

# 大客户战略+产业链延展=品牌升级

## 买入 维持

### 事件:

即日公司发布2013年中报,2013H1营业收入、归属母公司净利润和归属母公司的扣非净利润同比增速为19.42%、38.45%和37.23%。

### 点评:

- **营销网络全国抢市场,订单和收入双发力。**公司12年加大营销网络全国扩张的步伐,13年开始订单和收入双丰收。目前公司在手有效订单23.54亿元。一般订单确认后3个月完成交付,直销再加1-3个月确认收入,我们判断上半年订单将保证下半年业绩继续高增长。
- **大客户战略显露品牌升级,稳坐内资龙头提升市占率。**品牌是电梯企业的核心竞争力,公司一直积极实施大客户、大项目战略,强化品牌实力。7月新签4.4亿订单,成效逐步凸显,新伙伴如荣盛发展采购力度加大(3730万元);3000万元以上项目5项,金额占71%,公司产品成功升级一线,我们预计未来公司市占率将持续稳步提升。
- **提前产业链一体化布局,加大毛利率和采购议价力把控力。**公司扶梯、直梯自制率约80%、50%,近期又参股润吉驱动55%生产曳引机。随着曳引机、控制系统等部件自制比例提升,优化了产业链,调整了产品结构。此外,13年以来钢、稀土等原材料价格下降,公司毛利率由Q1的29.4%升至30.96%,我们认为公司的高毛利具有可持续性。
- **重载扶梯市场地位巩固,差异化优势明显。**7月初公司再次中标印度地铁四号线全线280台共1.47亿元,再次巩固了公司在重载扶梯的市场地位。此外,12年中标苏州2号线地铁全线300台重载扶梯,预计大部分将13年底确认收入。
- **估值与评级。**调整预测公司2013、2014和2015年EPS为0.65、0.90和1.19元,对应动态PE17、13和9倍,维持“买入”评级。

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1823.34	2346.24	3138.37	4088.92
增长率(%)	13.76%	28.68%	33.76%	30.29%
净利润	186.98	247.90	341.42	454.71
增长率(%)	23.74%	32.58%	37.73%	33.18%
每股收益(EPS)	0.49	0.65	0.90	1.19

### 机械研究组

#### 分析师:

赵曦 (S1180511010008)

Email: [zhaoxi@hysec.com](mailto:zhaoxi@hysec.com)

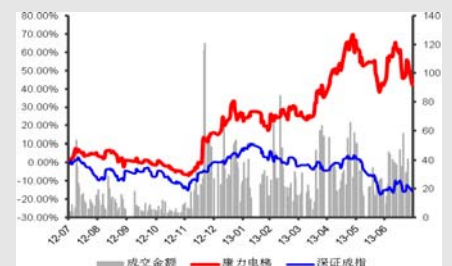
#### 研究助理:

朱颖

电话: 010-88085963

Email: [zhuying@hysec.com](mailto:zhuying@hysec.com)

### 市场表现



### 相关研究

率先冲刺100亿产值抢做内资龙头  
2013.5

新签订单好于预期 品牌率先升级  
2013.4

顺市场趋势 步最擅长一局棋  
2013.3

稳步布局 股权激励有望完成  
2013.2

**表 1: 近年来公司重载公交型自动扶梯逐渐得到国内城轨地铁招标方的认可**

国内项目	中标产品、台数	国外项目	中标产品、台数
苏州轨交 1 号线	大高度公交型自动扶梯 199 台	韩国首尔、大田、光州地铁	重载公交型自动扶梯 260 台
苏州轨交 1 号线	3.5m/s 高速电梯 6 台	土耳其地铁	重载公交型自动扶梯 76 台
苏州轨交 2 号线	大高度公交型自动扶梯 315 台	印度地铁 4 号线	重载公交型自动扶梯 280 台
哈尔滨地铁 1 号线	节能电梯 45 台		

资料来源：公司公告、宏源证券

**表 2: 自上市以来康力营销服务网络加速扩张**

	2010	2011	2012	2013E
分公司	7	18	22	30
服务中心	23		14	
代理商				
国内	161	361	419	
国外		45	54	

资料来源：公司公告、宏源证券

注：2010 年代理商同时也是专业电梯安装维保公司，2011 年及以后的代理商指的是能够给公司贡献收入的代理商。

**附表 1: 盈利预测**

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1823.34	2346.24	3138.37	4088.92
增长率 (%)	13.76%	28.68%	33.76%	30.29%
归属母公司股东净利润	186.98	247.90	341.42	454.71
增长率 (%)	23.74%	32.58%	37.73%	33.18%
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.65</b>	<b>0.90</b>	<b>1.19</b>
每股经营现金流	0.67	1.63	0.15	2.12
销售毛利率	27.41%	27.62%	27.83%	27.92%
销售净利率	10.25%	10.57%	10.88%	11.12%
净资产收益率 (ROE)	11.45%	13.18%	15.36%	16.99%
投入资本回报率 (ROIC)	20.49%	19.99%	39.53%	34.81%
市盈率 (P/E)	23	17	13	9
市净率 (P/B)	3	2	2	2

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1823.34	2346.24	3138.37	4088.92
减: 营业成本	1323.58	1698.17	2264.89	2947.27
营业税金及附加	8.94	11.50	15.38	20.04
营业费用	156.00	206.47	273.04	351.65
管理费用	136.40	183.01	241.65	310.76
财务费用	-23.23	-44.55	-58.27	-75.75
资产减值损失	3.69	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>217.96</b>	<b>291.65</b>	<b>401.67</b>	<b>534.95</b>
加: 其他非经营损益	4.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.77	291.65	401.67	534.95
减: 所得税	35.79	43.75	60.25	80.24
<b>净利润</b>	<b>186.98</b>	<b>247.90</b>	<b>341.42</b>	<b>454.71</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>186.98</b>	<b>247.90</b>	<b>341.42</b>	<b>454.71</b>

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	951.55	1611.99	1729.07	2610.80
应收和预付款项	440.49	358.65	709.22	681.49
存货	538.71	922.53	1026.36	1509.70
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.05	0.05	0.05	0.05
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	502.65	439.80	376.95	314.10
无形资产和开发支出	155.74	152.37	149.01	145.64
其他非流动资产	0.30	0.15	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2589.50</b>	<b>3485.54</b>	<b>3990.65</b>	<b>5261.77</b>
短期借款	4.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	930.75	1582.88	1746.57	2562.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	21.88	21.88	21.88	21.88
<b>负债合计</b>	<b>956.63</b>	<b>1604.77</b>	<b>1768.46</b>	<b>2584.87</b>
股本	380.67	380.67	380.67	380.67
资本公积	788.94	788.94	788.94	788.94
留存收益	463.26	711.16	1052.58	1507.29
归属母公司股东权益	1632.87	1880.77	2222.19	2676.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>1632.87</b>	<b>1880.77</b>	<b>2222.19</b>	<b>2676.90</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2589.50</b>	<b>3485.54</b>	<b>3990.65</b>	<b>5261.77</b>

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	253.50	619.68	58.61	805.78
投资性现金净流量	-247.92	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-65.10	40.75	58.47	75.95
现金流量净额	-59.49	660.43	117.08	881.73

**作者简介:**

**朱颖:** 中央财经大学金融专业硕士，南京理工大学机械工程及自动化专业学士，2年机械制造行业工作经验，2012年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：巨星科技、上海机电、长荣股份、康力电梯、江南嘉捷、华西能源、海陆重工、兴源过滤等。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。