

受益新型城镇化，民族品牌电梯龙头 将驶入快速增长轨道

投资要点：

- **主营电梯产品，实际控制人所控制的沈阳远大集团实力雄厚**
主营电梯产品，2012年电梯业务收入占比约84%。实际控制人康宝华所控制的沈阳远大集团为全球最大的建筑幕墙制造商，2012年远大集团收入超200亿元；正在培育环保、农业机械、立体车库等工业自动化新产业。
- **电梯行业：受益新型城镇化，民族品牌龙头年均增速将超20%**
国内电梯年需求超1000亿元，未来3年将保持10-20%增长。外资品牌占据70%份额；民族品牌性价比优势渐现；随着电梯安全日益获得社会重视，有利于龙头企业市场份额提升；民族品牌龙头年均增速将超20%。
- **电梯行业驱动：配置密度提高，三大需求拉动，维保服务潜力大**
电梯配置密度正逐步提高；新型城镇化拉动电梯新增需求年均增长10%以上；更新需求将加速增长；出口未来3年将保持10%以上增长。发达国家电梯维保需求占比达50%以上，未来维保服务需求潜力大。
- **博林特：直销模式保障稳健成长，维保业务和全产业链优势明显**
目前公司在手订单超30亿元，2013年上半年新增订单同比增长近30%；我们认为全年收入有望增长25%左右。直销模式有利于掌控下游渠道，大力拓展高毛利率、高增长潜力的维保业务。核心零部件自制，全产业链优势明显。目前沈阳基地产能1.1万台，未来有扩至5万台/年的潜力。
- **与远大集团协同效应优势明显，博林特海外业务有望获突破**
公司秉承“建世界一流工厂，创国际名牌产品”的经营目标，努力建成全球电梯制造企业第一集团成员。凭借远大集团的国际知名度，公司将在海外市场上获得更大突破，海外业务占比将大幅提升。
- **估值在电梯行业中具备优势，给予“推荐”评级**
预计公司2013-2015年业绩复合增长率达27%；EPS分别为0.40、0.51、0.63元，对应PE分别为14、11、9倍。估值低于主要可比竞争对手。
- **风险提示：小非解禁、地产政策风险导致电梯需求增速低于预期**

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,487.81	1,512.18	1,883	2,362	2,865
营业收入增长率	11.06%	1.64%	25%	25%	21%
净利润(百万元)	122.59	123.82	161	204	255
净利润增长率	114.14%	1.00%	30%	26%	25%
EPS(元)(摊薄)	0.30	0.31	0.40	0.51	0.63
ROE(摊薄)	22.66%	9.90%	11.42%	12.93%	14.31%
P/E	19	19	14	11	9
P/B	4.3	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：中国银河证券研究部

博林特 (002689.SZ)

推荐 首次评级

邱世梁 机械行业首席分析师

☎：(8621) 2025 2602

✉：qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080004

王华君 机械行业分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

陈显帆 ☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据	时间 2013.7.17
A股收盘价(元)	5.79
A股一年内最高价(元)	6.54
A股一年内最低价(元)	4.03
上证指数	2044.92
市净率	1.7
总股本(亿股)	4.03
实际流通A股(亿股)	1.34
总市值(亿元)	23.32
流通A股市值(亿元)	7.77

相关研究

《江南嘉捷(601313)新股研究报告，中期受益本土品牌崛起，短期受制房地产调控》

2011-12-29

《上海机电(600835)2012年中报，业绩符合预期，防御型股票首选》

2012-8-24

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、电梯行业：受益新型城镇化，国内年需求超 1000 亿元，未来 3 年将保持 10-20% 增长。 2012 年我国共生产电梯 52.9 万台，如果按照每台电梯 15 万元粗略计算，电梯整机市场规模接近 800 亿元，加上配件、安装维修保养等，目前国内电梯市场需求超过 1000 亿元。

电梯销量增速与房地产房屋竣工面积增速具有一定的正相关性，但电梯销量增速通常高于房地产房屋竣工面积增速。我们发现电梯销量增速与房地产开发投资增速的相关性更大。我们认为未来 3 年房地产开发投资增速将保持 10% 以上的增长；电梯行业也将获得 10-20% 增长。

2、民族品牌电梯性价比优势渐现，龙头企业年均增速将超 20%。 民族品牌电梯相对外资品牌质量差异已经较小。部分龙头企业在资本市场的助力下，行业集中度将明显提升，未来 3 年民族品牌电梯龙头企业将获得超越行业平均增速的增长，年均增速将超过 20%。

3、公司维保业务和全产业链优势明显，业绩增长受益国内市占率提升、海外获突破。 公司直销模式明显区别于主要竞争对手。直销模式保障公司掌控下游渠道，有利于直接负责维保，大力拓展高毛利率、高增长潜力的维保业务。

公司秉承“建世界一流工厂，创国际名牌产品”的经营目标，努力建成全球电梯制造企业第一集团成员。凭借远大集团的国际知名度，公司将在海外市场上获得更大突破。

我们与市场不同的观点：

1、业绩有望超市场预期。 市场对公司业绩增长预期较低：公司 2012 年业绩增长不快，2013 年一季度业绩亏损，与主要竞争对手康力电梯、江南嘉捷差距较大。我们认为公司上市第一年着重加强内部治理，为未来业绩快速增长打好了基础；公司主要市场在北方地区，一季度季节因素较大；直销模式使得公司长远发展稳健，当年业绩主要集中在下半年。我们预计公司今年业绩将逐季改善，未来 2 年业绩将超市场预期。

2、未来可能受益远大集团资产整合。 实际控制人所控制的远大集团实力雄厚，正在培育环保、农业机械、立体车库等工业自动化新产业。博林特作为远大集团除幕墙产业外在 A 股上市的资本运作平台，我们认为未来不排除远大集团以其作为平台、进行产业整合的可能性。

3、估值有较大提升空间。 电梯行业景气度较好，目前公司估值水平低于康力电梯、江南嘉捷等主要竞争对手，公司未来增长潜力大，估值具有较大提升空间。

公司估值与投资建议：

预计公司 2013-2015 年业绩复合增长率达 27%；EPS 分别为 0.40、0.51、0.63 元，对应 PE 分别为 14、11、9 倍。公司估值在电梯行业中具备优势，首次给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

中标大额订单（海外出口、保障房、高铁地铁等基础设施）；海外、国内新建生产基地；电梯安全获得社会高度重视。

主要风险因素：

近期小非解禁、地产政策风险导致电梯需求增速低于预期。

目录

一、民族品牌电梯龙头，背靠沈阳远大集团	1
(一) 民族品牌电梯龙头，电梯整机业务占比 84%	1
(二) 典型民营企业，背靠远大集团（2012 年收入超 200 亿元）	1
(三) 远大集团正培育工业自动化等新产业	2
二、电梯行业：受益新型城镇化，民族品牌龙头快速成长	4
(一) 国内电梯年需求超 1000 亿元，未来 3 年将保持 10-20% 增长	4
(二) 外资品牌占据国内 70% 电梯市场，民族品牌具很大提升空间	4
(三) 民族品牌电梯性价比优势渐现，龙头企业年均增速将超 20%	5
(四) 行业驱动：电梯配置密度提升，新型城镇化拉动需求增长	5
(1) 电梯配置密度正逐步提高：对电梯便捷性要求的提升	7
(2) 新增需求：新型城镇化拉动电梯需求年均增长 10% 以上	8
(3) 更新需求：约占总需求 10%，未来 3 年将加速增长	9
(4) 出口需求：约占总需求 10%，未来 3 年出口将年均增长 10% 以上	10
(5) 维保服务：发达国家需求占比达 50% 以上，未来维保服务需求潜力巨大	10
三、博林特：直销模式保障稳健成长，海外业务将获突破	12
(一) 高直销占比保障稳健成长，定位高端大力开拓维保服务市场	12
(二) 核心零部件自制，研发生产能力强大，全产业链优势明显	13
(三) 与远大集团协同效应优势明显，海外业务有望获突破	13
四、盈利预测：未来 3 年业绩将保持快速增长	15
(一) 预计 2013-2015 年公司收入和毛利率稳步提升	15
(二) 2013-2015 年净利润复合增长率达 27%	16
五、估值比较：明显低于主要竞争对手，具备提升空间	17
附录：3 张表预测	18
插图目录	20
表格目录	21

