

研究所

证券分析师：后立尧 S0980511110001
010-88576833 转 802 houly@ghzq.com.cn

出口及维保促增长，背靠集团做大做强

—博林特 (002689)事件点评报告

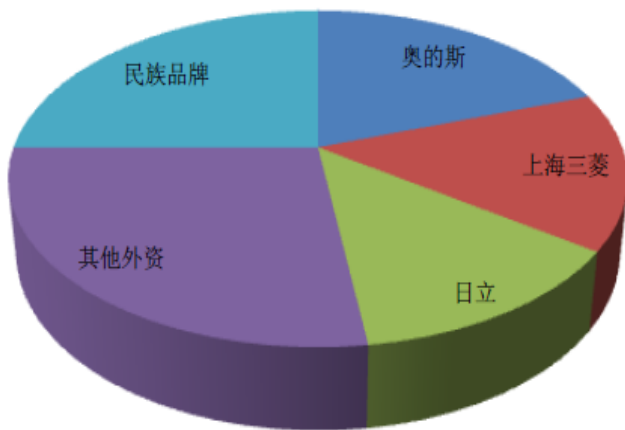
事件：

公司公告 13 年业绩增速为 27.4%。

评论：

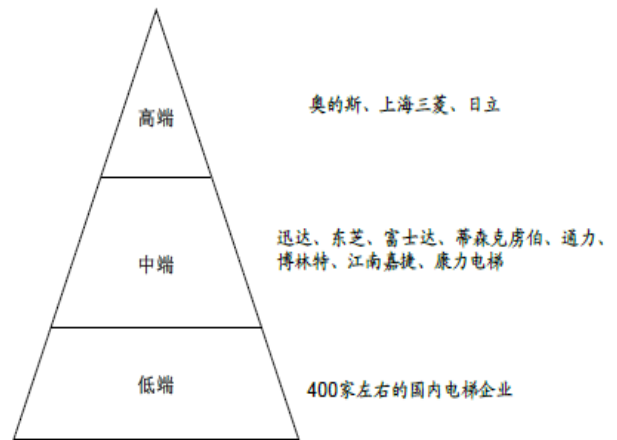
电梯主业增长点：出口、维保业务。公司产品在民族电梯企业中处于领先地位，早期技术来源主要来源于日本和德国，主要竞争对手是康力电梯和江南嘉捷，公司零部件自给率超过 80%，高于竞争对手。公司市场主要是二三线城市住宅及保障房，未来增长点主要是：出口及维保业务，预测未来几年公司电梯业务增速在 20%左右。

图 1、外资三巨头垄断国内 50%电梯市场



资料来源：国海证券研究所

图 2、博林特产品属于国内中档产品



资料来源：国海证券研究所

(1)、**维保市场逐年增大，年需求约 200 亿元：**在城轨地铁、保障房需求加大的背景下，电梯保有量逐年增加，带动了旧电梯更新改造需求。电梯一般使用寿命为 15 年，预测 13 年至少有 3.5 万台电梯需要更新。目前我国电梯保有量超过 300 万台，每年新增 35 万台，按照每部平均 0.8 万元维保费用计算，每年维保市场需求约 240 亿元。目前公司维保收入占总收入比重约 15%，毛利率超过 40%，高于电梯主业 30%的毛利率。随着维保业务比重加大，公司未来整体毛利率水平有望上升。

(2)、**出口网络铺完毕，等待发力：**公司在国内市场主要采取直销，海外以经销为主，目前直销比例占到 80%左右。公司在国内外建立起了 220 多个销售服务网点，并在德、澳、新、蒙、秘鲁及摩洛哥等国家设有六家全资子公司和一家参股子公司，全面建成覆盖全球的营销服务网络。随着全球网络完善、欧美经济复苏、发展中国家需求拉动，我们预测未来公司出口业务增速将高于国内增速。

表 1、博林特与竞争对手各项财务指标对比 (wind 一致预期)

	2013 年收入 (亿元)	净利润 (亿元)	近 5 年收入 复合增速	毛利率	净利率	应收账款/ 预收账款	总市值 (亿元)	13 年 PE	13 年 PB
博林特	16.5	1.6	13.6%	32.4%	9.5%	2.16	30.4	14.8	2.31
康力电梯	22.3	2.8	28.2%	31.4%	12.4%	0.36	56.1	16.8	3.48
江南嘉捷	25.2	2.1	17.9%	27.6%	8.6%	1.14	34.1	13.2	2.77

资料来源: wind、国海证券研究所

公司是集团 A 股唯一上市平台。沈阳远大企业集团由沈阳远大铝业集团、沈阳博林特电梯集团、沈阳远大机电集团三大集团公司组成。业务领域涵盖: 建筑幕墙、电梯制造、科技电工、环境工程、工业住宅、工业自动化。目前博林特是集团唯一的 A 股上市平台, 因此我们推测未来与制造业相关的集团业务有望整合到上市公司来。另外, 远大集团旗下还有一个科技园区, 从事高端装备相关研发, 集团的技术支持也是博林特的优势之一。

