

均衡发展，稳中求胜

■ **优质民族品牌，受益于下游行业的结构性转变。**随着新型城镇化大力推进及房地产商向二三线城市加强布局，优质民族品牌正以性价比优势和及时维保服务打破外资电梯大规模垄断。同时，旧楼加装、以旧换新政策的出台，以及城市轨道交通开始选择优质民族电梯等趋势都促使其在传统市场上再一次分享新增量。预计2013年电梯行业增速为15%-18%，市场开始回暖。

■ **康力电梯：均衡发展，稳中求胜。**公司集直梯、扶梯、零部件生产和维保业务于一身，经营布局均衡化。未来，公司将以完善的销售区域布局和性价比优势，向上挤占二线外资品牌市场。同时，将以自主研发实力和渠道下沉侵蚀四线品牌可发展空间，使公司受益于下游结构性转变带来的发展机遇。

■ **订单产能双向匹配。**过去2年，公司分别对子公司和中山、成都生产基地追加投资，一方面是公司接订单能力不断上升，截至2012年9月末累计有效订单为21.20亿元，同比增长14%；另一方面是为优化布局，给客户带来从“生产到服务”的全方位优质购买体验。伴随着2013年产能的如期释放，订单产能双向保障企业规模成长。

■ **预计2012-2014年，销售收入为19.00、23.50、28.20亿元，分别同比增长为18.55%、23.68%、20%；净利润为1.86、2.33、2.81亿元，分别同比增长为22.75%、25.41%、20.75%。预计2012-2014年，EPS为0.49、0.61、0.74元，对应PE为20、16、13倍。6个月目标价为12.20元，对应PE为20倍，首次给予“买入-A”投资评级。**

■ **风险提示：**下游房地产行业投资增速下滑风险；营销风险。

| 摘要(百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,089.9 | 1,602.7 | 1,900.0 | 2,350.0 | 2,820.0 |
| 净利润 | 119.9 | 151.1 | 185.5 | 232.6 | 280.8 |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.40 | 0.49 | 0.61 | 0.74 |
| 每股净资产(元) | 3.32 | 3.93 | 4.32 | 4.78 | 5.32 |

| 盈利和估值 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 30.8 | 24.5 | 19.9 | 15.9 | 13.2 |
| 市净率(倍) | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| 净利润率 | 11.0% | 9.4% | 9.8% | 9.9% | 10.0% |
| 净资产收益率 | 9.5% | 10.1% | 11.3% | 12.8% | 13.9% |
| 股息收益率 | 0.9% | 1.3% | 1.5% | 1.9% | 2.3% |
| ROIC | 90.9% | 91.3% | 39.1% | 32.2% | 33.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

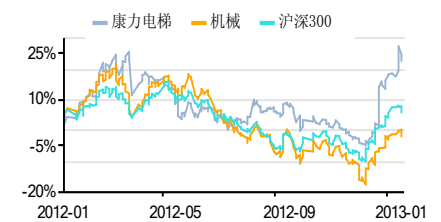
首次评级

6个月目标价 **12.20元**
股价(2013-01-14) **9.71元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 3,696.31 |
| 流通市值(百万元) | 1,716.09 |
| 总股本(百万股) | 380.67 |
| 流通股本(百万股) | 176.73 |
| 12个月价格区间 | 7.34/14.85元 |
| 十大股东(%) | 64.82% |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 13.49 | 10.75 | -33.31 |
| 绝对收益 | 22.91 | 22.60 | -25.65 |

张殚

助理分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080006
zhangdan@essence.com.cn
021-68765905

相关报告

| | |
|---------------|------------|
| 金明精机：金明制造，铸 | 2012-09-27 |
| 就高端吹塑行业领军人 | |
| 天广消防：民族品牌的捍 | 2012-08-21 |
| 卫者 | |
| 装备制造：顶尖上的绽放 | 2012-06-12 |
| (2012年中期策略报告) | |

目录

| | |
|---|----|
| 1. 中国电梯产业的发展历程 | 4 |
| 2. 中国电梯市场，结构性机遇显现..... | 5 |
| 2.1. 结构性机遇一：新型城镇化带来成长新空间 | 6 |
| 2.2. 结构性机遇二：旧房加装，从无到有的新增量 | 7 |
| 2.3. 结构性机遇三：以旧换新，民族品牌分享升级换代 | 8 |
| 2.4. 结构性机遇四：城市轨道交通，技术服务抢占市场 | 8 |
| 3. 康力电梯：均衡发展，稳中求胜..... | 10 |
| 3.1. 自主研发越发得力，产业链拓展保障盈利..... | 10 |
| 3.2. 经营布局均衡化，市场化程度较高..... | 11 |
| 3.3. 完善的区域布局，以服务增强合作粘性 | 11 |
| 3.4. 募投项目如期释放，产能订单双向匹配 | 12 |
| 4. 盈利 & 估值 | 14 |
| 4.1. 盈利预测：预计 2013 年业绩增速约为 25% | 14 |
| 4.2. 相对估值：6 个月合理目标价为 12.20 元 | 15 |
| 4.3. 绝对估值：OPFCF、FCFE 估值均价为 12.24 元..... | 15 |
| 5. 风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 中国电梯行业产量情况..... | 4 |
| 图 2： 中国电梯行业保有量情况 | 4 |
| 图 3： 中国电梯市场格局分布情况 | 4 |
| 图 4： 房地产投资完成额增速 VS 房屋施工面积增速 VS 电梯总产量增速情况 | 5 |
| 图 5： 我国电梯行业产量及增速情况 | 5 |
| 图 6： 新型城镇化模式 VS 旧型城镇化模式 | 6 |
| 图 7： 中国城镇与农村人口比例变化情况..... | 6 |
| 图 8： 我国房地产市场房屋施工面积对比情况（单位：亿平方米） | 6 |
| 图 9： 我国不同级城市建安成本占比情况..... | 7 |
| 图 10： 我国不同级城市开发商可得净利率情况..... | 7 |
| 图 11： 部分上市公司净利润率变动情况 1..... | 7 |
| 图 12： 部分上市公司净利润率变动情况 2..... | 7 |
| 图 13： 我国未来十年间电梯淘汰的数量及增速情况 | 8 |
| 图 14： 我国部分省市旧电梯数量情况 | 8 |
| 图 15： 中国电梯行业四个梯队品牌市场占有率情况 | 9 |
| 图 16： 公司销售收入变动情况（单位：百万元） | 10 |
| 图 17： 公司净利润变动情况（单位：百万元） | 10 |
| 图 18： 公司毛利率变动情况..... | 10 |
| 图 19： 公司净利率变动情况..... | 10 |
| 图 20： 公司主营业务占比情况..... | 11 |
| 图 21： 公司各大区域销售占比情况 | 11 |
| 图 22： 迅达电梯全球区域销售收入占比情况..... | 12 |
| 图 23： 蒂森克虏伯电梯全球区域销售收入占比情况 | 12 |
| 图 24： 四线本土品牌企业家数变化情况..... | 12 |

表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 电梯行业相关产品系数与适用范围情况 | 4 |
| 表 2: 中国电梯市场外资品牌发展历程..... | 4 |
| 表 3: 房地产投资完成额与电梯需求量的对比分析..... | 5 |
| 表 4: 上海&广州旧楼加装电梯需求量情况..... | 8 |
| 表 5: 部分大城市旧房加装电梯筹资方式规定 | 8 |
| 表 6: 预计“十二五”期间轨道交通电梯需求量情况..... | 9 |
| 表 7: 三家民族品牌国内外轨道/机场项目案例 | 9 |
| 表 8: 外资品牌 VS 优质民族品牌区域布局情况..... | 11 |
| 表 9: 民族品牌 VS 外资品牌净利润率情况 | 11 |
| 表 10: 募投项目相关情况 (单位: 百万元) | 12 |
| 表 11: 公司追加投资项目情况 (单位: 百万元) | 13 |
| 表 12: 公司相关生产项目设计产能情况 (单位: 台/套) | 13 |
| 表 13: 公司相关生产项目设计收益情况 (单位: 百万元) | 13 |
| 表 14: 公司主营业务预测情况 (单位: 百万元) | 15 |
| 表 14: 行业公司比较情况..... | 15 |
| 表 15: 公司 OPFCF 估值情况 | 16 |
| 表 16: 公司 FCFE 估值情况 | 16 |

1. 中国电梯产业的发展历程

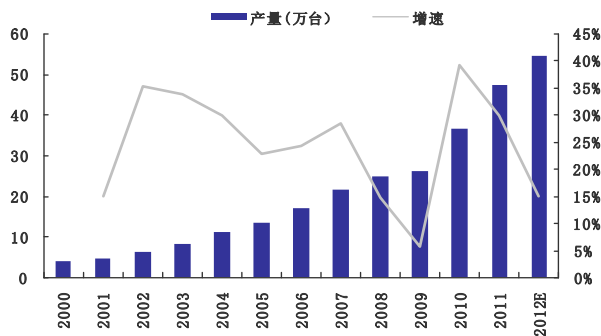
电梯，是服务于规定楼层的固定或升降设备。它具有一个轿厢，运行在至少两列垂直刚性导轨之间。其中，垂直电梯占据主导地位，根据2010年年鉴数据可知，全球电梯保有量为1050万台，中国电梯保有量为162.86万台，国内垂直电梯的数量约为扶梯的7倍。而在垂直电梯中，主要以使用中低速电梯为主，在我国占据98%的市场份额。

表1：电梯行业相关产品系数与适用范围情况

| 类型 | 提升速度/高度 | 适用范围 |
|------|----------------------------|-------------------|
| 垂直电梯 | 低速梯：1m/s，运行高度小于45米 | 住宅、商务楼、部分公共设施 |
| | 中速梯：1m/s-2.5m/s，运行高度小于120米 | |
| | 高速梯：>3m/s | |
| 扶梯 | 普通型：H≤6M | 大型商场、车站、机场、剧院、码头等 |
| | 中等高度扶梯：6M≤H≤10M | |
| | 大高度扶梯：≥10M | |

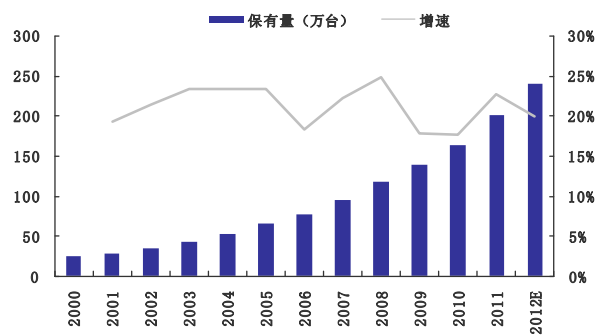
数据来源：中国电梯协会、安信证券研究中心

图1：中国电梯行业产量情况



数据来源：中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

图2：中国电梯行业保有量情况



数据来源：中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

图3：中国电梯市场格局分布情况

第一梯队：OTIS、上海三菱、广州日立；（市场份额：50%）

第二梯队：迅达、通力、蒂森等外资品牌；（市场份额：21%）

第三梯队：康力、嘉捷、博林特、中龙等十家优质民族品牌；（市场份额：15%）

第四梯队：其余400家中小型本土品牌；（市场份额：14%）

数据来源：盛世华研数据库、安信证券研究中心

表2：中国电梯市场外资品牌发展历程

| 时间 | 标志 | 主要事件 |
|-----------------------|--------------------------|--|
| 第一次发展 (上世纪80年代) | 外资品牌开始陆续进入中国，以合资为主，中方控股。 | 1980年，中国迅达成立； |
| | | 1981年，广州电梯与日立合作； |
| | | 1984年，天津OTIS成立； |
| 第二次发展 (1990-1995年) | 合资企业大幅增加，外资开始控股合资企业。 | 1987年，上海三菱成立。 |
| | | 1993年，广州OTIS成立、苏州迅达成立； |
| | | 1994年，OTIS控股天津工厂； |
| 第三次发展 (1996-1997年) | 外资大企业完全进入中国，合资公司外资控股。 | 1995年，沈阳/上海东芝成立，中山蒂森成立。 |
| | | 1996年，中国迅达外资控股、广州日立成立； |
| 第四次发展 (1998-2003年) | 外资品牌在中国开始增资、重组。 | 1997年，西子OTIS成立、华升富士达成立、大连星玛成立（韩国OTIS控股）。 |
| | | 1998年，昆山通力成立； |
| | | 2000年，上海东芝变为独资企业。 |

数据来源：中国电梯协会、安信证券研究中心

目前，我国电梯市场主要被美国(OTIS)，欧洲(蒂森克虏伯、迅达、通力)，日本(三菱、日立、富士达、东芝)所占据，民族品牌经过10多年的发展约占30%的市场份额。在2007年之后，民族品牌市场占有率提升较快且主要变动发生在二三梯队中，我们认为主要是以下三个因素造成的：

一、通用技术，拿来主义越发明显。电梯整机技术通常由三部分组成，分别是电控、驱动以及机械技术。除传统设计原理外，其它如智能变频和群控系统技术等，均采用拿来

主义而非只应用于电梯产业，所以对民族品牌来言技术已不是壁垒。

二，**稳定性更重于速度与高度**。从下游适用范围来看，中低速电梯已覆盖我国 98% 的市场份额，因为 1m/s-2.5m/s 电梯可覆盖的高度在 7-40 层之间。因此，在此高度内如果不断提速，其实对使用时的舒适度、安全性、以及节能性并不理想。所以未来市场上，将仍以中低速电梯为安装主力军。

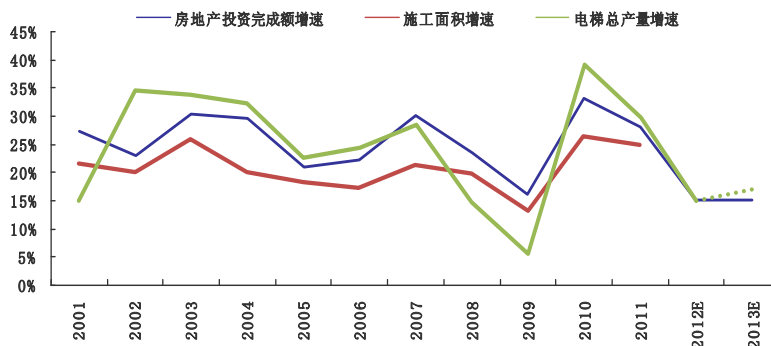
三，**结构转变与技术迸发并存**。经过 20 多年发展，目前我国已拥有一批自主研发的技术企业，其品牌不仅能保障电梯运行中的稳定性而且售价也更具性价比。随着产品技术提升、以及下游结构化的转变，虽然短期内对一线外资品牌影响较少，但对二线外资品牌的替代效应开始显现。

我们相信，随着下游房地产行业结构化调整越发明显，在可预期的未来，我国优质民族品牌将越发受益，不断分享和挤占两端电梯市场。

2. 中国电梯市场，结构性机遇显现

2013 年电梯市场开始回暖，行业同比增长 15%-18%。电梯销量的增长与下游房地产投资紧密相关，将电梯总产量与房地产相关数据进行比对，发现**电梯总产量增速与房地产投资完成额和房屋施工面积同步效应明显，并且幅度大于房地产市场**。假设 2013 年房地产完成额增速为 15%，参照电梯年鉴中房地产投资完成额与电梯需求量系数范围 0.77-0.79 为基准，那么 2013 年电梯需求量将在 62.93-64.56 万台之间，同比增长在 15.47%-18.47% 之间，市场开始回暖。

图 4: 房地产投资完成额增速 VS 房屋施工面积增速 VS 电梯总产量增速情况



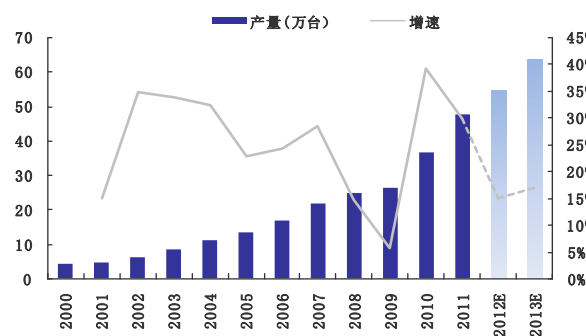
数据来源: wind, 中国电梯协会、安信证券研究中心

表 3: 房地产投资完成额与电梯需求量的对比分析

| 年份 | 房地产投资完成额 (千亿元) | 电梯需求量 (万台) | 相关系数 (万台/千亿元) |
|-----------|----------------|------------|---------------|
| 2000 | 4.98 | 3.75 | 0.75 |
| 2001 | 6.34 | 4.67 | 0.74 |
| 2002 | 7.79 | 6.32 | 0.81 |
| 2003 | 10.15 | 8.46 | 0.83 |
| 2004 | 13.16 | 11.00 | 0.84 |
| 2005 | 15.91 | 13.50 | 0.85 |
| 2006 | 19.42 | 14.78 | 0.76 |
| 2007 | 25.29 | 18.60 | 0.74 |
| 2008 | 31.20 | 23.43 | 0.75 |
| 2009 | 36.24 | 26.20 | 0.72 |
| 2010 | 48.26 | 36.50 | 0.76 |
| 2011 | 61.80 | 47.40 | 0.77 |
| 平均 | | | 0.78 |

数据来源: 中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

图 5: 我国电梯行业产量及增速情况

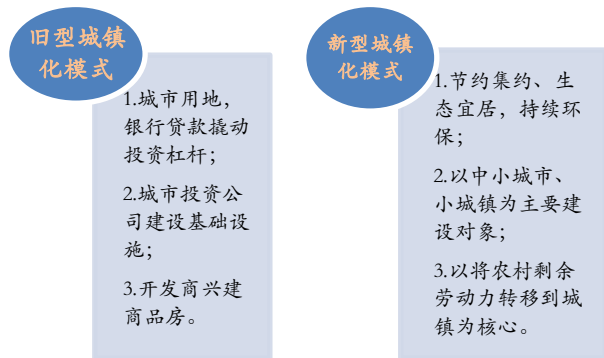


数据来源: 中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

2.1. 结构性机遇一：新型城镇化带来成长新空间

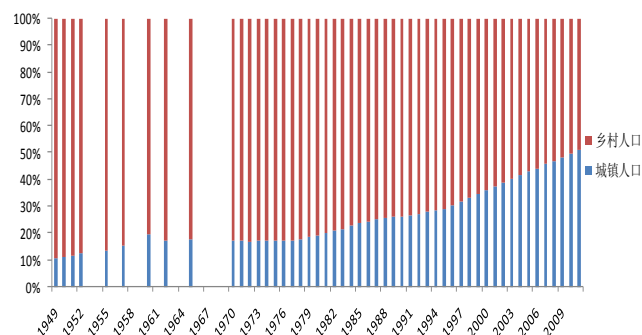
新型城镇化，城乡一体化统筹发展。近日，国家领导人表明“未来，中国所推进的城镇化，是走节约集约、利用资源、保护自然生态和文化特征、大中小城市和小城镇并举的可持续发展之路”。在过去三十年间，我国大部分建设与投资都发生在大中型城市，从而致使大中型城市与县城、乡镇之间的发展存在巨大差异。新方案的推出，让我们看到发展小城镇化可带动上述区域的产业和经济，有助于收窄差距，平衡地区间发展。