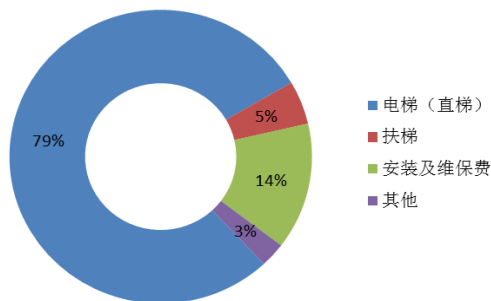
一、民族品牌电梯龙头，背靠沈阳远大集团

(一) 民族品牌电梯龙头，电梯整机业务占比 84%

公司主营电梯产品，2012 年电梯业务收入占比在 84% 左右，电梯维保业务占 14% 左右。公司近两年综合毛利率在 29% 左右，其中 2012 年电梯毛利率在 28% 左右。

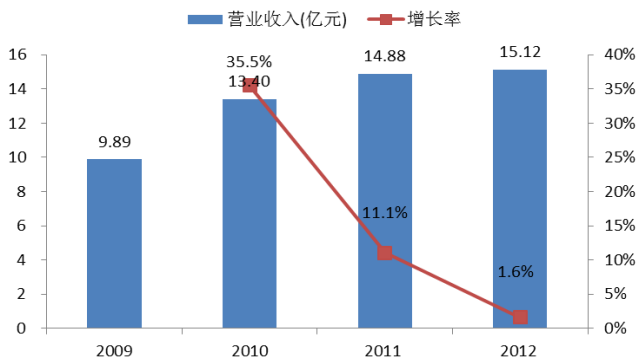
2012 年公司收入达 15 亿元，但增速仅为 2%，净利润增速仅为 1%，低于行业平均水平。我们认为基于电梯行业的较快发展和公司市场开拓和产能释放，未来几年公司业绩将提升。

图 1: 2012 年公司电梯整机业务收入占比 84%，维保占 14%



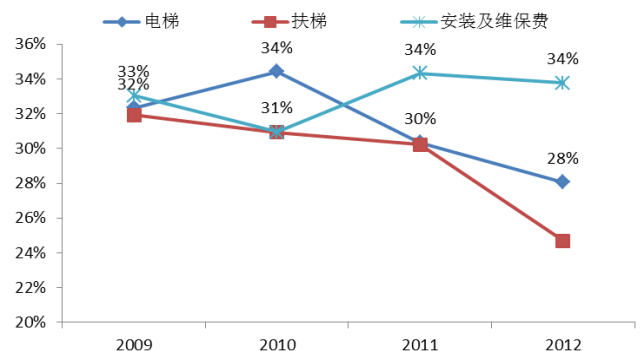
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 3: 2012 年公司收入达 15 亿元，同比仅增长 2%



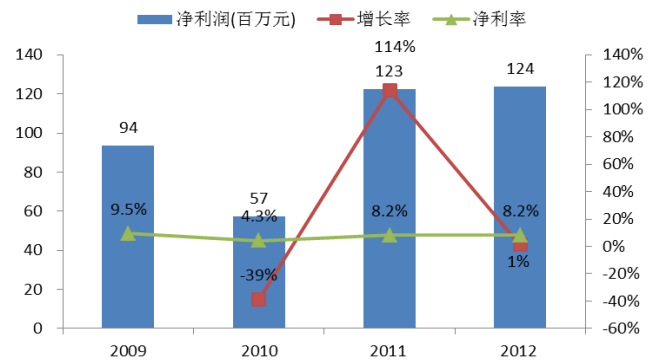
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 2: 公司近两年综合毛利率在 29% 左右



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 4: 2012 年公司上市第一年，净利润仅增长 1%

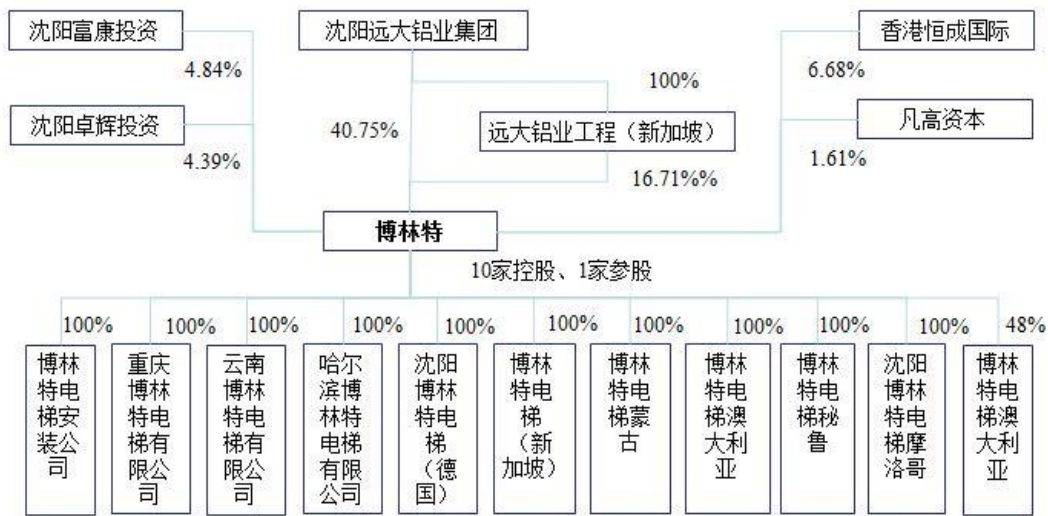


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(二) 典型民营企业，背靠远大集团（2012 年收入超 200 亿元）

公司实际控制人康宝华连续多年被评为沈阳首富，其控制的沈阳远大集团为全球最大的建筑幕墙制造商。沈阳远大集团是一个从事工业地产开发、矿产开发、建筑幕墙、电梯制造、科技电工、工业住宅、环境工程、工业自动化和其他领域多元业务的大型国际化企业集团，名列中国企业 500 强。根据媒体公开信息，沈阳远大集团 2012 年实现销售收入 202 亿元，是辽宁民营企业的一面旗帜。

图 5：公司实际控制人所控制的沈阳远大集团实力雄厚，2012 年销售收入达 202 亿元



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

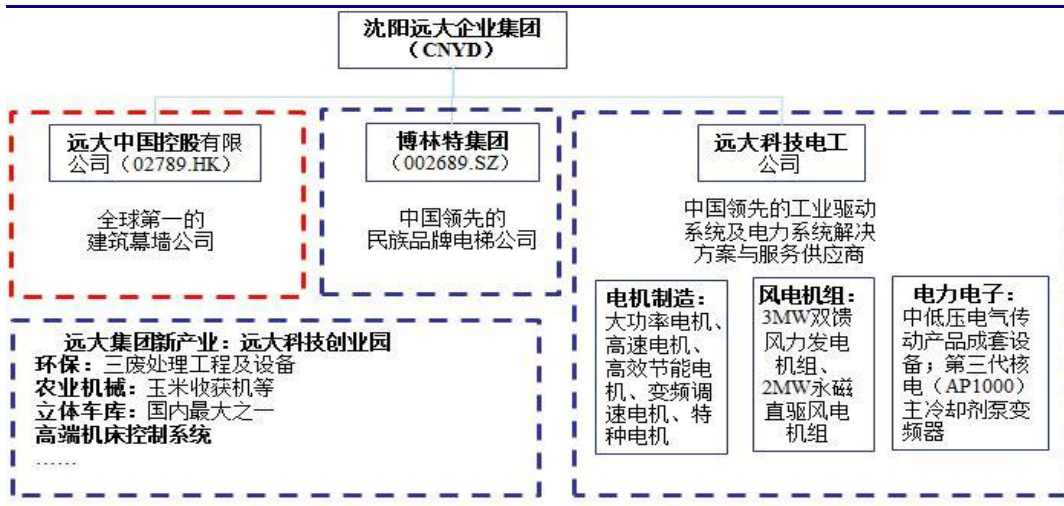
(三) 远大集团正培育工业自动化等新产业

远大集团实力雄厚，下辖远大中国（02789.HK）、博林特电梯（002689.SZ）、远大科技电工商三大旗舰公司。2012 年远大中国（02789.HK）销售收入 118.51 亿元，主营建筑幕墙，是远大集团最大的业务板块。博林特是仅次于远大中国的业务板块。

除这三大板块外，远大集团还拥有一些新产业，主要放在远大科技创业园中进行孵化。其中，环保业务、农业机械业务、立体车库等业务，具有较好的发展前景。远大集团未来将打造一个“工业自动化”业务板块。

博林特自 2001 年成立后，迅速成长为中国民族品牌电梯龙头企业。博林特作为远大集团除幕墙产业外在 A 股上市的资本运作平台，考虑到未来几年单独 IPO 的难度，我们认为未来不排除远大集团以其作为平台、进行产业整合的可能性。

图 6：远大集团三大业务：博林特为除建筑幕墙板块外最重要业务



资料来源：沈阳远大集团网站、中国银河证券研究部

图 7：博林特自 2001 年成立后，迅速成长为中国民族品牌电梯龙头企业



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

二、电梯行业：受益新型城镇化，民族品牌龙头快速成长

(一) 国内电梯年需求超 1000 亿元，未来 3 年将保持 10-20% 增长

近 10 年来，随着国民经济的持续发展、房地产行业的高速运行以及城镇化进程的加快推进，中国已经成为全球最大的电梯制造地和销售国。2000-2012 年间，中国电梯行业销量复合增长率达到 25%。

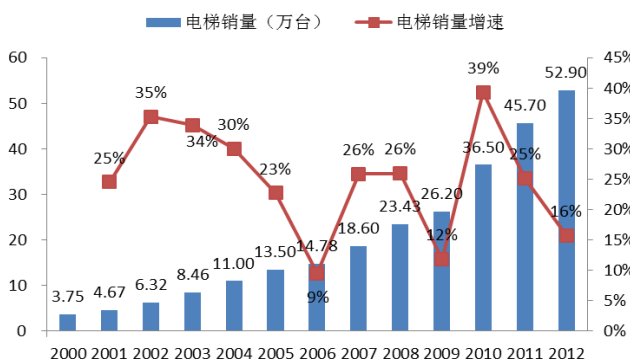
根据中国电梯协会统计，2012 年我国共生产电梯 52.9 万台，比 2011 年的 45.7 万台净增了 7.2 万台，同比增长 16%，增量创历史新高。截至 2012 年年底，我国电梯保有量从 2011 年的 201 万台增长到 245 万台左右，增长幅度为 21.89%，保有量位居世界首位。

如果按照每台电梯 15 万元粗略计算，电梯整机市场规模接近 800 亿元，如果加上配件、安装维修保养等，目前国内电梯市场需求超过 1000 亿元。

但我国人均电梯保有量仍远低于发达国家水平。截止到 2012 年，中国人均电梯保有量为 18 台/万人，仅为日本的 1/3 左右，欧洲平均水平的 1/6 左右，韩国的 1/8 左右。北京、上海两大都市人均保有量分别达到 72 台/万人、66 台/万人，但仍远低于欧洲部分发达国家的大城市。

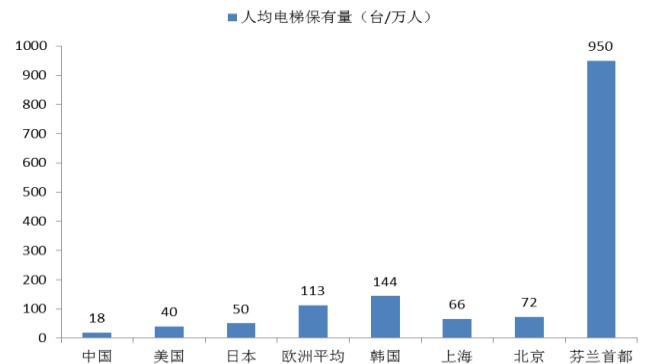
我们预计 2013-2015 年，随着新型城镇化的推进、电梯更新改造需求的增长，电梯行业销量将保持 10-20% 的增长。

图 8：2000-2012 年中国电梯销量复合增长率达到 25%



资料来源：中国电梯协会，中国银河证券研究部

图 9：我国人均电梯保有量仍有很大提升空间



资料来源：埃德克咨询，UTC（奥的斯电梯的母公司）2012 年年报，中国银河证券研究部整理

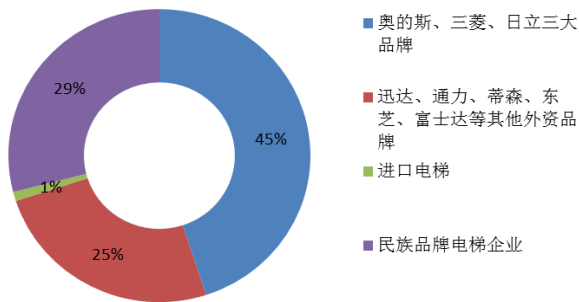
(二) 外资品牌占据国内 70% 电梯市场，民族品牌具很大提升空间

根据中国电梯协会统计，截止到 2012 年底，中国电梯行业共有整机制造企业 456 家，备件的部件制造企业 155 家，安装维保企业 5867 家。

目前，国内市场近 70% 左右仍为外资品牌企业占据。其中，奥的斯、三菱、日立三大品牌占据了国内 40-50% 的市场份额，迅达、通力、蒂森、东芝、富士达等其他外资品牌占据 20-30% 的市场份额，内资企业约占 30% 左右的份额。

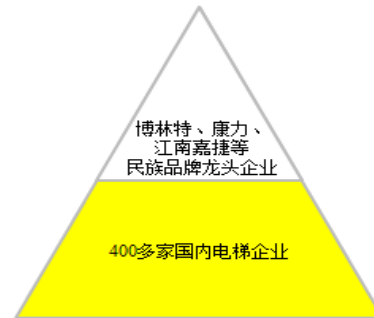
在内资企业中，崛起了博林特、康力、江南嘉捷、东莞飞鹏、苏州申龙、苏州东南、河南许继等 7 家民族品牌电梯企业，这 7 家民族品牌电梯企业占内资电梯企业的 50% 左右的市场份额。其他 400 多家中小企业占据内资电梯市场其余 50% 左右的市场份额。

图 10：外资品牌企业占据国内电梯 70% 左右的市场份额



资料来源：中国电梯协会，博林特招股书，中国银河证券研究部

图 11：民族品牌电梯企业以博林特、康力、江南嘉捷为龙头



资料来源：中国银河证券研究部

（三）民族品牌电梯性价比优势渐现，龙头企业年均增速将超 20%

电梯行业是我国最早引进外资的行业之一。自 1980 年起，国内最早的电梯生产企业（即在计划经济时代国家建设部定点生产的八大电梯厂：北京电梯厂、上海电梯厂、上海长城电梯厂、天津电梯厂、苏州电梯厂、西安电梯厂、沈阳电梯厂、广州电梯厂）先后与外资知名品牌企业合资建厂，国有企业基本从电梯行业退出，外资品牌全面进入了我国市场。

中国民营电梯企业是在强大的国际知名企业占据巨大市场份额的压力下发展起来的。自 1990 年代起，大量民营企业介入电梯制造业，从为外资企业配套开始，在生产过程中不断学习和消化技术，积累资本，改进经营管理水平，并逐步转型为整机制造企业，建立自主品牌。