表 2、沈阳远大企业集团旗下三大集团公司

	上市平台	业务简介
远大铝业集团	远大中国 02789.HK	中国最大的一站式幕墙制造商, 2012 年收入 118 亿元
博林特电梯集团	博林特 002698	2013 年收入 16.5 亿元, 先后中标伦敦希思罗机场、法兰克福航空铁路中心、北京地铁、沈阳地铁的电梯项目。
远大机电集团	/	节能电机、风力发电机组, 用于电站、化工、油田、煤炭、冶金、建材等领域

资料来源: 公司网站、国海证券研究所

除了远大中国和博林特, 远大集团比较重要的业务有: (1)、科技电工业务: 包括电机、风电、电力电子三大主力事业部。远大电机系统致力于在高效节能、提高工业生产率方面为各行业提供高效可靠的系统解决方案。远大电力电子专业生产中低压电气传动产品成套设备, 正在承担国家重大专项子课题、第三代核电 (AP1000) 主冷却剂泵变频器的开发工作。(2)、环境工程业务: 沈阳远大环境工程有限公司主要从事废气净化、废水处理和固体废弃物处理, 产品主要是除尘器、塑烧板。(3)、工业住宅: 沈阳瑞福工业住宅有限公司拥有 10 条生产线, 可年产工业住宅 12000 套。产品包括: 模块住宅、集成别墅、绿色墙板、整体卫浴。(4)、工业自动化: 远大工业自动化公司主要生产机械式立体车库设备。

图 1、沈阳瑞福工业住宅有限公司的工程案例



莱博森住宅工程

委内瑞拉住宅工程

资料来源: 公司网站、国海证券研究所

图 2、远大环境工程有限公司塑烧板除尘器产品

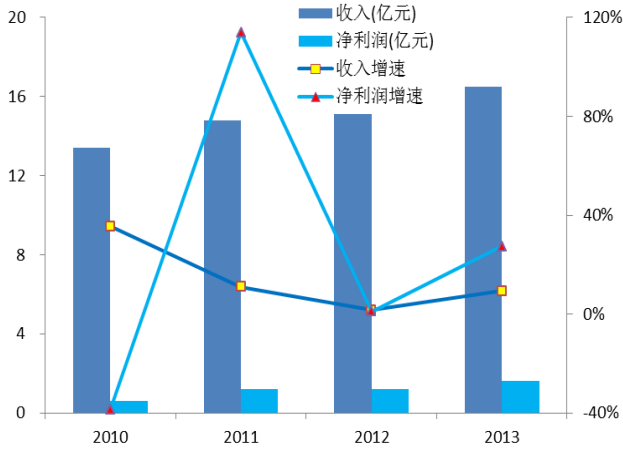


资料来源: 公司网站、国海证券研究所

股权激励方案定的业绩增长目标较高, 未来几年有望保持 20%以上增长: 公司 13 年 12 月公告授予激励对象限制性股票的价格为 4.23 元/股, 共计 983 万股。股权激励行权条件是: 14-16 年业绩同比增速至少 25%、25%、20%。

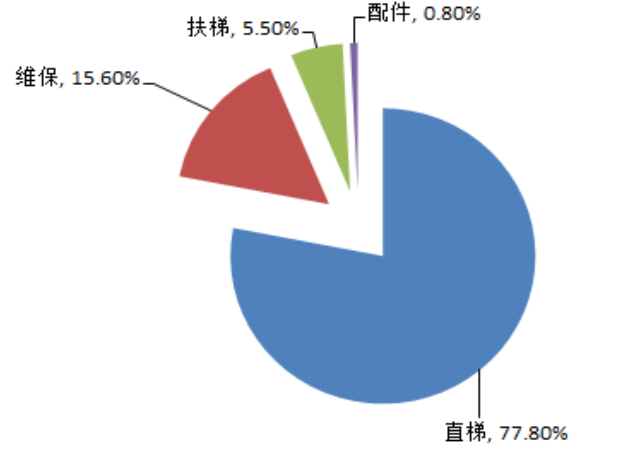
较高的行权条件为后续 3 年业绩增长提供了保障。

图 3、公司历年业绩



资料来源：wind、国海证券研究所

图 4、2013 年中报公司各产品占比



资料来源：wind、国海证券研究所

投资建议：

盈利预测及投资建议：公司目前 30 亿市值，账面现金 3.5 亿元。2014-2015 年 EPS 为 0.50/0.62 元，PE 为 15/13 倍，首次给予“买入”评级。

表 3、博林特盈利预测

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,512	1,652	2,067	2,588
(+/-%)	1.6%	9.2%	25.2%	25.2%
净利润(百万元)	124	158	200	248
(+/-%)	1.0%	27.4%	27.1%	23.6%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.39	0.50	0.62

风险提示：

1. 竞争加剧风险；
2. 毛利率下滑风险。

【分析师承诺】

后立尧，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576898-836	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn