样机试制能力。挑战外资企业在部分机型与领域内的垄断地位，进一步提升民族品牌电梯在国际市场的影响力。

4.2.3. 营销服务网络建设项目

公司自 2001 年设立以来，已在全国建立了多个网点，覆盖了国内近 30 个省市，但是这些网点多是销售机构，不具有独立的电梯安装、维保资质。公司电梯产品的安装维保由公司总部执行或委托给有资质的经销商，不利于公司对电梯质量的控制，也降低了本公司对电梯在使用过程中出现安全故障的快速反应能力。本项目建成后，公司可将电梯设计、制造、销售、维修、保养、服务等各自分离的业务组合成为一个有机整体，避免相互脱节，有利于系统化、标准化、规范化、全方位的技术经济整体方案的实施，有利于保证电梯产品质量、缩短工期、降低成本，提高客户满意度，提高收益。

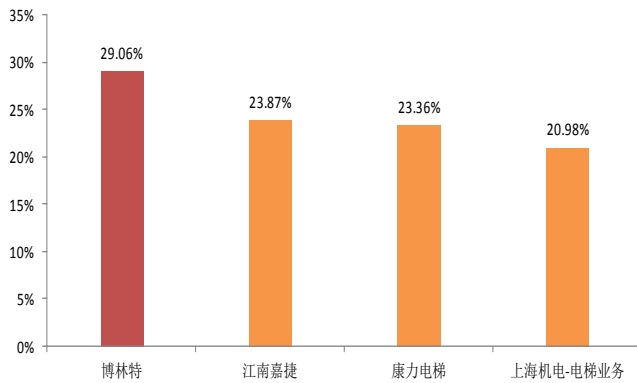
项目建成后公司将在北京、天津、辽宁等省市设立一类电梯销售服务商（服务能力达到 800-1000 台）3 家；二类电梯销售服务商（服务能力达到 600-800 台）4 家；三类电梯销售服务商（服务能力达到 300-600 台）8 家。从而建立起可以和外资品牌相抗衡的电梯销售服务体系。

5. 盈利预测与估值：建议询价区间 7.25 – 8.23 元

5.1. 与同行业上市公司相比

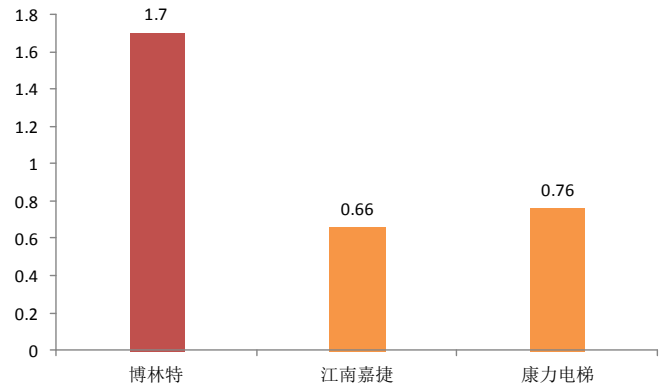
依靠较高的零部件自给率和省去中间商的直销网络支撑，公司整梯业务毛利率长期维持在行业平均水平以上。同时，提前布局海外和电梯维保市场，使公司未来的发展空间更加广阔。

图 18. 同行业上市公司毛利率情况



资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所

图 19. 同行业上市公司安装维保收入规模(单位：亿元)



资料来源：博林特招股说明书，东海证券研究所

5.2. 公司估值

已上市公司中与博林特从事相同或相近业务的公司共有 5 家，其中包括 3 家整梯厂商（康力电梯、江南嘉捷和上海机电）和 2 家电梯配件厂商（新时达和长江润发）。

表 5. 同业上市公司估值比较

	股价 (6.29)	每股盈利 (EPS)				市盈率 (PE)			
		2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
康力电梯 (002367)	8.01	0.40	0.49	0.56	0.66	20.03	16.35	14.30	12.14
江南嘉捷 (601313)	10.75	0.58	0.73	0.90	1.01	18.53	14.73	11.94	10.64
上海机电 (600835)	8.73	0.70	0.82	0.95	1.12	15.36	13.11	11.32	9.60
新时达 (002527)	13.85	0.56	0.69	0.84	1.07	19.20	15.58	12.80	10.05
长江润发 (002435)	9.40	0.35	0.42	0.48	0.56	30.71	25.60	22.40	19.20
平均						20.77	17.07	14.55	12.32
博林特 (002689)		0.40	0.49	0.61	0.71	2012年PE 15-17倍			