图 6：新型城镇化模式 VS 旧型城镇化模式



数据来源：百度文库、安信证券研究中心

图 7：中国城镇与农村人口比例变化情况

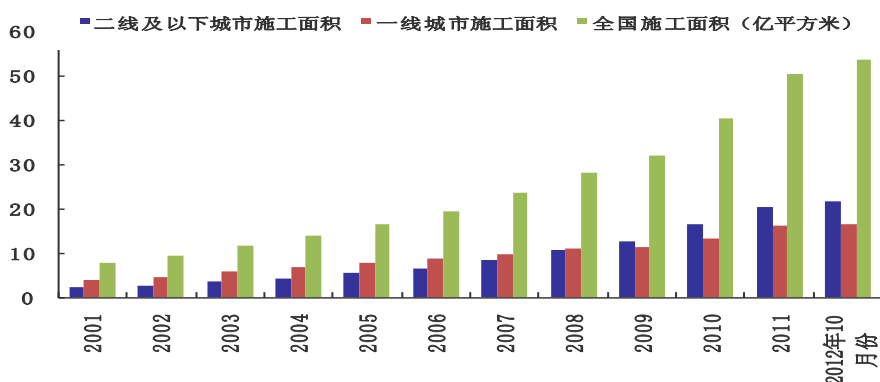


数据来源：wind、国家统计局、安信证券研究中心策略报告

而新型城镇化政策的推出与开发商转战二三线城市，使得整个发展不仅符合市场本身规律的演变还拥有政府的支持。如果假设，开发商在二三线城市建设的商业模式没有变化，那么可开发面积以及利润率将是开发商最关心的部分，恰巧这也是民族电梯发展的关键。首先，根据全国第六次人口普查数据，将我国前十名常住人口大省待开发面积进行统计（以二线及以下省份为标本），2011 年底待开发面积为 1.60 亿平方米，比一线省市的 1.57 亿平方米略高。再看关联度较高的房屋施工面积，截至 2012 年 10 月，二线及以下省份的房屋施工面积占比提升至 40.36%且连续三年在 40%以上，二三线城市给予开发商足够的发展空间，结构性转变开始显现。

图 8：我国房地产市场房屋施工面积对比情况

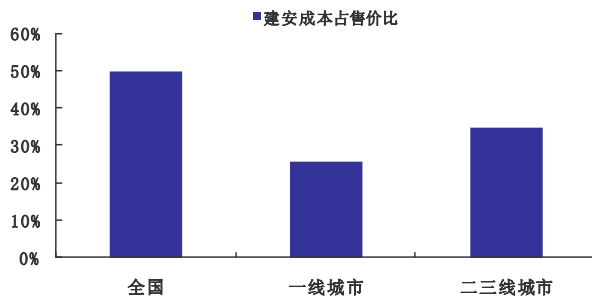
单位：亿平方米



数据来源：wind、安信证券研究中心

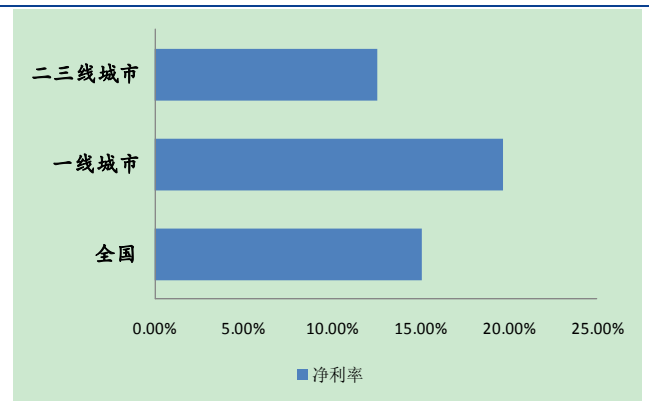
其次，截至 2012 年中报，市值在 100 亿元以上的 20 家房地产企业中，净利率下滑 0%-15% 的有 4 家、下滑 15%-40% 的有 8 家、下滑 40% 以上的也有 8 家。在新型转型下，由于二三线城市的建安成本占销售价格比例比一线城市高，并且销售价格受到国家政策的调控致使其涨幅有限，所以按照房地产行业平均值进行测算，**二三线城市的开发商利润率相对于一线城市大约低 8% 左右**。由此，我们有理由相信，在开发商净利率不断下滑的趋势下，公司对于各类物品的采购支出将进一步趋于谨慎。

图 9：我国不同级城市建安成本占比情况



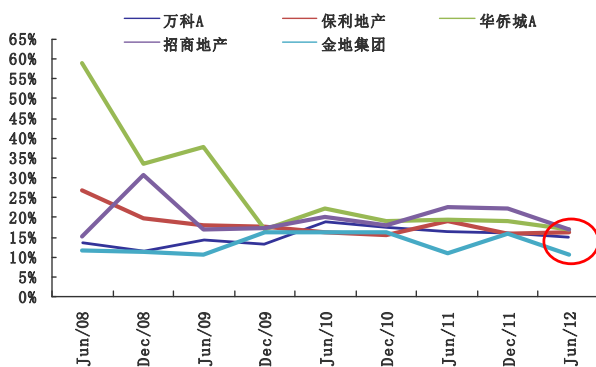
数据来源：CEIC、安信证券研究中心

图 10：我国不同级城市开发商可得净利率情况



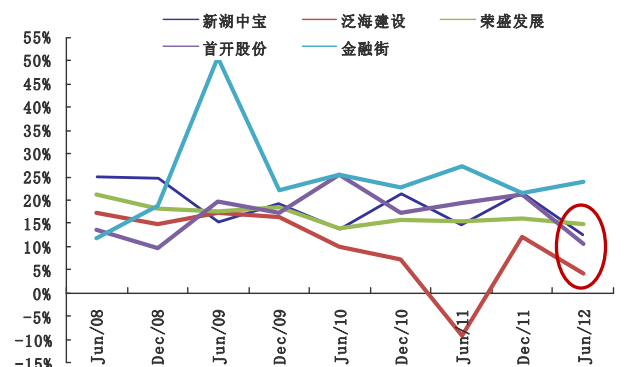
数据来源：CEIC、安信证券研究中心

图 11：部分上市公司净利润率变动情况 1



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 12：部分上市公司净利润率变动情况 2



数据来源：wind、安信证券研究中心

2.2. 结构性机遇二：旧房加装，从无到有的新增量

根据建设部发布的《住宅设计规范》(GB50096-1999)规定,“七层及以上的住宅或住户入口层楼面距室外设计地面的高度超过16米以上的住宅必须设置电梯”以及“十二层以上的高层住宅,每栋楼设置电梯不应少于两台”。而我国在80、90年代建造的七层以上住宅楼很多都未安装电梯。

自2010年起,我国部分大城市,如上海、北京、广东、福建等都已出台相关旧楼加装电梯的实施办法,具体规定了“出资方的构成、业主之间的公平原则、相关人士的权利保障等”,随着居民呼声的高涨,旧房加装已不再是纸上谈兵的概念性话题。以部分大城市为例,预计2010-2015年,上海约有30万幢旧房需要加装电梯,广东省约有18万幢旧房需要加装电梯,假设每幢旧楼只需安装1台电梯,那么上述两地5年间电梯需求量将约为48万台,按平均5年按5%的完成率计算即每年新增量约为0.48万台。如果再加上北京、江苏、浙江等经济发达城市,五省市旧楼加装电梯需求量每年至少在1万台以上,约占到2012年全国电梯产销量的2%(如果严格执行需求量更高)。

同时,旧楼加装的完成率与资金筹集的速度成正比。住在旧楼的居民大多数收入相对比较有限。如果以一台普通国产品牌6层楼6站式低速电梯为例,其售价15万元、井道修建费10万元、总价约为25万元,假设一层楼住户为2-4户,平均每户需要分摊10000-12500万元。所以,旧楼改造电梯的选择是在安全条件的前提下首要考虑品牌的性价比。

表 4: 上海&广州旧楼加装电梯需求量情况

| 2010-2015年 上海、广州旧楼加装电梯需求量 | | | | | | |
|---------------------------|-------------|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 城市 | 旧楼数 (万幢) | 电梯总 需求数 (万台) | 每年 (平均5年) | | | |
| | | | 5%完成率 (万台) | 15%完成率 (万台) | 30%完成率 (万台) | 50%完成率 (万台) |
| 上海旧楼 | 30 | 30 | 0.30 | 0.90 | 1.8 | 3.00 |
| 广州旧楼 | 18 | 18 | 0.18 | 0.54 | 1.08 | 1.80 |
| 合计 | 48 | 48 | 0.48 | 1.44 | 2.88 | 4.8 |

数据来源: 百度文库、安信证券研究中心

表 5: 部分大城市旧房加装电梯筹资方式规定

| | |
|------------|---|
| 上海 | 由申请人与增设电梯所在幢房屋的全体业主分别签订; 的增设电梯改造协议解决。 |
| 北京 | 1、住宅增设电梯所需资金, 以业主自筹为主; 2、房改房原售房单位同意的, 可以使用房改售房款。 |
| 广东省 | 1、房地产所有人根据所在楼层等因素按照一定分摊比例共同出资; 2、属于政府直管的公房可由公房管理单位利用租金收入出资, 并通过提高租金等办法收回; 3、社会投资等其他合法资金来源。 |
| 福建省 | 1、由业主根据所在楼层等因素, 充分协商后按一定比例共同出资; 2、相关业主可申请提取住房公积金; 3、在经专有部分占该梯位住宅建筑物总面积三分之二以上且总人数三分之二以上的业主同意时, 相关业主可按有关规定要求申请使用住宅专项维修资金; 4、其他符合规定的资金。 |

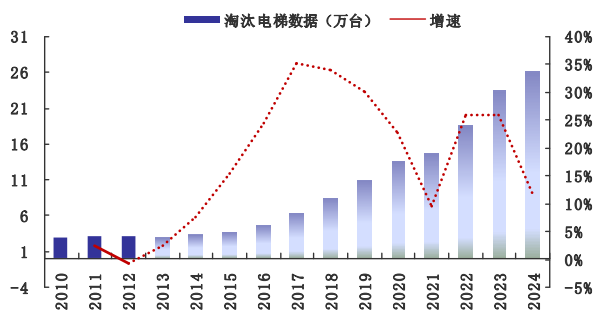
数据来源: 百度文库、安信证券研究中心

2.3. 结构性机遇三: 以旧换新, 民族品牌分享升级换代

国务院公布的《特种设备安全监察条例》(2009) 规定, “特种设备存在严重事故隐患, 或者超过安全技术规范规定使用年限, 其使用单位应当及时予以报废”。根据我国在用电梯技术推测, 大部分我国在用电梯的使用寿命为 15 年, 由于 1998 年之后我国电梯使用量明显快速增长, 所以 2012 年之后迎来以旧换新的高峰时期, 更是在 2016 年之后加速增长, 为电梯需求量带来又一动力。