中国民营电梯企业凭借其经营机制灵活、产品性价比高等优势，逐步从创立时期的市场占有率为零发展到目前占据国内 30% 左右的市场份额，打破了外资品牌的垄断地位，并形成了少数几家在市场中领先的民族品牌企业；在较短的时间内形成了从研发、设计、制造到安装维保的完整业务链条，具备自主研发能力，可以与外资品牌在同一市场进行竞争。

目前，民族品牌电梯性价比相对外资品牌的优势日益明显，而质量差异已经较小。部分龙头企业在资本市场的助力下，行业集中度将明显提升，未来 3 年民族品牌电梯龙头企业将获得超越行业平均增速的增长，年均增速将超过 20%。

（四）行业驱动：电梯配置密度提升，新型城镇化拉动需求增长

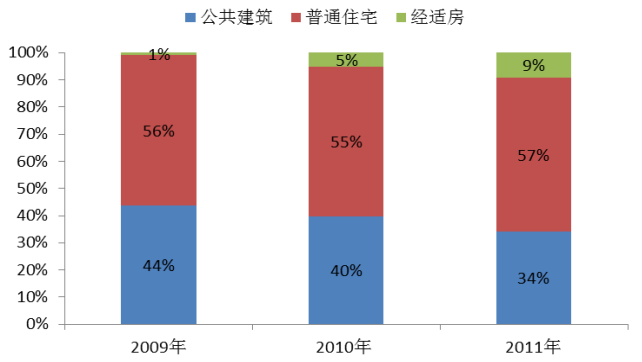
随着城镇化的发展，城镇人口的增加、人口结构老龄化，新建保障房、商品房、基础设施需求，既有电梯更新改造和既有旧楼加装电梯，出口快速增长等，都是支撑电梯行业快速增长的动力。

电梯下游消费主要来自普通住宅和基础设施，其中普通住宅占需求的 60% 左右。根据对

2001-2012 年的数据分析，电梯销量增速与房地产房屋竣工面积增速具有一定的正相关性，但电梯销量增速通常高于房地产房屋竣工面积增速。

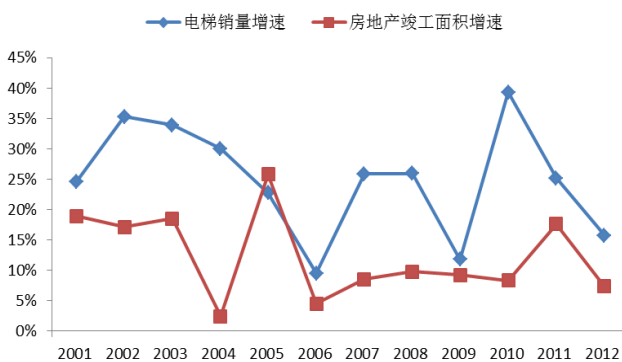
我们再分析电梯销量增速与房地产开发投资增速的关系，发现电梯销量增速与房地产开发投资增速的相关性更大，尤其是 2008-2012 年的增速数据吻合程度很大。可用未来房地产开发投资增速来判断未来电梯行业增速做参考。

图 12：博林特直梯下游行业分布：普通住宅占 60%左右



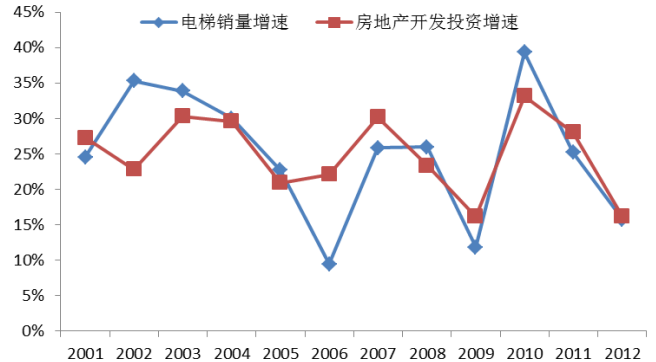
资料来源：博林特招股书，中国银河证券研究部

图 13：电梯销量增速通常高于房地产房屋竣工面积增速



资料来源：国家统计局，中国电梯协会，中国银河证券研究部

图 14：电梯销量增速与房地产开发投资增速更为一致



资料来源：国家统计局，中国电梯协会，中国银河证券研究部

表 1：电梯销量增速与房地产开发投资增速相关性很高

年份	房地产开发投资 (亿元)	房地产开发投资增速	电梯销量 (万台)	电梯销量增速
2001	6344.11	27%	4.67	25%
2002	7790.92	23%	6.32	35%
2003	10153.80	30%	8.46	34%
2004	13158.25	30%	11.00	30%
2005	15909.25	21%	13.50	23%
2006	19422.92	22%	14.78	9%
2007	25288.84	30%	18.60	26%
2008	31203.19	23%	23.43	26%
2009	36241.81	16%	26.20	12%

年份	房地产开发投资(亿元)	房地产开发投资增速	电梯销量(万台)	电梯销量增速
2010	48259.40	33%	36.50	39%
2011	61796.89	28%	45.70	25%
2012	71804	16%	52.90	16%

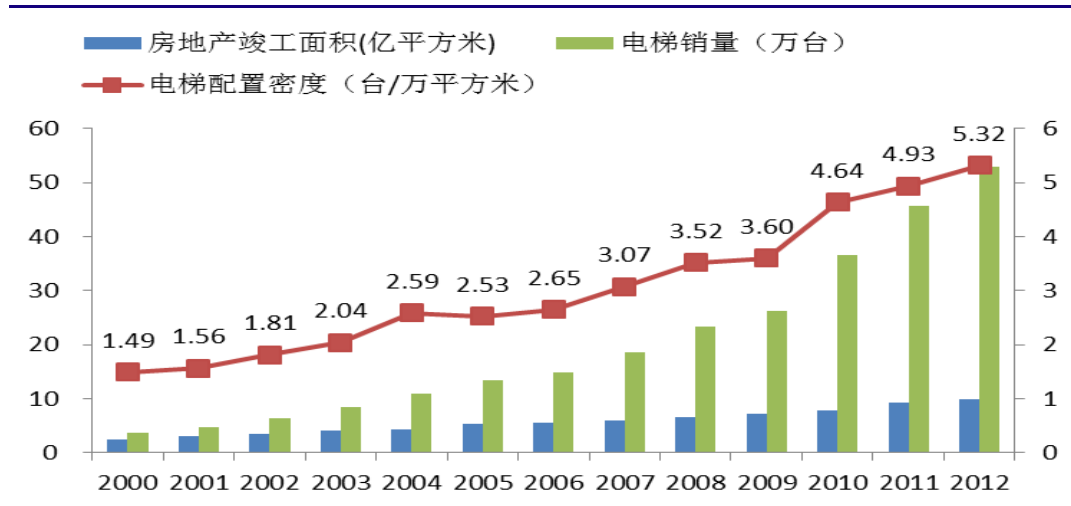
资料来源：国家统计局，中国电梯协会，中国银河证券研究部

(1) 电梯配置密度正逐步提高：对电梯便捷性要求的提升

随着生活水平的提升，用户对电梯便捷性要求的提升，电梯配置密度正逐步提高。据统计，2000年中国每万平方米（房地产竣工面积）配置1.49台电梯，到2012年，电梯配置密度升至5.32台/每万平方米，是2000年的3倍以上。电梯配置密度的不断提升，是电梯销量增速高于房地产竣工面积增速的根本原因。

直观的感觉，原先一栋商业办公楼可能配置2部电梯，但现在新建办公楼可能配置4部、6部甚至8部电梯；原先一栋居民住宅4户1梯，现在可能升级到2户1梯，甚至1户1梯。

图 15：中国电梯配置密度不断提升：2012 年电梯配置密度为 2000 年的 3 倍以上



资料来源：国家统计局，中国电梯协会，中国银河证券研究部

表 2：中国电梯配置密度不断提升：2000-2012 年由每万平方米（房地产竣工面积）1.49 台升至 5.32 台

	电梯销量(万台)	房地产开发企业房屋竣工面积(亿平方米)	电梯配置密度(台/万平方米)
2000	3.75	2.51	1.49
2001	4.67	2.99	1.56
2002	6.32	3.50	1.81
2003	8.46	4.15	2.04
2004	11.00	4.25	2.59
2005	13.50	5.34	2.53
2006	14.78	5.58	2.65
2007	18.60	6.06	3.07
2008	23.43	6.65	3.52
2009	26.20	7.27	3.60

	电梯销量 (万台)	房地产开发企业房屋竣工面积(亿平方米)	电梯配置密度 (台/万平方米)
2010	36.50	7.87	4.64
2011	45.70	9.26	4.93
2012	52.90	9.94	5.32

资料来源: 国家统计局, 中国电梯协会, 中国银河证券研究部

(2) 新增需求: 新型城镇化拉动电梯需求年均增长 10%以上

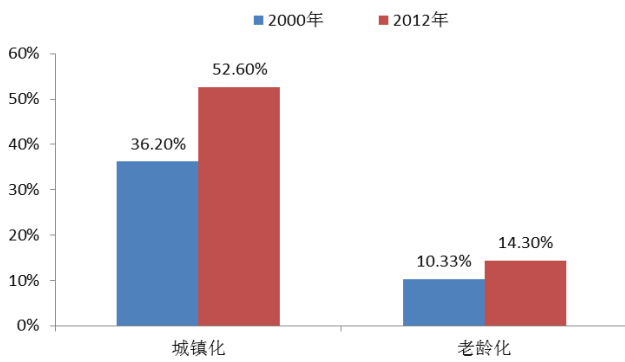
城镇化和老龄化是推动电梯需求增长的主动力。未来几年我国城镇化水平和老龄化水平仍将不断提升, 电梯需求增长动力充足。

表 3: 城镇化和老龄化水平的提高, 是推动电梯需求增长的主动力

驱动因素	发展情况	对电梯需求特征
城镇化	根据国家统计局公布数据, 中国 1978 年城镇人口为 1.72 亿人, 城镇化率为 17.9%, 至 2009 年达到 6.22 亿人, 城镇化率达到 46.6%。到 2012 年达到 7.12 亿人, 城镇化率达到 52.6%。就欧美发达国家普遍 70%-80% 的城镇化率来看, 我国城镇化的空间仍然较大。	城镇人口为影响电梯需求的主要因素, 城镇化水平的提高是电梯需求增长的主动力
老龄化	2000 年我国 60 岁以上老龄人口占总人口比例为 10.33%, 至 2012 年, 我国老年人口达到 1.94 亿人, 老龄人口比例达到 14.3%, 未来 5-15 年还将是我国人口老龄化加速的时期。	人口结构的老龄化是支持我国电梯需求快速增长的又一重要因素, 老龄人口的增长使得新建房屋建筑、公共基础设施都普遍具有安装电梯或扶梯的需求, 同时还加大了对旧楼加装电梯的需求。

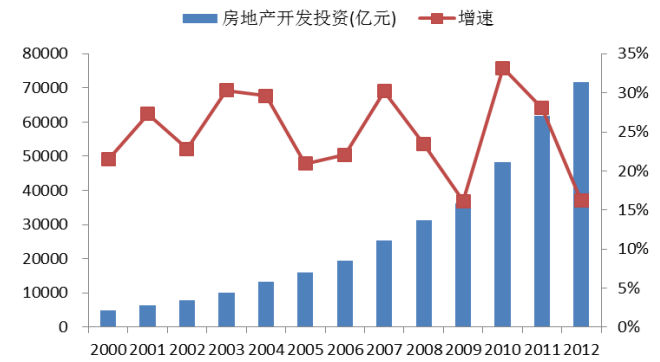
资料来源: 国家统计局, 《中国老龄事业发展报告 (2013)》, 中国银河证券研究部

图 16: 城镇化和老龄化水平的提高驱动电梯需求快速增长



资料来源: 国家统计局, 《中国老龄事业发展报告 (2013)》, 中国银河证券研究部

图 17: 2000-2012 年中国房地产开发投资年均增长 25%



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

中国房地产开发投资近 10 多年来保持高位增长, 2000-2012 年年均增长 25%。我们之前分析未来电梯行业增速很大程度上可以参考房地产开发投资增速。2012 年房地产开发投资为 7.18 万亿元, 同比增长 16.2%。我们认为未来 3 年房地产开发投资增速将保持 10% 以上的增长。

在新型城镇化推动下, 民用住宅 (保障房)、商业配套、城市基础设施建设带来大量电梯新增需求。保障性住房建设力度的加大将在一定程度上减小国家调控政策对房地产行业的冲击。以博林特为例, 目前保障房业务占公司电梯销量的 15% 左右。“十二五”期间 3600 万套保障房建设计划, 将为电梯行业带来市场机遇。

表 4: 在新型城镇化推动下, 民用住宅 (保障房)、商业配套、城市基础设施建设带来大量电梯新增需求

序号	电梯用户	需求特征	电梯需求情况
1	民用住宅 (保障房)	以直梯为主, 约占电梯总需求的 60-70%	房地产业是电梯行业的主要下游行业。新型城镇化推动民用住宅需求增长。除商品房外, 保障性安居工程投资计划的推出将为经济复苏期间电梯行业的持续增长提供保障。保障性住房建设力度的加大将在一定程度上减小国家调控政策对房地产行业的冲击, 同时也将弥补一部分因商品房建设下滑而减少的电梯产品需求。
2	商业配套设施	以扶梯为主, 约占电梯总需求的	新型城镇化带来商业的繁荣。城市商务楼、写字楼、酒店宾馆、商场等商业配套建筑的建设, 且由于新商业建筑电梯配置密度比以往大幅提高, 将带来大量的电梯需求。
3	城市基础设施	30-40%	新建高铁站、城际铁路站、城市地铁、轻轨、新建机场等交通枢纽, 带动大量电梯需求。

资料来源: 中国银河证券研究部

(3) 更新需求: 约占总需求 10%, 未来 3 年将加速增长

我国电梯的使用寿命大多为 15 年。我们如果严格按照 15 年淘汰计算, 则 2013 年需要淘汰、更新的需求量等同于 1998 年的电梯总消费量。未来 3 年每年电梯更新需求在 3 万台/年以上。但实际上, 不少电梯不到 10 年左右就被淘汰或更新了。

中国电梯行业在 2001 年开始明显加速, 我们预计未来 3 年实际更新淘汰电梯在每年 5 万台以上, 占当年电梯总需求的 10% 左右。

图 18: 如严格按照 15 年淘汰计算, 未来 3 年电梯更新需求在每年 3 万台以上; 实际更新需求预计每年约 5 万台以上



资料来源: 中国电梯协会, 中国银河证券研究部

表 5: 如严格按照 15 年淘汰计算, 未来 3 年电梯更新需求在每年 3 万台以上

年份	国内电梯消费量 (万台)	淘汰年份	当年电梯更新需求 (万台)	更新需求在当年电梯消费量中的比重
1995	2.9	2010		
1996	2.97	2011		
1997	2.95	2012		
1998	3.02	2013		
1999	3.25	2014		
2000	3.75	2015	0.85	23%
2001	4.67	2016	1.01	22%
2002	6.32	2017	1.1	17%

年份	国内电梯消费量 (万台)	淘汰年份	当年电梯更新需求 (万台)	更新需求在当年电梯消费量中的比重
2003	8.46	2018	1.27	15%
2004	11.00	2019	1.17	11%
2005	13.50	2020	1.03	8%
2006	14.78	2021	1.2	8%
2007	18.60	2022	1.6	9%
2008	23.43	2023	2.4	10%
2009	26.20	2024	2.8	11%
2010	36.50	2025	2.9	8%
2011	45.70	2026	2.97	6%
2012	52.90	2027	2.95	6%