资料来源：WIND，东海证券研究所整理

考虑到电梯行业下游需求增长确定，公司在行业中竞争优势明显，以及募投项目达产后可为公司提供新的盈利增长点等因素，预计公司 2012-2014 年每股盈利分别为 0.49 元、0.61 元和 0.71 元，给予公司 2012 年 14.8-16.8 倍 PE，对应的价格区间为 7.25-8.23 元较为合理。

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1082.45	1648.96	2104.74	2194.25
现金	186.79	930.87	741.78	1065.48
应收账款	368.86	187.84	564.84	347.59
其它应收款	30.77	81.24	40.20	100.54
预付账款	105.64	47.41	170.43	73.62
存货	343.07	391.44	527.88	581.71
其他	47.33	10.16	59.60	25.31
非流动资产	692.61	780.16	890.27	1023.66
长期投资	0.00	-0.73	-1.56	-2.34
固定资产	335.59	385.86	445.01	515.08
无形资产	249.91	286.57	332.65	389.87
其他	107.12	108.46	114.16	121.05
资产总计	1775.06	2429.12	2995.00	3217.92
流动负债	821.24	766.04	1160.62	1159.61
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	347.67	157.98	504.25	302.80
其他	413.57	608.07	656.37	856.81
非流动负债	412.71	395.33	376.70	357.37
长期借款	200.00	182.63	163.99	144.66
其他	212.71	212.71	212.71	212.71
负债合计	1233.94	1161.38	1537.32	1516.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	541.12	1267.74	1457.68	1676.76
负债和股东权益	1775.06	2429.12	2995.00	3193.74

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	49.51	341.73	-5.37	523.91
净利润	122.59	153.12	189.94	219.08
折旧摊销	0.00	51.46	63.86	78.95
财务费用	14.70	-3.84	-1.68	0.14
投资损失	0.94	0.73	0.83	0.78
营运资金变动	-86.05	136.72	-257.04	224.90
其它	-2.67	3.54	-1.29	0.06
投资活动现金流	-111.29	-143.27	-173.51	-213.18
资本支出	98.15	91.82	109.65	134.23
长期投资	0.00	0.73	0.83	0.78
其他	-13.14	-50.73	-63.03	-78.17
筹资活动现金流	56.58	545.62	-10.20	-11.21
短期借款	60.00	-60.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	-17.37	-18.63	-19.33
其他	-3.42	622.99	8.43	8.13
现金净增加额	-5.20	744.08	-189.08	299.52

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1487.81	1795.90	2179.21	2652.49
营业成本	1055.48	1246.90	1512.32	1840.03
营业税金及附加	12.06	14.56	17.66	21.50
营业费用	153.07	183.50	223.44	271.49
管理费用	105.79	169.61	180.38	235.03
财务费用	14.70	-3.84	-1.68	0.14
资产减值损失	17.81	17.96	32.69	33.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.94	-0.73	-0.83	-0.78
营业利润	127.96	166.48	213.56	250.35
营业外收入	18.01	16.79	13.45	11.23
营业外支出	0.12	1.02	0.97	0.85
利润总额	145.84	182.25	226.03	260.73
所得税	23.24	29.13	36.10	41.65
净利润	122.59	153.12	189.94	219.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	122.59	153.12	189.94	219.08
EBITDA	157.15	223.95	268.61	315.95
EPS (元)	0.40	0.49	0.61	0.71

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	11.06%	20.71%	21.34%	21.72%
营业利润	144.08%	30.11%	28.28%	17.23%
归属母公司净利润	114.14%	24.90%	24.04%	15.34%
获利能力				
毛利率	29.06%	30.57%	30.60%	30.63%
净利率	8.24%	8.53%	8.72%	8.26%
ROE	22.66%	12.08%	13.03%	13.07%
ROIC	13.04%	8.49%	9.12%	9.51%
偿债能力				
资产负债率	69.52%	47.81%	51.33%	47.14%
净负债比率	48.05%	18.01%	14.85%	12.25%
流动比率	1.32	2.15	1.81	1.87
速动比率	0.90	1.64	1.36	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.85	0.80	0.86
应收帐款周转率	4.61	6.45	5.79	5.81
应付帐款周转率	3.79	4.93	4.57	4.56
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.49	0.61	0.71
每股经营现金	0.21	1.47	-0.02	2.25
每股净资产	2.33	4.09	4.70	4.56
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1.81	--	--	--

资料来源：港澳资讯，东海证券研究所整理

分析师简介:

应晓明: 东海证券研究所, 节能环保行业分析师。证券从业经历 10 年。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东世纪大道1589号长泰国际金融大厦11楼

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 50586660 转8638

传真: (8621) 50819897

邮编: 200122

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089