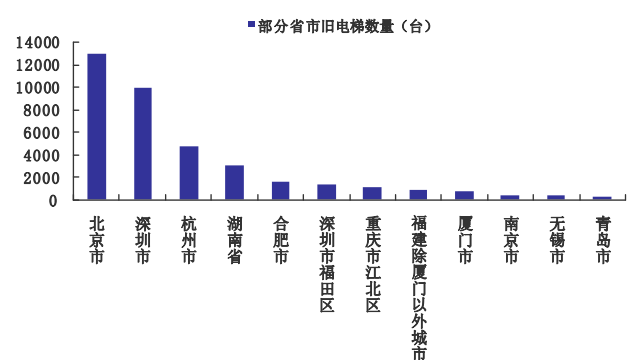
其中资金来源部分, 由于城市间政策的不同而有所区别。一种以南京市为例, 新电梯资金由市区两级政府拿出 90%, 其他 10% 从更新楼盘物业维修基金里扣; 另一种以合肥市为例, 主要来自楼盘物业, 但由于费用不足建议设立电梯大修基金并纳入市级和县区的财政预算。所以综合考虑, 资金仍然为重要因素, 排除部分大开发商项目, 二三线城市以及中小型楼盘以旧换新工程仍然给民族电梯品牌带来机遇, 分享升级换代的成长趋势。

图 13: 我国未来十年间电梯淘汰的数量及增速情况



数据来源: 中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

图 14: 我国部分省市旧电梯数量情况



数据来源: 百度文库、安信证券研究中心

2.4. 结构性机遇四: 城市轨道交通, 技术服务抢占市场

截至 2011 年底, 我国已有地铁城市 14 个, 线路总长 1644.8 公里, 其中北京、上海、广州、深圳四地占到总线路的 71.4%, 可以看出我国二三线城市轨道建设任重道远。我们以上海 10 条已建地铁线路 (总运营长度 414 公里、车站数 280 个) 进行测算, 预计单条线路总长度高于 50 公里, 平均 2 公里设一个车站; 在 20-50 公里之间, 平均 1.1-1.3 公里设一个车站; 低于 20 公里, 平均 1.5-2.0 公里设一个车站。如果以 10 号线为例, 36 公里运营长度设 31 个车站使用 244 台电梯, 那平均每个车站点约为 8 台。

根据国务院批复的轨道建设计划显示, 预计 “十二五” 期间将新增运营里程 4445 公里,

主要位于太原、兰州、常州、哈尔滨、石家庄等城市。如果按照每个车站点 8 台电梯预测，预计共有车站点 6139-7106 个，电梯新增需求 4.9-5.7 万台，占 2012 年电梯产销量 10% 左右。

表 6：预计“十二五”期间轨道交通电梯需求量情况

| 城市 | 线路 | 投资金额 (亿) | 总里程 (公里) | 车站数 (个) | 电梯需求量 (台) |
|-----------|----|----------|-------------|-------------|--------------|
| 常州 | 2 | 336 | 54 | 67 | 84 |
| 厦门 | 3 | 504 | 75 | 90 | 111 |
| 沈阳 | 3 | 610 | 118 | 175 | 188 |
| 哈尔滨 | 3 | 458 | 72 | 83 | 99 |
| 广州 | 7 | 1241 | 229 | 361 | 393 |
| 上海 | 6 | 168 | 30 | 46 | 61 |
| 兰州 | 2 | 229 | 36 | 43 | 53 |
| 太原 | 2 | 309 | 49 | 54 | 64 |
| 石家庄 | 3 | 422 | 60 | 80 | 102 |
| 小计 | | 4277 | 723 | 999 | 1156 |
| 其他地铁项目规划 | | | 3722 | 5140 | 5949 |
| 合计 | | | 4445 | 6139 | 7106 |
| | | | | | 49113 |
| | | | | | 56845 |

数据来源：百度文库、地铁族网站、安信证券研究中心

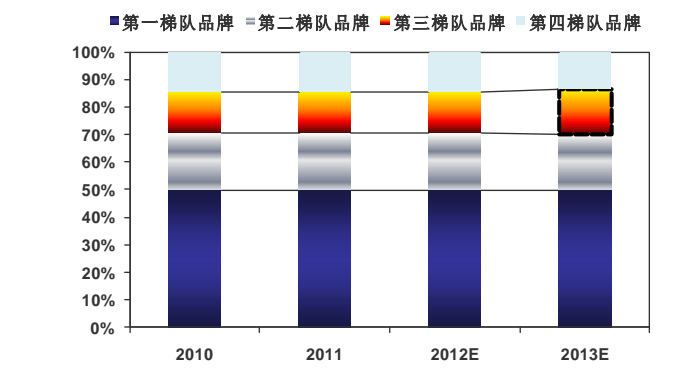
2012 年 2 月 23 日，康力电梯发布公告，公示已中标“苏州市轨道交通 2 号线工程全线自动扶梯项目”，包括轨道主线 1.57 亿元和延伸线 0.93 亿元合同包。该公告不仅意味着民族品牌又一次在轨道建设中打破外资品牌的长期垄断性，更是显示出政府招标时的一种态度。我们认为随着新型城镇化的推进，我国优质民族电梯将以技术和不断抢占轨道交通建设项目。

表 7：三家民族品牌国内外轨道/机场项目案例

| 公司名称 | 轨道/机场交通项目 |
|------|----------------------------|
| 康力电梯 | 哈尔滨轨道交通一号线 韩国地铁 |
| | 苏州轨道交通一号线 一号线控制中心 |
| | 福建华威客运站 南昌昌北机场 |
| | 京沪高铁无锡东站 东莞石龙火车站 |
| 江南嘉捷 | 韩国议政府轻地铁 土耳其地铁 |
| | 广州地铁 台湾捷运地铁 |
| | 苏州火车站 德国科隆地铁 |
| | 西班牙市政通道 西班牙塞维利亚地铁 |
| 博林特 | 印度新德里地铁 印度chennai车站 |
| | 捷克poprad火车站 印度金奈机场 |
| | 澳大利亚悉尼火车站 澳大利亚Mt Druitt火车站 |
| | 德国法兰克福机场 英国希思罗机场 |
| | 沈阳地铁 北京地铁亦庄线 |

数据来源：招股说明书、公司网站、安信证券研究中心

图 15：中国电梯行业四个梯队品牌市场占有率情况



数据来源：中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

综上所述，我们对 2013 年电梯行业市场进行情景假设。如果在第三梯队市占率 15% 的基础上，向上挤占第二外资品牌梯队 0.1%-0.3%，向下挤占第四内资品牌梯队 0.2%-0.5%，那么三线优质民族品牌将总占有 15.3%-15.8% 的市场份额，对应其增速约为 19%-23%，高于行业增速。

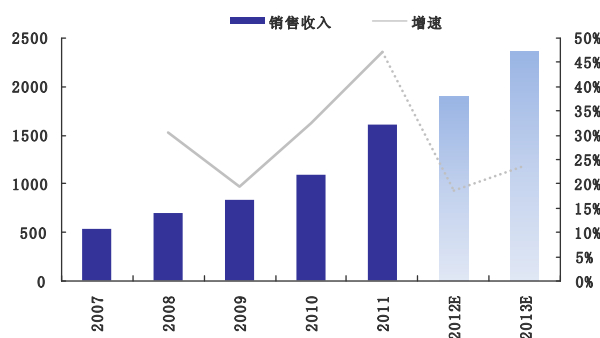
3. 康力电梯：均衡发展，稳中求胜

康力自 1997 年成立以来，已从一个电梯零部件生产企业逐步转型为具备自主品牌，并集电梯、扶梯、关键零部件、安装和维保业务为一体的专业化电梯整机制造企业。目前，公司已成为国家火炬计划重点高新技术企业和江苏省高新技术企业，被中国电梯协会理事长誉为“中国电梯业的希望和骄傲”。

2012 年以来，虽然电梯行业增速受到房地产影响有所下滑，但是公司前三季度实现销售收入 13.22 亿元、归属于母公司净利润 1.30 亿元，分别同比增长 17.65%和 15.54%。我们认为，公司能保持稳定增长一方面是基于下游行业结构性转变带来的订单增长；另一方面是基于公司自身的竞争优势所致。

图 16：公司销售收入变动情况

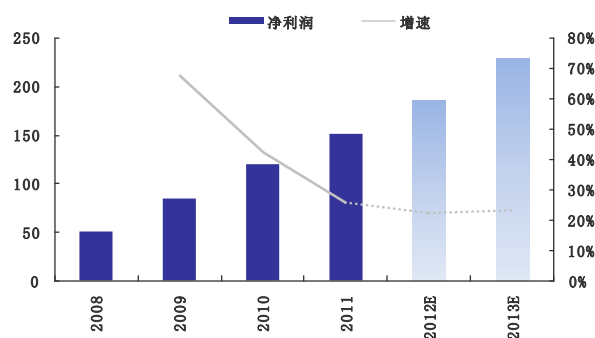
单位：百万元



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 17：公司净利润变动情况

单位：百万元



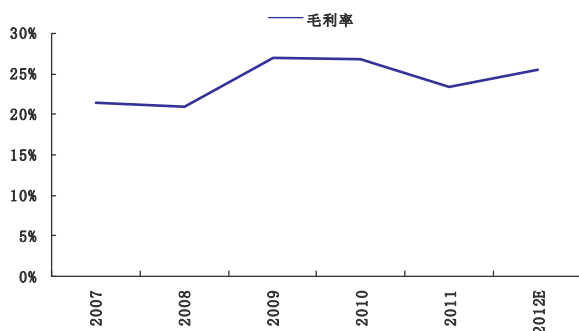
数据来源：wind、安信证券研究中心

3.1. 自主研发越发得力，产业链拓展保障盈利

截至 2011 年末，公司已获得发明专利 6 项、实用新型专利 188 项、以及外观设计专利 157 项，并且顺利获得国家质检总局颁发的“7m/s”超高速电梯的生产许可。公司技术中心，被认定为第十八批享受优惠政策的国家级企业（集团）技术中心，享受用于科学研究、试验的国外进口用品免征进口关税和进口环节增值税、消费税的优惠政策。

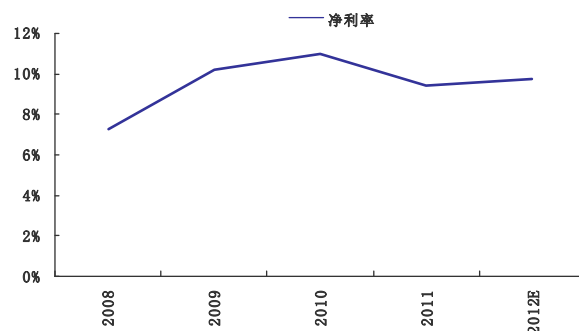
除此以外，公司从未放弃过对关键零部件的研发和自制生产，如公司扶梯的驱动系统曳引机就是自主制造。向上游产业链拓展，一方面源于公司熟悉此类业务，另一方面是这种自供自给的生产模式，可有效控制整机生产中的成本和质量，也可缩短整机的生产周期和保障交付时间，从而提高公司产品的性价比。

图 18：公司毛利率变动情况



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 19：公司净利率变动情况

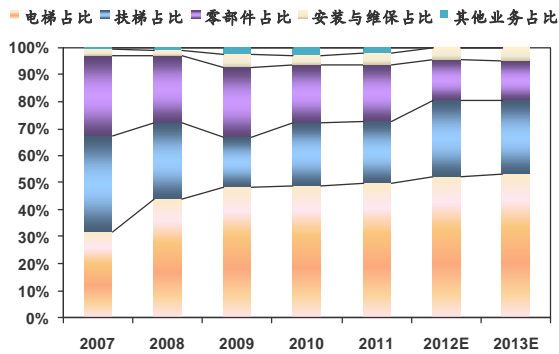


数据来源：wind、安信证券研究中心

3.2. 经营布局均衡化，市场化程度较高

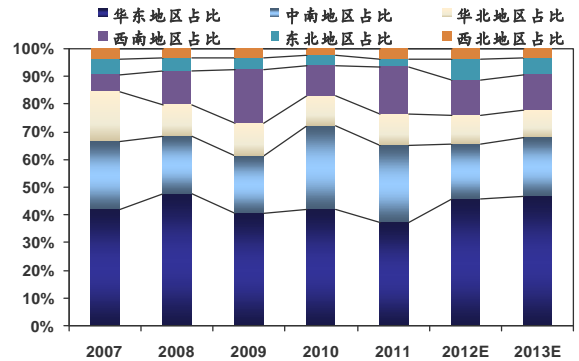
回顾过去5年，保障房(经适房)项目在我国电梯行业发展中起到重要作用，伴随着前期政府项目的收官，我们认为企业市场化程度越高，越能在下游结构性转变中获得较快发展。公司主营业务主要分为四大块，分别为：直梯、扶梯、零部件、以及安装和维保业务。其中，直梯占到公司总收入的50%、扶梯占25%、零部件占15%以及维保占5%，符合行业中直梯比例大于扶梯的规模效应。同时，下游客户所属行业较为分散，住宅、商用、保障房、以及公共设施和交通轨道应有尽有且各项占比比例市场化程度较高。此外，就全国区域分布来看，东部、中部、西部收入占比均衡，二三线城市业务开展已具备相对优势。

图 20: 公司主营业务占比情况



数据来源: wind、安信证券研究中心

图 21: 公司各大区域销售占比情况



数据来源: wind、安信证券研究中心

3.3. 完善的区域布局，以服务增强合作粘性

对比分析可知，康力电梯的营销网络下沉已逐渐追赶上二线外资品牌，从生产基地的建设上看更有青出于蓝之势。目前公司已在中山、成都建立了生产基地，布局的分散性可加快产品周转率以及减少客户运输费用。并且，公司销售区域已覆盖我国6大地区，全国设30个分公司（均拥有维保资质）、16个服务中心以及100多个服务网点。虽然，现阶段维保业务在我国还没有形成大规模效应，但由于近年来电梯事故的频繁发生导致国民已逐渐开始强化维保意识，像康力等具有维保资格和水平的公司能进一步以服务优势增强与客户间的合作粘性。

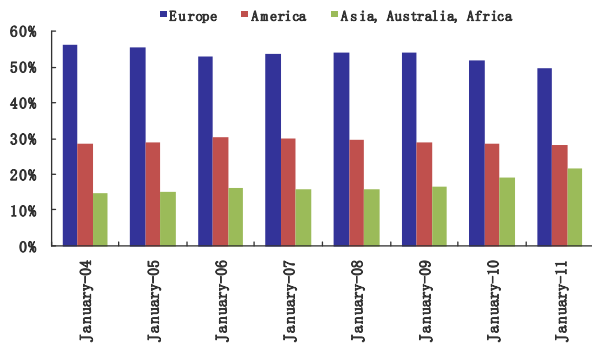
表 8: 外资品牌 VS 优质民族品牌区域布局情况

| 公司名称 | 收入规模 | 中国分公司 | 合作方式 | 成立时间 | 基地 | 主要技术 | 主要项目 | 区域销售 |
|-----------------------------------|---------|--|--------|-------------------------|----------------|---|-----------------------------------|---|
| 康力电梯“康力” 1997年吴江 | 16.0亿元 | 康力电梯股份有限公司 康力电梯中山生产基地 康力电梯成都生产基地 | 全资公司 | 1997年 | 吴江 中山 成都 | 自主研发超高速电梯 KLK2/VF1600/7.0 (7m/s) | 哈尔滨轨道一号线、苏州轨道一号线、南昌昌北机场、韩国地铁 | 全球: 3个分公司 中国: 30个分公司、16个服务中心和100多个服务网点 |
| 通力集团“KONE” 1910年芬兰 | 453亿元 | 通力(中国)电梯公司 通力华芝扶梯工业公司 巨力通力电梯有限公司 | 全资与东与巨 | 1996年 2004年 2005年 | 昆山 昆山 湖州 | 1996年推出永磁无齿轮和无机房电梯, 关键节能。 | 奥运项目、鸟巢、国家大剧院、首都机场T3航站楼、上海IFC国际中心 | 全球: 200个子公司 中国: 37家分公司及110服务网点 |
| 迅达集团“Schindler” 1874年瑞士 | 553亿元 | 中国迅达电梯有限公司 苏州迅达电梯有限公司 苏州迅达电子工厂 | 全资公司 | 1980年 1988年 1998年 | 上海 苏州 苏州 | 1.Miconic10-管理; 2.Schindler ID-乘梯安保系统。 | 奥运项目、世博会项目、国贸三期、远洋大厦、中石油、中海油 | 全球: 90个控股公司 中国: 32家分公司和8个办事处 |
| 蒂森克虏伯“Thyssen Krupp” 1999年合并德国 | 456亿元 | 蒂森电梯(上海)公司 广东蒂森电梯公司 蒂森电梯第二生产基地 | 全资公司 | 1995年 1995年 2006年 | 上海 中山 上海 | | 上海五角场、环球金融中心、浦东二号航站楼; 北京新保利大厦 | 全球: 800个办公点 中国: 29家分公司和24个办事处 |
| 富士达“FUJITEC” 1948年日本 | 82.91亿元 | 华升富士达电梯公司 上海华升富士达扶梯公司 | 合资公司 | 1995年 2002年 | 廊坊 上海 | 开发高速电子速度控制系统和交流回归控制的电梯等。 | 北京SOHO尚都、北京饭店、首都国际机场、上海斯格威铂尔曼大酒店 | 全球: 12个生产基地 中国: 16个分公司 |
| 东芝“TOSHIBA” 1966年日本 | | 东芝电梯(沈阳)公司 东芝电梯(上海)公司 | 全资公司 | 1995年 1995年 | 沈阳 上海 | 磁悬浮导轨、变频技术、层间距可自动调节双层轿厢。 | 中国台北101大厦、北京西客站、中环广场、上海环球金融中心大厦等 | 中国: 22个分公司和6个办事处 |

数据来源: 百度文库、公司官方网站、安信证券研究中心

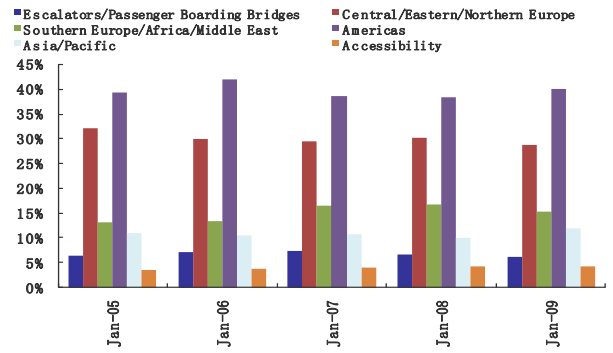
并且，从迅达和蒂森电梯全球销售占比可知，欧洲和美洲市场才是重心，规模远高于亚洲市场。虽然目前在我国的外资品牌都已本土化，但是从在华主要建设项目看，其品牌定位仍然是中高端市场。而品牌定位则带来售价定位，所以与民族品牌相比，其中低端电梯整机销售价格仍高出 10%-15%左右，如果再加上后期维保、安装和运输费用，综合售价有可能还会上升。而从二线外资品牌的净利润率情况看，售价可下调空间有限，再加上我国政府已开始加强对电梯生产商维保服务的管理，民族品牌布局优化将有利于企业在二三线城市中抢占市场。

图 22: 迅达电梯全球区域销售收入占比情况



数据来源: bloomberg、安信证券研究中心

图 23: 蒂森克虏伯电梯全球区域销售收入占比情况



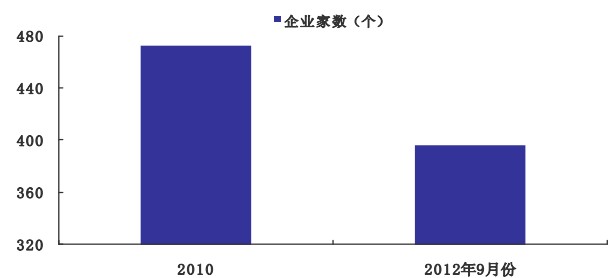
数据来源: bloomberg、安信证券研究中心

表 9: 民族品牌 VS 外资品牌净利润率情况

| 净利润率 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H |
|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 康力电梯 | 7.29% | 10.22% | 11.00% | 9.43% | 9.67% |
| 江南嘉捷 | 6.45% | 8.21% | 9.55% | 8.19% | 7.50% |
| 博林特 | | 9.46% | 4.27% | 8.24% | 8.22% |
| 迅达 | 4.38% | 4.92% | 8.27% | 7.46% | |
| 通力 | 9.07% | 9.82% | 10.73% | 12.32% | |
| 蒂森克虏伯 | 4.11% | -4.58% | 2.19% | -2.98% | |
| 富士达 | 2.01% | -0.60% | 3.83% | 7.42% | 2.48% |

数据来源: wind、bloomberg、安信证券研究中心

图 24: 四线本土品牌企业家数变化情况



数据来源: 中国电梯行业商务年鉴、安信证券研究中心

而另一方面，除了 10 家优质民族品牌外，我国还有 400 余家电梯企业，分别在各个地级市经营小区域项目。伴随着三线品牌的渠道下沉以及自主研发技术的突破，四线品牌已越发感到力不从心。行业企业家数已从 2010 年的 473 家减少至 397 家，并且部分企业已出现连续亏损。更则，四线品牌还没有意识到维保服务带来的销售卖点，或者也没有能力更好的提供维保服务，所以综合因素带来的本土品牌集中度提升势在必行。

3.4. 募投项目如期释放，产能订单双向匹配

2010 年 3 月，公司首次发行 3350 万股普通股，共募集 8.74 亿元。其中，使用 0.82 亿元用于“中高速电梯柔性生产线项目”、使用 0.65 亿元用于“大高度、公交型扶梯生产线项目”、使用 0.55 亿元用于“电梯、扶梯关键部件生产线项目”、以及使用 0.32 亿元用于“建设国家级企业技术中心项目”，共投资 2.34 亿元。经过 2 年建设期，募投产能已开始如期释放。

表 10: 募投项目相关情况

单位: 百万元

| 项目 | 第1年 | 第2年 | 总额 |
|-----------|---------------|--------------|---------------|
| 中高速电梯 | 66.35 | 15.65 | 82.00 |
| 大高度、公交扶梯 | 54.05 | 11.15 | 65.20 |
| 关键零部件 | 45.50 | 9.30 | 54.80 |
| 技术中心 | 21.04 | 10.96 | 32.00 |
| 合计 | 186.94 | 47.06 | 234.00 |

| 项目 | 铺底资金 | 固定资产投资 | 达产后新增折旧 |
|-----------|--------------|---------------|--------------|
| 中高速电梯 | 20.05 | 61.95 | 5.74 |
| 大高度、公交扶梯 | 14.74 | 50.46 | 4.67 |
| 关键零部件 | 11.00 | 43.80 | 4.16 |
| 技术中心项目 | 7.75 | 13.74 | 1.31 |
| 小计 | 53.54 | 169.95 | 15.89 |

数据来源: 招股说明书、安信证券研究中心

除此之外,公司在过去2年间分别对子公司和中山、成都生产基地追加投资,一方面是公司接订单能力不断上升,另一方面是为了公司长远发展而优化布局,给客户带来从“生产到服务”的全方位优质购买体验。截至2012年9月末,公司累计正在执行的有效订单为21.20亿元,同比增长14%,接单能力稳定。再看公司五个产能投放项目,预计2013年将累计投放20亿元,完全有能力承接公司订单。(不排除产能加速投放)

表 11: 公司追加投资项目情况

单位: 百万元

| 项目 | 金额投资 | 固定资产投资 | 总额 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 控制线追加投资 | 12.00 | 0.00 | 12.00 |
| 中山零配件项目 | 0.00 | 100.00 | 100.00 |
| 营销网络 | 15.00 | 130.62 | 145.62 |
| 新达子公司增资 | 60.00 | 0.00 | 60.00 |
| 购买四项技术 | 20.77 | 0.00 | 20.77 |
| 成都项目 | 0.00 | 240.08 | 240.08 |
| 小计 | 107.77 | 470.70 | 578.47 |

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 12: 公司相关生产项目设计产能情况

单位: 台(套)

| 项目 | 产能台数 | 第二年 | 第三年 | 第四年 | 第五年 |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 中高速电梯 | 4000 | 1200 | 2500 | 3600 | 4000 |
| 大高度、公交扶梯 | 2000 | 800 | 1300 | 1700 | 2000 |
| 关键零部件 | 22000 | 7800 | 14300 | 20400 | 22000 |
| 其中: 上下部驱动总成 | 6000 | 3000 | 4500 | 5400 | 6000 |
| 门机及层门装置 | 8000 | 2400 | 5000 | 7500 | 8000 |
| 控制系统 | 8000 | 2400 | 4800 | 7500 | 8000 |

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 13: 公司相关生产项目设计收益情况

单位: 百万元

| 项目 | 2008年 | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E (达产年) | | |
|---------------|-------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|
| 中高速电梯 | 销售收入 | 306.69 | 219.60 | 457.50 | 658.80 | 732.00 | |
| | 净利润 | 29.15 | 20.87 | 43.48 | 62.62 | 69.57 | |
| 大高度、公交扶梯 | 销售收入 | 194.54 | 187.20 | 304.20 | 397.80 | 468.00 | |
| | 净利润 | 4.97 | 20.45 | 33.23 | 43.45 | 51.12 | |
| 关键零部件 | 销售收入 | 168.84 | 126.09 | 231.17 | 329.78 | 355.64 | |
| | 净利润 | 0.31 | 14.24 | 26.11 | 37.25 | 40.17 | |
| 中山项目 | 销售收入 | 0.00 | 90.00 | 180.00 | 270.00 | 300.00 | |
| | 净利润 | 0.00 | 8.58 | 17.16 | 25.74 | 28.60 | |
| 成都项目 | 销售收入 | 共生产电梯、扶梯 | | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
| | 净利润 | 4000台 | | 120.00 | 240.00 | 360 | 400.00 |
| 预期销售合计 | | 1292.96 | 1962.94 | 2566.45 | 2885.71 | | |

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

综合上述,我们认为在机械的通用技术领域去寻求技术创新和技术壁垒,不如更好地使用木桶原理“不以高度取胜,但以均度稳赢”,做到没有明显的缺点使企业均衡发展,综合竞争力得到充分发挥。

4. 盈利 & 估值

4.1. 盈利：预计 2013 年业绩增速约为 25%

康力电梯，其业务主要分为四块，分别是：直梯、扶梯、零部件和安装维保业务。其订单期限一般为 6 个月-12 个月，2011 年四季度末在手有效订单为 18.9 亿元，按照历史常态将全部转化为 2012 年总销售收入。由此，预计 2012 年将实现总销售收入 19 亿元、同比增长 18.55%；实现毛利率 25.46%、净利率 9.76%，分别同比增长 2.1%和 0.33%。主要基于 2012 年原材料成本下滑导致毛利率略有提升。按照相关性分析具体业务情况如下：

1. 直梯业务，保持稳定增长。通常情况下，直梯销售收入占到总销售收入 50%左右。2012 年 1-6 月，公司该业务实现销售收入 4.26 亿元，占总收入 52%。沿用此惯性，预计 2012 全年直梯业务仍将占到 52%左右，实现销售收入 9.94 亿元、同比增长 23.66%；实现毛利率 29.5%，比 2011 年提升 2.38%，主要基于采购部门提前锁定原材料成本且稀土价格略有下滑所致。预计 2013 年，直梯业务仍将是公司发展的重点，仍能占到总收入 52%左右，由此预计 2013 年实现销售收入 12.22 亿元、同比增长 22.97%；公司提前锁定原材料成本，所以预计 2013 年实现毛利率 29.5%，保持平稳。

2. 扶梯业务，城市轨道订单提升品牌效应。近两年，扶梯销售收入占到总销售收入 20%左右。2012 年 2 月 23 日，公司发布“苏州市轨道交通 2 号线工程全线自动扶梯项目(延发)”的中标公示，中标金额 2.50 亿元(主线和延伸线)，初步估计涵盖 310 台左右的整机。该项目对 2012 和 2013 年扶梯业务增长将起到重要作用。由此可知，2012 年 1-6 月，该业务实现销售收入 2.28 亿元，占总收入 28.2%。基于 6-12 个月订单周期，由此预计 2012 全年扶梯业务占比将提升至 28.4%，实现销售收入 5.40 亿元、同比增长 47.90%；实现毛利率 23.3%，主要由于采购部门提前锁定原材料成本且稀土价格略有下滑所致。同理，根据此合同预计 2013 年扶梯业务占比将持续提升 0.1%至 28.5%，实现销售收入 6.70 亿元、同比增长 24.12%；公司提前锁定原材料成本，实现毛利率 23.5%，保持稳定。

3. 零部件业务，向上游产业链延伸。公司通过 10 几年发展，由一个电梯零部件商发展成为整机商，由于品牌影响力的提升，整机销售速度加快，从而导致零部件收入占比每年逐渐下滑。2012 年 1-6 月，该业务实现销售收入 1.22 亿元，占总收入 15%左右，较 2011 年下滑 5%左右。但是未来，基于成本控制的角度将持续优化子公司零部件发展，预计 2012 年和 2013 年该业务占总销售收入比例变动能维持在 15%左右，预计 2013 年实现销售收入 3.53 亿元、同比增长 21.26%；公司提前锁定原材料成本，实现毛利率 20%，保持稳定。

4. 安装维保业务，未来 3-5 年发展重点。纵观全球市场，欧美日等发达国家电梯企业，目前安装维保业务已高达 50%，并保持 50%左右的毛利率水平。目前，虽然维保业务在我国市场还没有快速启动迹象，但是随着国家监管力度的加强以及居民安全意识的提升，未来市场将快速成长。从业务发展来看，收入占比一直维持在 4%-5%之间，符合我国电梯行业维保水平。基于较好的发展前景和国家监管的推动，预计未来该业务占比将逐步提升，预计 2013 年该业务收入占比为 4.5%，从而实现销售收入 1.06 亿元、同比增长 39.14%；公司已完成全国 33 个点的布局，未来各个网点将逐渐实现收益，成本控制较稳，实现毛利率 11%，保持稳定。

表 14: 公司主营业务预测情况

单位: 百万元

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 产品总收入 | 683.72 | 806.03 | 1062.98 | 1578.63 | 1900.00 | 2350.00 | 2820.00 |
| 产品总成本 | 541.04 | 587.65 | 776.04 | 1210.28 | 1416.20 | 1749.99 | 2101.46 |
| 综合毛利率 | 20.87% | 27.09% | 26.99% | 23.33% | 25.46% | 25.53% | 25.48% |
| 收入 | 306.69 | 400.71 | 535.11 | 803.56 | 993.70 | 1222.00 | 1480.50 |
| 收入增速 | | 30.66% | 33.54% | 50.17% | 23.66% | 22.97% | 21.15% |
| 收入占比 | 44.86% | 49.71% | 50.34% | 50.90% | 52.30% | 52.00% | 52.50% |
| 直梯 | | | | | | | |
| 成本 | 242.42 | 285.35 | 374.91 | 585.65 | 700.56 | 861.51 | 1046.71 |
| 成本增速 | | 17.71% | 31.39% | 56.21% | 19.62% | 22.97% | 21.50% |
| 成本占比 | 44.81% | 48.56% | 48.31% | 48.39% | 49.47% | 49.23% | 49.81% |
| 毛利率 | 20.96% | 28.79% | 29.94% | 27.12% | 29.50% | 29.50% | 29.30% |
| 收入 | 194.54 | 152.30 | 254.54 | 364.84 | 539.60 | 669.75 | 803.70 |
| 收入增速 | | -21.72% | 67.14% | 43.33% | 47.90% | 24.12% | 20.00% |
| 收入占比 | 28.45% | 18.89% | 23.95% | 23.11% | 28.40% | 28.50% | 28.50% |
| 扶梯 | | | | | | | |
| 成本 | 144.73 | 106.91 | 185.80 | 280.53 | 413.87 | 512.36 | 614.83 |
| 成本增速 | | -26.13% | 73.79% | 50.98% | 47.53% | 23.80% | 20.00% |
| 成本占比 | 26.75% | 18.19% | 23.94% | 23.18% | 29.22% | 29.28% | 29.26% |
| 毛利率 | 25.60% | 29.80% | 27.01% | 23.11% | 23.30% | 23.50% | 23.50% |
| 收入 | 168.84 | 211.25 | 233.14 | 334.72 | 290.70 | 352.50 | 394.80 |
| 收入增速 | | 25.12% | 10.36% | 43.57% | -13.15% | 21.26% | 12.00% |
| 收入占比 | 24.69% | 26.21% | 21.93% | 21.20% | 15.30% | 15.00% | 14.00% |
| 零部件 | | | | | | | |
| 成本 | 142.99 | 159.88 | 179.22 | 275.48 | 234.01 | 282.00 | 315.84 |
| 成本增速 | | 11.81% | 12.10% | 53.71% | -15.05% | 20.51% | 12.00% |
| 成本占比 | 26.43% | 27.21% | 23.09% | 22.76% | 16.52% | 16.11% | 15.03% |
| 毛利率 | 15.31% | 24.32% | 23.13% | 17.70% | 19.50% | 20.00% | 20.00% |
| 收入 | 13.65 | 41.77 | 40.19 | 75.51 | 76.00 | 105.75 | 141.00 |
| 收入增速 | | 205.96% | -3.78% | 87.90% | 0.65% | 39.14% | 33.33% |
| 收入占比 | 2.00% | 5.18% | 3.78% | 4.78% | 4.00% | 4.50% | 5.00% |
| 安装与维保 | | | | | | | |
| 成本 | 10.90 | 35.50 | 36.10 | 68.62 | 67.75 | 94.12 | 124.08 |
| 成本增速 | | 225.76% | 1.69% | 90.08% | -1.26% | 38.91% | 31.84% |
| 成本占比 | 2.01% | 6.04% | 4.65% | 5.67% | 4.78% | 5.38% | 5.90% |
| 毛利率 | 20.16% | 15.00% | 10.16% | 9.12% | 10.85% | 11.00% | 12.00% |

数据来源: wind、安信证券研究中心

公司 2009-2011 年综合毛利率为 26.94%、26.83%及 23.36%，随着原材料成本的影响在小范围内波动。而销售费用率和管理费用率方面，则是随着公司规模扩张在 2% 的范围内时涨时跌，整体费用控制良好。基于行业良好的发展机遇以及企业的合理化规划，预计公司 2012-2014 年销售收入为 19.0 亿元、23.5 亿元及 28.2 亿元，归属于母公司净利润为 1.86 亿元、2.33 亿元及 2.81 亿元，期间复合增速分别为 20.72%和 22.95%，综合毛利率为 25.46%、25.53%及 25.48%。

4.2. 相对估值: 6 个月合理目标价为 12.20 元

2012 年 12 月 18 日，公司公告“关于回购部分社会公众股份预案”，规定本次回购使用资金上限为 2.6 亿元及回购价格上限为 11 元/股，预计回购股份数量为 2364 万股，比例约占本公司现已发行总股本的 6.21%。公司此举主要是管理层认为目前公司估值(市盈率)处于低位，使用经营中富余资金回购部分股份，将有利于维护公司资本市场形象，保护广大投资者利益。

预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.487 元、0.611 元及 0.738 元，对应 PE 为 20、16、13 倍，给予 6 个月目标价为 12.20 元，对应 2013 年 PE 为 20 倍，首次给予“买入-A”投资评级。

表 15: 行业公司比较情况

| 公司代码 | 公司名称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | 净利润 (百万元) | | | EPS (元) | | | PE | | |
|-----------|------|----------|---------|-----------|--------|--------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | | | 2011 | 2012E | 2013E | 2011 | 2012E | 2013E | 2011 | 2012E | 2013E |
| 002367 | 康力电梯 | 9.71 | 36.96 | 151.10 | 185.47 | 232.60 | 0.40 | 0.49 | 0.61 | 24 | 20 | 16 |
| 601313 | 江南嘉捷 | 10.44 | 23.39 | 130.69 | 145.80 | 169.10 | 0.58 | 0.65 | 0.75 | 18 | 16 | 14 |
| 002689 | 博林特 | 6.92 | 21.44 | 122.59 | 135.00 | 159.50 | 0.53 | 0.44 | 0.51 | 13 | 16 | 13 |
| 600835 | 上海机电 | 8.01 | 81.92 | 711.48 | 843.50 | 978.00 | 0.70 | 0.82 | 0.96 | 11 | 10 | 8 |
| 600894 | 广日股份 | 6.59 | 51.96 | (689.00) | 0.00 | 0.00 | (0.90) | 0 | 0 | - | - | - |
| 000001.SH | 上证综指 | 2,311.74 | | | | | | | | | 12 | |

数据来源: wind、安信证券研究中心

4.3. 绝对估值：OPFCF、FCFE 的均值为 12.24 元

假设前提：无风险利率为 4.00%，风险溢价为 6.00%；Beta 系数为 1.00，半显性增值率为 15%，永续增长率为 3%。OPFCF、FCFE 对应的公司每股价值分别为 12.71 元和 11.76 元，二者的均值为 12.24 元。

表 16：公司 OPFCF 估值情况

| 公司OPFCF估值 | | | 主要假设 | | | |
|---------------|----------------|--------|--------|---------|-------|-------|
| 显性预测 | 207.9 | 5.4% | 无风险利率 | 4.00% | | |
| 半显性预测 | 1,123.3 | 29.0% | 风险溢价 | 6.00% | | |
| 永续价值 | 2,543.9 | 65.6% | β 系数 | 1.00 | | |
| 经营价值 | 3,875.1 | 100.0% | Rm | 10.00% | | |
| 加:非营业资产 | 961.4 | | Ke | 10.00% | | |
| 企业价值 | 4,836.5 | | Kd | 6.00% | | |
| 减:付息债务 | - | | D/DE | 0.00% | | |
| 减:少数股东权益 | - | | E/DE | 100.00% | | |
| 权益价值 | 4,836.5 | | WACC | 10.00% | | |
| 总股本 | 380.7 | | 半显性期增长 | 15.00% | | |
| 每股权益价值 | 12.71 | | 永续增长率 | 3.00% | | |
| 股价 | 9.47 | | | | | |
| WACC | | | 永续增长率 | | | |
| | 0.00% | 1.00% | 2.00% | 3.00% | 4.00% | 5.00% |
| 12.00% | 9.06 | 9.28 | 9.55 | 9.88 | 10.28 | 10.81 |
| 11.00% | 9.96 | 10.26 | 10.64 | 11.10 | 11.70 | 12.50 |
| 10.00% | 11.06 | 11.49 | 12.02 | 12.71 | 13.62 | 14.90 |
| 9.00% | 12.44 | 13.05 | 13.83 | 14.87 | 16.33 | 18.53 |
| 8.00% | 14.20 | 15.09 | 16.28 | 17.95 | 20.45 | 24.62 |
| 7.00% | 16.50 | 17.86 | 19.77 | 22.62 | 27.38 | 36.89 |
| 6.00% | 19.64 | 21.81 | 25.07 | 30.49 | 41.34 | 73.88 |

数据来源：wind、安信证券研究中心

表 17：公司 FCFE 估值情况

| 权益FCFE估值 | | | 主要假设 | | | |
|---------------|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 显性预测 | 254.1 | 5.7% | 无风险利率 | 4.00% | | |
| 半显性预测 | 1,223.5 | 27.3% | 风险溢价 | 6.00% | | |
| 永续价值 | 3,000.2 | 67.0% | β 系数 | 1.00 | | |
| 权益价值 | 4,477.8 | 100.0% | Rm | 10.00% | | |
| 总股本 | 380.7 | | Ke | 10.00% | | |
| 每股权益价值 | 11.76 | | 半显性期增长 | 15.00% | | |
| 股价 | 9.47 | | 永续增长率 | 3.00% | | |
| Ke | | | 永续增长率 | | | |
| | 0.00% | 1.00% | 2.00% | 3.00% | 4.00% | 5.00% |
| 12.00% | 7.09 | 7.47 | 7.91 | 8.46 | 9.15 | 10.02 |
| 11.00% | 8.06 | 8.55 | 9.14 | 9.89 | 10.85 | 12.13 |
| 10.00% | 9.24 | 9.89 | 10.71 | 11.76 | 13.17 | 15.13 |
| 9.00% | 10.72 | 11.61 | 12.76 | 14.30 | 16.45 | 19.68 |
| 8.00% | 12.60 | 13.87 | 15.55 | 17.91 | 21.44 | 27.34 |
| 7.00% | 15.08 | 16.93 | 19.51 | 23.39 | 29.86 | 42.79 |
| 6.00% | 18.45 | 21.29 | 25.55 | 32.65 | 46.85 | 89.46 |

数据来源：wind、安信证券研究中心

5. 风险提示

- ※ 下游房地产行业投资增速下滑风险；
- ※ 电梯产品实际运营中的多发事故风险；
- ※ 上市公司营销网络快速扩张带来的管理风险；
- ※ 电梯企业产能释放过快与下游需求不匹配风险等。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年01月14日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 1,089.9 | 1,602.7 | 1,900.0 | 2,350.0 | 2,820.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 797.5 | 1,228.3 | 1,416.2 | 1,750.0 | 2,101.5 | 营业收入增长率 | 32.3% | 47.0% | 18.5% | 23.7% | 20.0% |
| 营业税费 | 6.1 | 7.8 | 10.9 | 12.7 | 15.1 | 营业利润增长率 | 35.5% | 29.7% | 28.5% | 27.7% | 20.7% |
| 销售费用 | 88.0 | 107.0 | 135.0 | 158.5 | 183.5 | 净利润增长率 | 42.4% | 26.1% | 22.7% | 25.4% | 20.7% |
| 管理费用 | 76.7 | 104.4 | 140.0 | 170.0 | 203.0 | EBITDA 增长率 | 17.3% | 30.4% | 27.0% | 27.4% | 20.3% |
| 财务费用 | -12.4 | -17.3 | -16.2 | -15.2 | -13.6 | EBIT 增长率 | 18.8% | 28.6% | 32.6% | 30.5% | 22.6% |
| 资产减值损失 | 5.5 | 6.0 | -0.2 | 0.4 | 0.1 | NOPLAT 增长率 | 23.3% | 24.5% | 28.3% | 27.9% | 22.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 23.8% | 199.8% | 55.5% | 16.6% | 21.5% |
| 投资和汇兑收益 | - | 0.1 | - | - | - | 净资产增长率 | 282.7% | 18.4% | 9.9% | 10.8% | 11.2% |
| 营业利润 | 128.5 | 166.6 | 214.2 | 273.6 | 330.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 10.7 | 12.1 | 4.0 | - | - | 毛利率 | 26.8% | 23.4% | 25.5% | 25.5% | 25.5% |
| 利润总额 | 139.2 | 178.7 | 218.2 | 273.6 | 330.4 | 营业利润率 | 11.8% | 10.4% | 11.3% | 11.6% | 11.7% |
| 减:所得税 | 19.3 | 27.6 | 32.7 | 41.0 | 49.6 | 净利率 | 11.0% | 9.4% | 9.8% | 9.9% | 10.0% |
| 净利润 | 119.9 | 151.1 | 185.5 | 232.6 | 280.8 | EBITDA/营业收入 | 12.5% | 11.1% | 11.9% | 12.2% | 12.2% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 10.7% | 9.3% | 10.4% | 11.0% | 11.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 固定资产周转天数 | 71 | 64 | 66 | 56 | 48 |
| 货币资金 | 1,116.0 | 1,056.6 | 1,097.2 | 1,198.8 | 1,276.6 | 流动营业资本周转天数 | -45 | -22 | 8 | 30 | 47 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 411 | 414 | 373 | 336 | 323 |
| 应收帐款 | 132.7 | 186.5 | 226.2 | 279.0 | 332.6 | 应收帐款周转天数 | 41 | 32 | 35 | 34 | 34 |
| 应收票据 | 2.5 | 5.6 | 6.8 | 8.4 | 10.0 | 存货周转天数 | 129 | 113 | 98 | 83 | 81 |
| 预付帐款 | 62.7 | 125.5 | 198.4 | 288.5 | 396.8 | 总资产周转天数 | 503 | 506 | 477 | 425 | 393 |
| 存货 | 470.7 | 532.0 | 503.4 | 574.0 | 689.4 | 投资资本周转天数 | 44 | 66 | 106 | 113 | 113 |
| 其他流动资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 9.5% | 10.1% | 11.3% | 12.8% | 13.9% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 5.7% | 6.3% | 7.1% | 8.0% | 8.7% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 90.9% | 91.3% | 39.1% | 32.2% | 33.8% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 228.7 | 338.0 | 356.1 | 378.2 | 366.5 | 销售费用率 | 8.1% | 6.7% | 7.1% | 6.7% | 6.5% |
| 在建工程 | 11.7 | 58.9 | 83.7 | 41.8 | 33.5 | 管理费用率 | 7.0% | 6.5% | 7.4% | 7.2% | 7.2% |
| 无形资产 | 71.2 | 90.5 | 131.2 | 122.4 | 114.3 | 财务费用率 | -1.1% | -1.1% | -0.9% | -0.6% | -0.5% |
| 其他非流动资产 | 7.4 | 9.1 | 26.7 | 24.9 | 18.6 | 三费/营业收入 | 14.0% | 12.1% | 13.6% | 13.3% | 13.2% |
| 资产总额 | 2,103.5 | 2,402.8 | 2,629.7 | 2,916.1 | 3,238.2 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 39.9% | 37.7% | 37.5% | 37.5% | 37.4% |
| 应付帐款 | 259.5 | 310.5 | 374.4 | 462.7 | 555.6 | 负债权益比 | 66.5% | 60.6% | 59.9% | 60.1% | 59.8% |
| 应付票据 | 4.5 | - | - | - | - | 流动比率 | 2.16 | 2.15 | 2.11 | 2.20 | 2.29 |
| 其他流动负债 | 562.7 | 577.5 | 589.6 | 606.0 | 625.7 | 速动比率 | 1.59 | 1.55 | 1.58 | 1.66 | 1.70 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -9.39 | -8.64 | -12.26 | -16.98 | -23.36 |
| 其他非流动负债 | 12.8 | 18.1 | 21.1 | 25.6 | 30.3 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 840.2 | 906.5 | 985.4 | 1,094.6 | 1,212.0 | DPS(元) | 0.09 | 0.13 | 0.15 | 0.18 | 0.22 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 27.8% | 31.8% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股本 | 160.2 | 252.5 | 380.7 | 380.7 | 380.7 | 股息收益率 | 0.9% | 1.3% | 1.5% | 1.9% | 2.3% |
| 留存收益 | 1,103.1 | 1,243.8 | 1,263.6 | 1,440.8 | 1,645.5 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,263.3 | 1,496.3 | 1,644.3 | 1,821.5 | 2,026.2 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 119.9 | 151.1 | 185.5 | 232.6 | 280.8 | EPS(元) | 0.31 | 0.40 | 0.49 | 0.61 | 0.74 |
| 加:折旧和摊销 | 20.0 | 28.3 | 27.1 | 28.5 | 28.3 | BVPS(元) | 3.32 | 3.93 | 4.32 | 4.78 | 5.32 |
| 资产减值准备 | 5.5 | 5.6 | -0.2 | 0.4 | 0.1 | PE(X) | 30.8 | 24.5 | 19.9 | 15.9 | 13.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| 财务费用 | 0.3 | 0.3 | -16.2 | -15.2 | -13.6 | P/FCF | 49.5 | -26.1 | -63.5 | 31.0 | 33.6 |
| 投资损失 | - | -0.1 | - | - | - | P/S | 3.4 | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 25.2 | 13.7 | 12.1 | 9.3 | 7.6 |
| 营运资金的变动 | 53.5 | -73.1 | -23.6 | -104.5 | -155.4 | CAGR(%) | 24.7% | 23.0% | 21.3% | 19.4% | 18.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 193.7 | 108.5 | 172.7 | 141.7 | 140.3 | PEG | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -104.6 | -229.1 | -110.7 | - | - | ROIC/WACC | 9.1 | 9.1 | 3.9 | 3.2 | 3.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 796.1 | 77.9 | -21.4 | -40.1 | -62.6 | REP | 2.6 | 0.6 | 1.0 | 1.0 | 0.8 |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张殚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|-------------------------|
| 上海联系人 | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 张勤 | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 黄方禅 | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| | 南方 | 010-59113572 | nanfang@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘冬亮 | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 律烨 | 0755-82558076 | lvye@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