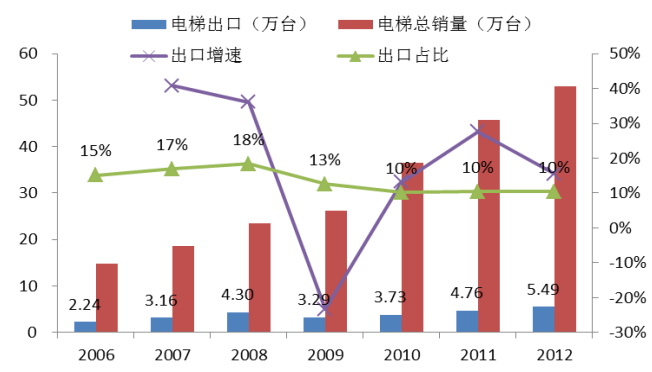
资料来源：中国电梯协会，中国银河证券研究部

(4) 出口需求：约占总需求 10%，未来 3 年出口将年均增长 10% 以上

2012 年，中国电梯出口 5.49 万台，出口金额 15.16 亿美元。2012 年，中国电梯出口量年均增长 16%。预计未来 3 年海外出口年均增长 10% 以上。

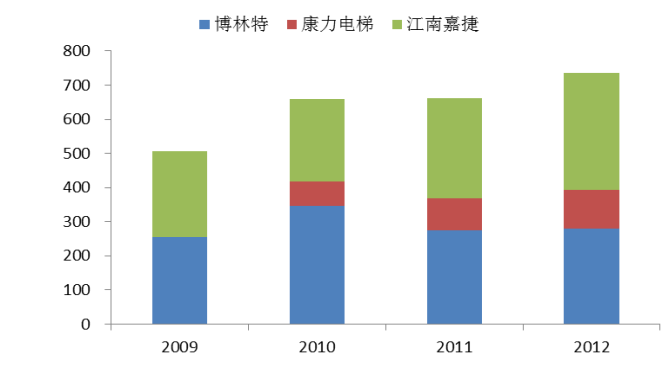
电梯出口量近 3 年来维持在总销量的 10% 左右。2008 年电梯出口量一度高达总销量的 18%。未来海外出口占比将进一步提升。

图 19：2006-2012 年电梯出口年均增长 16%，未来将持续增长



资料来源：中国电梯协会，中国机械工业联合会，中国银河证券研究部

图 20：2009-2012 三大电梯商海外出口年均增长 13% (百万元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(5) 维保服务：发达国家需求占比达 50% 以上，未来维保服务需求潜力巨大

2013 年 6 月 29 日，《中华人民共和国特种设备安全法》获批，对特种行业的安全规范上升到法律高度。特种设备安全法所涉及诸多行业中，影响面最大、关注度最高的当属电梯行业。这有利于电梯行业龙头企业优质产品扩大市场份额，提高行业集中度，民族品牌电梯龙头企业将受益。

近年来，我国电梯事故多发，主要是由于电梯维护保养工作不到位而引起的。因此电梯维修保养业务成为电梯企业业绩增长的重要方向。

截止到 2012 年底，中国电梯行业共有电梯安装维保企业 5867 家。除国际知名电梯品牌的

维保企业实力较强外，其他维保企业技术和专业人员以及基础装备条件参差不齐；维保服务市场鱼龙混杂，电梯服务迫切需求规范化的维保企业来保障电梯产品的安全运行。而电梯企业通过产品直销、由制造企业自主负责维保业务，将是一种解决方案。

截止 2012 年底，中国电梯存量达到 245 万台。存量的扩大将大幅提升维保业务在电梯行业市场中的比重。发达国家著名电梯企业维保业务约占电梯需求的 50% 以上，而国内维保业务收入估计目前只占 20% 左右，未来维保服务需求潜力巨大。

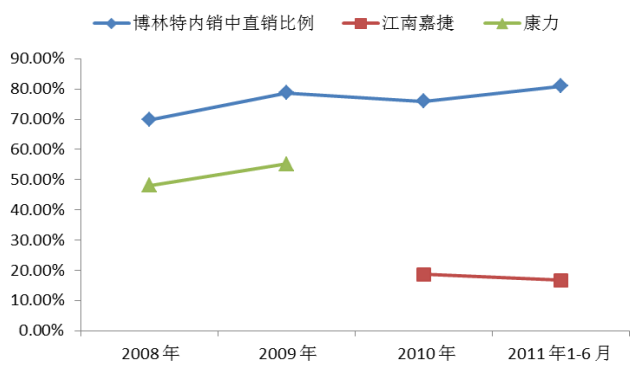
三、博林特：直销模式保障稳健成长，海外业务将获突破

(一) 高直销占比保障稳健成长，定位高端大力开拓维保服务市场

公司国内销售以直销模式为主经销商模式为辅，明显区别于其他电梯企业。目前，直销产品占公司国内销售额的比例在 60% 以上。这种模式下，公司拥有终端客户，安装服务质量受控，最大程度确保公司在市场树立良好形象。公司国外销售则以经销商模式为主直销模式为辅。

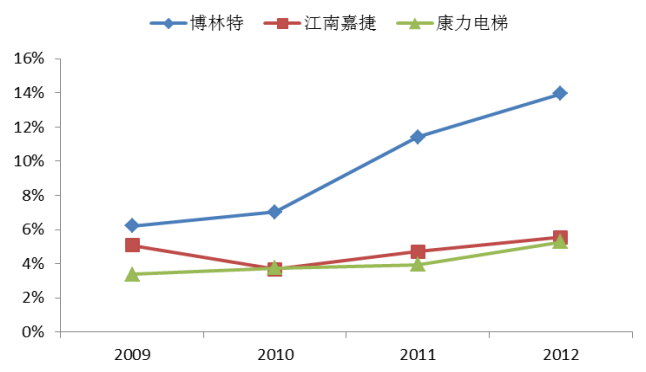
直销模式通常由电梯制造企业直接负责电梯运行的维修、保养服务，为企业带来稳定的利润来源。随着博林特电梯保有量不断扩大，公司负责维修、保养的电梯数量也将保持高速增长。

图 21：在三大民营电梯企业中，博林特直销比例最高



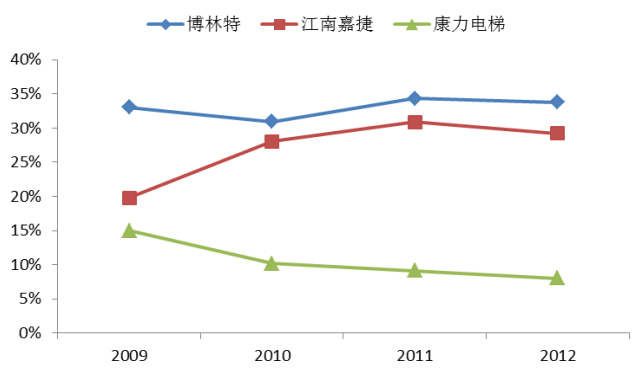
资料来源：博林特招股书，中国银河证券研究部

图 22：在三大民营电梯企业中，博林特维保业务收入占比最高



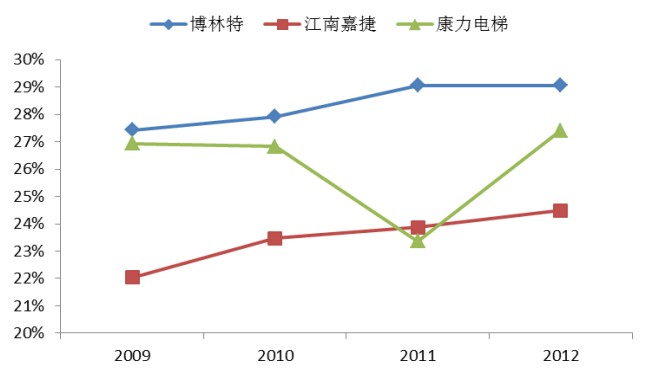
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 23：博林特维保业务毛利率水平高于主要竞争对手



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 24：博林特综合毛利率水平高于主要竞争对手



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 6：电梯直销模式有利于掌控下游渠道，促进维保业务增长，电梯安全性强，有利于品牌建设

销售方式	优点	缺点
直销模式	对下游渠道掌控能力强，利于由电梯企业直接负责维保，安装服务质量受控，电梯运行安全可靠性强，有利于树立良好形象和品牌	短期内不利于规模的快速扩张，前期投入较大，回款相对较慢，收入确认需要等待电梯安装完之后才能确认
经销模式	收入确认快，有利于短期内快速扩大市场规模	如第三方维保不到位，电梯出安全事故时将影响电梯企业声誉

资料来源：博林特招股书，中国银河证券研究部

(二) 核心零部件自制，研发生产能力强大，全产业链优势明显

公司掌握高速电梯核心技术，8m/s 的大型高速电梯已经在测试，10m/s 的已经在开发阶段。公司未来将做强高端产品。

目前沈阳基地产能已达 1.1 万台/年，未来有能力扩至 5 万台/年。公司重庆基地今年预计产能有望达到 1000 台左右，未来将继续扩大规模。公司还将在长三角地区、珠三角地区的布局，建成若干生产基地。

目前公司订单在 30 亿元以上，2013 年上半年新增订单同比增长 30% 左右。我们认为公司全年收入有望增长 25% 左右。

表 7：公司具备核心技术优势，

核心竞争力	具体优势
核心技术优势	公司在高端电梯产品核心技术领域具备开发能力，其电梯产品：矮底坑电梯、大吨位无机房曳引电梯、高端扶梯、高速电梯等方面达到国内乃至国际领先水平。尤其是设计高度为 177 米高速电梯试验塔的落成，使公司具备了进行速度 10 米/秒电梯试验的能力，极大的提高公司对高速电梯的研发能力。
核心零部件自制	公司生产的电梯、自动扶梯、自动人行道使用的核心部件，包括控制柜、曳引机、门机和层门装置、主要安全部件、自动扶梯梯路及上下部驱动总成等基本为公司自主设计与加工制造。公司目前已成功研发了具备自主知识产权的电梯智能变频控制系统，较为完善的产业链建设使得本公司成为行业内为数不多的同时掌握电梯核心配件、控制系统生产技术能力的整机制造厂。
生产能力优势	公司是电梯行业中率先引进意大利萨瓦尼尼 S4P4 钣金加工柔性自动化生产线的企业。还拥有其他 10 余条全数控的生产线，拥有 50 多台套国际领先的数控制造设备，其自动化程度与工艺水平使公司产品质量得到了有效保证。
营销服务网络优势	截至 2012 年末，公司在国内设有沈阳、上海、南京、成都、南昌、石家庄、济南、郑州、大连、北京、合肥、鞍山、南宁、福州、海口、长沙、深圳等 18 家分公司从事营销服务，在东北、华北、华东、华南、西北 5 大区域设销售服务机构 50 多个。公司在海外销售业务量较大的德国、澳大利亚、新加坡、蒙古、秘鲁、摩洛哥等国家设有 6 家全资子公司、1 家参股子公司；同时，公司在国内考核确定了 100 余家经销商，国际考核确定了 70 余家经销商。完善的销售服务网络设置保障了公司在客户开发、业务拓展、产品销售、安装、维修和保养服务以及对各区域的经销商管理等方面的竞争优势。
质量控制优势	公司已通过欧盟 CE 认证、北美 CSA 认证、北美 CWB 认证、韩国 EK 认证、哈萨克斯坦 ROCT 认证、乌克兰 ROCT 认证、ISO9001：2008 质量管理体系认证、ISO14001 等认证

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

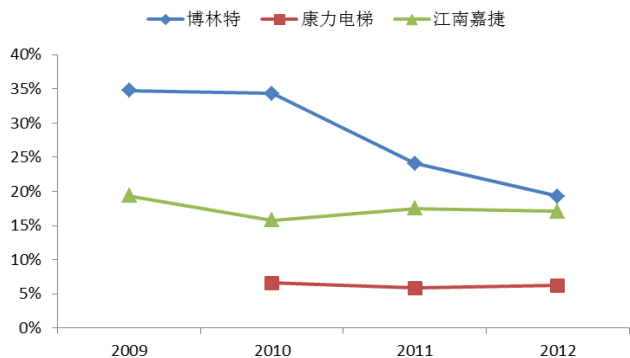
(三) 与远大集团协同效应优势明显，海外业务有望获突破

公司实际控制人所控制的沈阳远大集团为全球最大的建筑幕墙制造商，在 35 个国家及地区承接过幕墙项目。凭借远大集团的国际知名度，博林特有望在海外市场获得更大突破。

公司秉承“建世界一流工厂，创国际名牌产品”的经营目标，面向国内和国际两个市场，不断提高市场份额，努力将公司建成全球电梯制造企业第一集团成员。同时积极在全球开展业务，成为全球电梯行业的领先企业。

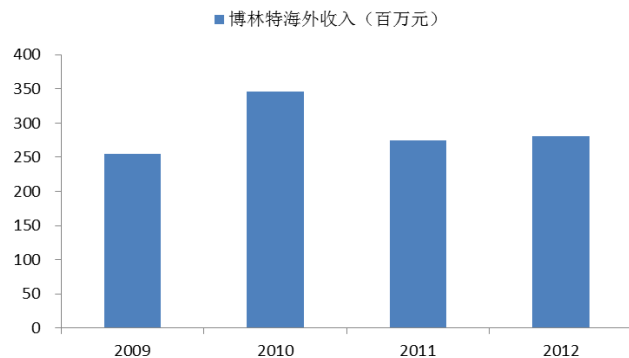
我们认为，鉴于电梯运输成本，公司未来可能在全球范围内建立若干个总装基地，从而大力开拓海外市场。未来公司海外业务占比将大幅提升。

图 25: 在三大民营电梯企业中, 博林特出口比例最高



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 26: 公司海外业务未来几年将获得明显突破



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

四、盈利预测：未来3年业绩将保持快速增长

(一) 预计2013-2015年公司收入和毛利率稳步提升

受益新型城镇化，未来3年中国电梯行业将保持10-20%的较快增长，行业龙头企业将获得20%以上的快速增长。我们预计随着公司在国内、国际市场上市场份额的提升，预计预计2013-2015年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升。

表8：分业务预测：预计2013-2015年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升

单位：百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入	988.73	1339.62	1487.81	1512.18	1883.31	2361.79	2864.67
电梯	557.41	813.28	1,065.28	1,187.77	1484.71	1855.89	2227.07
扶梯	64.42	119.96	98.95	72.23	79.45	99.32	119.18
配件	5.60	5.98	6.34	9.67	11.60	14.51	17.41
轨道、升降机	63.01	7.40	3.71	5.68	7.38	9.60	11.52
安装及维保费	61.39	94.29	169.75	211.09	274.42	356.74	463.76
其他	236.90	298.71	143.78	25.74	25.74	25.74	25.74
营业收入增速		35.5%	11.1%	1.6%	24.5%	25.4%	21.3%
电梯		45.9%	31.0%	11.5%	25%	25%	20%
扶梯		86.2%	-17.5%	-27.0%	10%	25%	20%
配件		6.8%	6.0%	52.5%	20%	25%	20%
轨道、升降机		-88.3%	-49.9%	53.1%	30%	30%	20%
安装及维保费		53.6%	80.0%	24.4%	30%	30%	30%
其他		26.1%	-51.9%	-82.1%	0%	0%	0%
营业收入构成							
电梯	56.4%	60.7%	71.6%	78.5%	78.8%	78.6%	77.7%
扶梯	6.5%	9.0%	6.7%	4.8%	4.2%	4.2%	4.2%
配件	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
轨道、升降机	6.4%	0.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
安装及维保费	6.2%	7.0%	11.4%	14.0%	14.6%	15.1%	16.2%
其他	24.0%	22.3%	9.7%	1.7%	1.4%	1.1%	0.9%
毛利率	27.4%	27.9%	29.1%	29.1%	28.7%	29.3%	29.3%
电梯	32%	34%	30%	28.1%	28.1%	28.5%	28.5%
扶梯	32%	31%	30%	25%	24.0%	25.0%	25.0%
配件	42%	37%	62%	57%	56.0%	56.0%	56.0%
轨道、升降机	13%	-88%	-9%	99%	20.0%	20.0%	20.0%
安装及维保费	33%	31%	34%	34%	33.0%	34.0%	34.0%
其他	17%	11%	12%	23%	23.0%	23.0%	23.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(二) 2013-2015 年净利润复合增长率达 27%

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.40、0.51、0.63 元，对应 PE 分别为 14、11、9 倍。

表 9：预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 27%

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1,487.81	1,512.18	1,883	2,362	2,865
营业收入增长率	11.06%	1.64%	25%	25%	21%
净利润（百万元）	122.59	123.82	161	204	255
净利润增长率	114.14%	1.00%	30%	26%	25%
EPS（元）（摊薄）	0.30	0.31	0.40	0.51	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.66%	9.90%	11.42%	12.93%	14.31%
P/E	19	19	14	11	9
P/B	4.3	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11	12	11	7	4

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至 2013 年 7 月 5 日）

五、估值比较：明显低于主要竞争对手，具备提升空间

在电梯行业中，公司成长性较好，但估值水平低于行业平均水平，低于康力电梯、江南嘉捷等主要可比竞争对手。公司未来增长潜力大，估值具有较大提升空间。给予“推荐”评级。

表 10：在电梯行业中，博林特成长性好，估值具备提升空间

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
博林特	002689.SZ	5.79	0.31	0.40	0.51	0.63	19	14	11	9
江南嘉捷	601313.SH	7.78	0.35	0.41	0.48	0.55	22	19	16	14
康力电梯	002367.SZ	12.20	0.49	0.63	0.79	0.98	25	19	15	12
上海机电	600835.SH	13.12	0.69	0.78	0.97	1.15	19	17	14	11
广日股份	600894.SH	8.80	0.55	0.64	0.77	0.94	16	14	11	9
行业平均							20	17	14	11

资料来源：Wind，中国银河证券研究部（注：股价截止至 2013 年 7 月 5 日，盈利预测除博林特外，其余均为一致预期）

附录：3 张表预测

表 11：利润表预测

利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,488	1,512	1,883	2,362	2,865
营业成本	1,055	1,073	1,343	1,671	2,025
折旧和摊销	34	34	61	72	82
营业税费	12	10	13	17	20
销售费用	153	161	207	260	315
管理费用	106	119	151	189	229
财务费用	15	8	(8)	(14)	(30)
资产减值损失	18	21	8	20	26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	2	2	2	2
营业利润	128	121	172	222	281
利润总额	146	141	190	240	299
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	123	124	161	204	255
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.30	0.31	0.40	0.51	0.63

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 12：资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	1,775	2,469	2,968	4,059	5,420
流动资产	1,082	1,539	1,879	2,849	4,083
货币资金	187	614	792	1,441	2,382
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	369	540	506	689	874
应收票据	47	1	21	34	25
其他应收款	31	52	56	67	89
存货	343	260	395	480	556
非流动资产	693	930	1,088	1,209	1,337
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	336	293	473	593	694
无形资产	250	319	303	288	273
总负债	1,234	1,219	1,556	2,484	3,642
无息负债	974	1,069	1,406	2,334	3,492
有息负债	260	150	150	150	150
股东权益	541	1,250	1,412	1,575	1,779

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
股本	232	310	403	403	403
公积金	238	753	770	790	815
未分配利润	71	186	238	381	559
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	541	1,250	1,412	1,575	1,779

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 13：现金流量表预测

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	141	168	219	557	871
净利润	123	124	161	204	255
折旧摊销	34	34	61	72	82
净营运资金增加	142	(39)	114	(158)	(435)
其他	(158)	49	(117)	439	969
投资活动产生现金流	(190)	(191)	(198)	(148)	(148)
净资本支出	(250)	(319)	200	150	150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	60	128	(398)	(298)	(298)
融资活动现金流	44	450	156	240	219
股本变化	0	78	93	0	0
债务净变化	60	(110)	0	0	0
无息负债变化	138	95	337	928	1,158
净现金流	(5)	427	178	649	942

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 2012 年公司电梯整机业务收入占比 84%，维保占 14%.....	1
图 2: 公司近两年综合毛利率在 29%左右.....	1
图 3: 2012 年公司收入达 15 亿元，同比仅增长 2%.....	1
图 4: 2012 年公司上市第一年，净利润仅增长 1%.....	1
图 5: 公司实际控制人所控制的沈阳远大集团实力雄厚，2012 年销售收入达 202 亿元.....	2
图 6: 远大集团三大业务：博林特为除建筑幕墙板块外最重要业务.....	2
图 7: 博林特自 2001 年成立后，迅速成长为中国民族品牌电梯龙头企业.....	3
图 8: 2000-2012 年中国电梯销量复合增长率达到 25%.....	4
图 9: 我国人均电梯保有量仍有很大提升空间.....	4
图 10: 外资品牌企业占据国内电梯 70%左右的市场份额.....	5
图 11: 民族品牌电梯企业以博林特、康力、江南嘉捷为龙头.....	5
图 12: 博林特直梯下游行业分布：普通住宅占 60%左右.....	6
图 13: 电梯销量增速通常高于房地产房屋竣工面积增速.....	6
图 14: 电梯销量增速与房地产开发投资增速更为一致.....	6
图 15: 中国电梯配置密度不断提升：2012 年电梯配置密度为 2000 年的 3 倍以上.....	7
图 16: 城镇化和老龄化水平的提高驱动电梯需求快速增长.....	8
图 17: 2000-2012 年中国房地产开发投资年均增长 25%.....	8
图 18: 如严格按照 15 年淘汰计算，未来 3 年电梯更新需求在每年 3 万台以上；实际更新需求预计每年约 5 万台以上.....	9
图 19: 2006-2012 年电梯出口年均增长 16%，未来将持续增长.....	10
图 20: 2009-2012 三大电梯商海外出口年均增长 13%（百万元）.....	10
图 21: 在三大民营电梯企业中，博林特直销比例最高.....	12
图 22: 在三大民营电梯企业中，博林特维保业务收入占比最高.....	12
图 23: 博林特维保业务毛利率水平高于主要竞争对手.....	12
图 24: 博林特综合毛利率水平高于主要竞争对手.....	12
图 25: 在三大民营电梯企业中，博林特出口比例最高.....	14
图 26: 公司海外业务未来几年将获得明显突破.....	14

表格目录

表 1: 电梯销量增速与房地产开发投资增速相关性很高	6
表 2: 中国电梯配置密度不断提升: 2000-2012 年由每万平方米 (房地产竣工面积) 1.49 台升至 5.32 台	7
表 3: 城镇化和老龄化水平的提高, 是推动电梯需求增长的主动力	8
表 4: 在新型城镇化推动下, 民用住宅 (保障房)、商业配套、城市基础设施建设带来大量电梯新增需求	9
表 5: 如严格按照 15 年淘汰计算, 未来 3 年电梯更新需求在每年 3 万台以上	9
表 6: 电梯直销模式有利于掌控下游渠道, 促进维保业务增长, 电梯安全性强, 有利于品牌建设	12
表 7: 公司具备核心技术优势,	13
表 8: 分业务预测: 预计 2013-2015 年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升	15
表 9: 预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率达 27%	16
表 10: 在电梯行业中, 博林特成长性好, 估值具备提升空间	17
表 11: 利润表预测	18
表 12: 资产负债表预测	18
表 13: 现金流量表预测	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、王华君，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（00317.HK）、中国南车（01766.HK）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）、陕鼓动力（601369.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn