康力电梯

国产电梯龙头，静待转型升级加速

买入 **22%** ⬆

目标价格:人民币 21.00

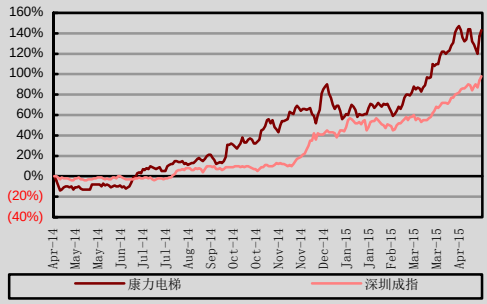
002367.CH

价格:人民币 17.15

目标价格基础: 29 倍 15 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	51.2	11.4	42.6	141.2
相对深证成指	23.2	(6.1)	14.0	41.7

发行股数 (百万)	739
流通股 (%)	62
流通股市值 (人民币 百万)	7,850
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	298
净负债比率 (%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
王友林	48

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2015 年 4 月 22 日收市价为标准

康力电梯是中国电梯行业民族品牌的龙头企业。公司业务涵盖电梯整机、扶梯、零部件和安装维保。截至 2014 年，公司收入、利润规模、毛利率分别达到 28.21 亿、4.04 亿、34.57%，再创新高。公司围绕电梯主业在研发、营销与维保存量市场的持续投入为公司带来了高于行业整体增速，同时面对国内房地产投资景气度下行的压力，公司顺应时局变化，夯实管理基础，强化内控建设，积极探索多元化发展战略，进军服务机器人行业，迈出转型升级第一步。我们判断跨步提升的竞争实力和充足的在手订单保障下，公司 2015 年电梯业务仍将保持高速增长，市占率持续提升。同时超强的造血能力与充沛的在手现金支持公司产业转型升级加速。不考虑进一步外延发展我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.72、0.87、1.05 元，首次给予目标价 21.00 元，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **围绕电梯主业在研发、营销与维保全面投入，将继续为公司带来高于行业整体增速。**我们预计 2015 年房地产投资增速从剧烈下降走向缓步下移，同期电梯行业收入增长约为 13-14%。跨步提升的竞争实力和充足的在手订单保障下，我们认为公司 2015 年电梯业务仍将保持高速增长，市占率持续提升。
- **积极探索多元化发展战略，进军服务机器人行业，迈出转型升级第一步。**2014 年 12 月公司获得康力优蓝 40%的股权。康力优蓝属于服务机器人平台型企业，着重集成软实力，产品具有快速扩张能力。在服务机器人蓝海里，康力优蓝作为公司产业发展平台将获得更多资金与技术支持，实现迅速扩张。
- **公司现金流管理能力尤其优异，强大的造血能力支持业务转型升级。**2014 年公司经营性现金流净额高达 5.63 亿，年末在手现金 8.79 亿，造血能力远强于同行。随着电梯行业进入低速增长同时国产龙头企业提升市占率的阶段，公司在继续加强主业发展的同时具有充足的实力与意愿布局产业转型升级，保障长期发展壮大。我们判断公司未来将有更多更大的转型升级动作。

评级面临的主要风险

- 房地产投资加速下滑；转型不达预期。

估值

- 我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.72、0.87、1.05 元，首次给予目标价 21.00 元，对应市盈率 29 倍，给予***买入***评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币 百万)	2,228	2,821	3,529	4,397	5,464
变动 (%)	22	27	25	25	24
净利润 (人民币 百万)	278	402	528	644	772
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.365	0.545	0.715	0.872	1.045
变动 (%)	48.6	49.3	31.3	21.9	19.8
全面摊薄市盈率(倍)	47.0	31.5	24.0	19.7	16.4
价格/每股现金流量(倍)	39.7	22.5	19.6	16.3	13.7
每股现金流量 (人民币)	0.43	0.76	0.87	1.05	1.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.3	25.0	19.5	15.3	12.1
每股股息 (人民币)	0.131	0.225	0.258	0.314	0.376
股息率(%)	0.8	1.3	1.5	1.8	2.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：专用设备

闵琳佳
(8621) 2032 8512
linjia.min@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080002

杨绍辉
(8621)2032 8569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

张君平
(8610) 6622 9331
junping.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513090004

目录

投资摘要.....3

国产电梯领军者.....4

研发、营销、布局多重强化，订单保障快速增长.....6

服务机器人杨帆起航.....11

现金充沛支持转型升级.....14

研究报告中所提及的有关上市公司.....16

投资摘要

康力电梯是**中国电梯行业民族品牌的龙头企业**。公司专业从事电梯设计、开发、制造、销售、安装和维护等，业务涵盖电梯整机、扶梯、零部件和安装维保。截至 2014 年，公司收入与利润规模分别达到 28.21 亿、4.04 亿，同比增长分别为 27%、45%，综合毛利率达到 34.57%，再创新高。

多年以来，公司围绕电梯主业在研发、营销与业务布局上持续不断的投入，主要体现在：1）**持续加大研发投入促进产品升级；2）不余遗力打造营销网络，大客户战略成效渐显；3）由制造向制造服务升级，大力布局安装维保业务，抢占存量市场。**持续的投入为公司带来了高于行业整体增速，在房地产行业投资增速剧烈下滑的 2014 年仍表现优异。我们预计 2015 年房地产投资增速从剧烈下降走向缓步下移，同期电梯行业收入增长约为 13-14%。跨步提升的竞争实力和充足的在手订单保障下，我们认为公司 2015 年电梯业务仍将保持高速增长，市占率持续提升。

面对国内房地产投资景气度下行的压力，公司顺应时局变化，夯实管理基础，强化内控建设，**积极探索多元化发展战略，进军服务机器人行业，迈出转型升级第一步**。2014 年 12 月公司完成对北京紫光优蓝机器人（已更名为康力优蓝机器人）的增资参股，获得康力优蓝 40%的股权。康力优蓝属于服务机器人平台型企业，着重集成软实力，产品具有快速扩张能力。在服务机器人蓝海里，康力优蓝作为公司产业发展平台将获得更多资金与技术支持，实现迅速扩张。

公司现金流管理能力尤其优异，强大的造血能力支持业务转型升级。2014 年公司经营性现金流净额高达 5.63 亿，年末在手现金 8.79 亿，造血能力远强于同行。随着电梯行业进入低速增长同时国产龙头企业提升市占率的阶段，公司在继续加强主业发展的同时具有充足的实力与意愿布局产业转型升级，保障长期发展壮大。参股紫光优蓝只是一次小尝试，我们有理由相信公司未来将有更多更大的转型升级动作。

盈利预测与估值

依据对行业发展趋势与结构的判断，结合公司订单状况，不考虑进一步外延发展我们预计公司 2015-17 年收入达到 35、44、55 亿，归属于母公司净利润 5.28、6.44、7.72 亿，对应每股收益分别为 0.72、0.87、1.05 元。公司目前估值略低于同业平均，考虑公司国产电梯的龙头地位及未来可能的外延，我们认为应给予一定溢价。我们给予公司 2015 年 29 倍目标市盈率，对应目标价 21.00 元，首次给予***买入***评级。

图表 1. 同业比较

	股票名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益(元) 2014	2015E	2016E	市盈率(倍) 2014	2015E	2016E
601313.CH	江南嘉捷	65	16.29	0.58	0.70	0.88	27.9	23.2	18.5
002689.CH	博林特	93	17.33	0.35	0.47	0.61	48.8	37.0	28.5
600894.CH	广日股份	206	23.90	0.78	0.96	1.17	20.8	24.8	20.5
600835.CH	上海机电	316	34.02	0.84	1.85	1.85	40.6	18.4	18.4
平均估值							34.5	25.8	21.5
002367.CH	**康力电梯**	127	17.15	0.55	0.72	0.87	31.5	24.0	19.7

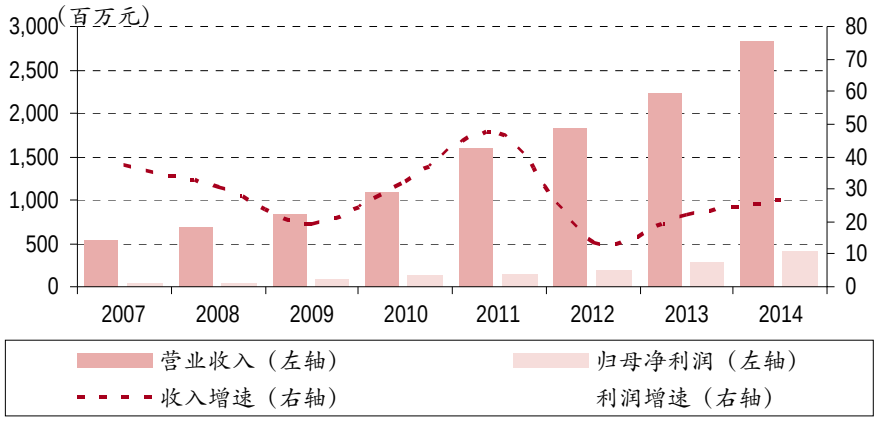
资料来源：万得，中银国际研究

**以 2015 年 4 月 22 日收盘价为准*

国产电梯领军者

康力电梯专业从事电梯设计、开发、制造、销售、安装和维护等。自成立以来公司一直致力于发展电梯相关的主营业务，业务涵盖电梯整机、扶梯、零部件和安装维保，经过多年努力，公司已经成为中国电梯行业民族品牌的龙头企业。截至 2014 年，公司收入与利润规模分别达到 28.21 亿、4.04 亿，同比增长分别为 27%、45%，再创新高。

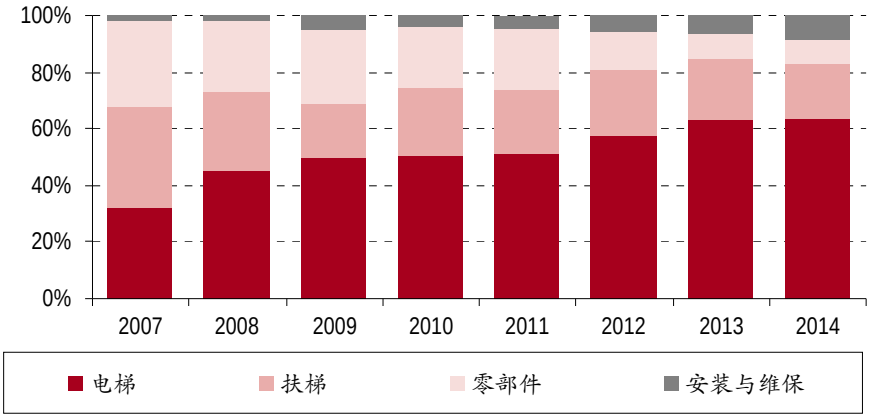
图表 2. 收入与利润规模持续扩大



资料来源：公司公告、中银国际研究

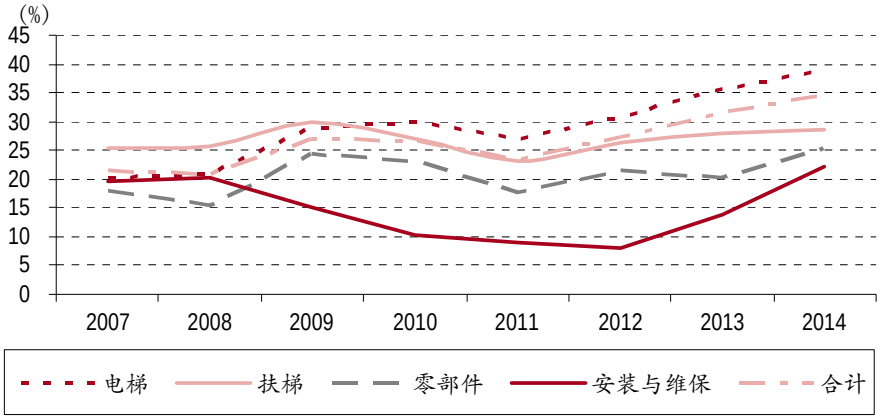
产品和产品结构同时升级，盈利能力节节攀升。一方面，公司业务从零部件向扶梯、最终向电梯的升级过程中，高毛利率的电梯收入占总收入的比例从 2007 年 31.9%上升至 2014 年的 62.3%。另一方面，随着产品与客户的升级，公司在电梯行业地位和市场占有率的不断提升。在原材料成本持续下降的同时公司产品定价权提升，核心产品电梯毛利率从 2007 年的 20.1%提升至 2014 年的 39%。同期，公司综合毛利率已从 21.4%上升至 34.6%，盈利能力大大增强。

图表 3. 电梯收入占比逐步提升



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 4. 电梯毛利率不断提升



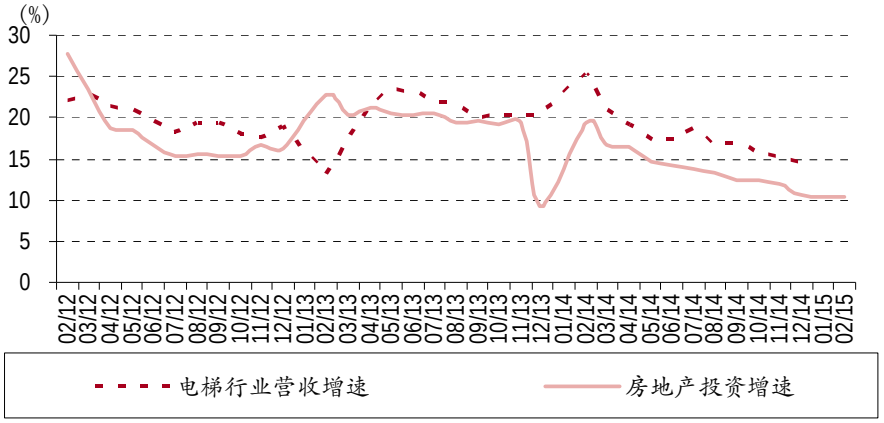
资料来源：公司公告、中银国际研究

研发、营销、布局多重强化，订单保障快速增长

房地产投资增速从剧烈下降走向缓步下移，我们预计 2015 年电梯行业收入增长约为 13-14%

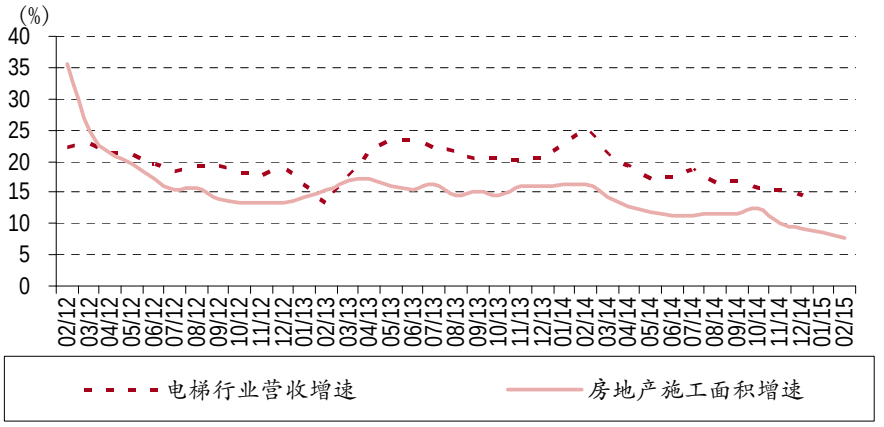
房地产是电梯行业的核心下游，随着房地产行业投资增速、施工面积增速的双重下滑，电梯行业景气度同步下降。2014 年房地产投资增速、施工面积增速分别为 10.5%、9.2%，分别较 2013 年下降 9.3 个百分点和 6.9 个百分点。与此同步，2014 年电梯行业企业（包含电梯、自动扶梯及升降机制造）主营业务收入达到 2,641 亿，同比增长 14.45%，较 2013 年 20.59%的增速下降 6.14 个百分点。随着房地产政策的不断放松，中银国际证券房地产行业测算预计 2015 年房地产投资增速为 9.2%，将从剧烈下滑走向缓步下移。据此，我们预计 2015 年电梯行业收入增长约为 13-14%，较 2014 年稳中略降。

图表 5. 电梯行业收入增速随房地产投资完成额增速走低而下降



资料来源：统计局、中银国际研究

图表 6. 电梯行业收入增速随房地产施工面积增速走低而下降



资料来源：统计局、中银国际研究

面对国内房地产投资景气度下行的压力，公司顺应时局变化，夯实管理基础，强化内控建设，积极探索多元化发展战略。在房地产投资增速剧烈下滑的 2014 年，公司围绕电梯主业在研发、营销与业务布局上持续不断的投入为公司带来 26.62%的收入增长，高于行业整体增速和其他上市品牌。2014 年末公司在手订单达到 35.8 亿元，同比大幅增长 31%，远高于我们对 2015 年行业整体增速的预期，且再次超越市场预期。**跨步提升的竞争实力和充足的在手订单保障下，我们认为公司 2015 年电梯业务仍将保持高速增长，市占率持续提升。**

图表 7. 国内主要企业电梯相关业务收入对比

		2012	2013	2014
	收入(亿元)	142.26	169.52	189.96
日立电梯	增速(%)	-	*19.16*	*12.06*
	市占率(%)	*8.05*	*7.45*	*7.19*
	收入(亿元)	126.28	162.29	171.23
上海机电	增速(%)	*11.87*	*28.52*	*5.51*
	市占率(%)	*7.15*	*7.13*	*6.48*
	收入(亿元)	18.23	22.28	28.21
康力电梯	增速(%)	*13.72*	*22.22*	*26.62*
	市占率(%)	*1.03*	*0.98*	*1.07*
	收入(亿元)	19.71	23.99	27.17
江南嘉捷	增速(%)	*19.89*	*21.71*	*13.26*
	市占率(%)	*1.12*	*1.05*	*1.03*
	收入(亿元)	14.86	16.46	19.39
博林特	增速(%)	*10.57*	*10.77*	*17.80*
	市占率(%)	*0.84*	*0.72*	*0.73*
	收入(亿元)	27.03	30.8	33.44
广日股份	增速(%)	-	*13.95*	*8.57*
	市占率(%)	*1.53*	*1.35*	*1.27*
全行业	收入(亿元)	1766.72	2276.13	2641.06
	增速(%)		*28.83*	*16.03*

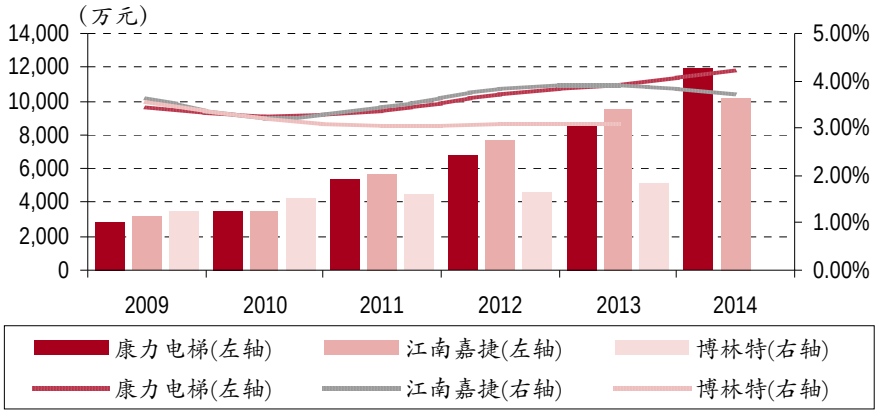
资料来源：公司公告，统计局，中银国际研究

持续加大研发投入促进产品升级

公司自成立以来，长期致力于自主研发、自主创新，发展具有自主知识产权的核心技术，研发高端产品，走在了国产电梯行业的前沿。2014 年公司研发支出已达到 1.19 亿，占公司营业收入比例首次突破四个百分点达到 4.22%，2009-2014 年公司研发费用复合增长率达到 33.22%。从研发费用绝对额度、占营业收入的比重和复合增速三个角度比较，公司较其他国产电梯品牌都更为突出，充分展现出公司对产品研发、技术升级的重视。

产品的持续升级和核心零部件自制率的提高不断提升了公司电梯的竞争力。通过持续加大研发投入，公司 2014 年度 8m/s 超高速电梯已经研发成功，并通过了国家电梯检测中心的检验，获得了国家质检总局的生产许可证；提升高度 30m 重载交通型扶梯产品已经投入使用，并且在大高度自动扶梯、节能智能及拽引机、变频控制等核心零部件持续发力。

图表 8. 国产电梯厂商研发费用及其占营收比例



资料来源：公司公告、中银国际研究

不余遗力打造营销网络，大客户战略成效渐显

我们认为随着产品升级，公司销售策略经历了“经销代理商——分公司直销网——总部大客户战略”三阶段。目前三类销售模式互相支持形成较为成熟完善的营销网络，公司对销售端控制力显著加强。

快速扩张分公司销售服务网点。2010 年 9 月 20 日，公司第一届董事会第十四次会议审议通过了《关于使用部分超募资金用于营销服务网络建设项目的议案》，为了提高超募资金的使用效率，公司计划使用 14,562.00 万元超募资金，于 2010 年 9 月-2013 年 12 月在全国范围内成立 30 个分公司。截至 2014 年末，公司已在全国范围内设立 32 家分公司，其中 22 家拥有安装维保资质，基本完成本轮直销网络建设。

大客户、战略客户开发不断取得成效。2012 年起公司开始着重大客户的开发工作，到 2014 年在不断加深与万达集团、荣盛发展、世纪金源、中海等客户的合作关系的同时，又逐步与宝能、碧桂园等大客户建立友好紧密的合作关系，并中标了苏州市轨道交通 4 号线及支线工程扶梯项目、长沙市轨道交通 1 号线一期工程电梯、自动扶梯及轮椅牵引机设备采购及安装项目等重大项目。大客户有助于公司订单的稳定性，为公司提供长期业绩保障，也从侧面验证了公司优异的产品与服务，提升公司品牌价值。

图表 9. 国内主要企业电梯相关业务收入对比

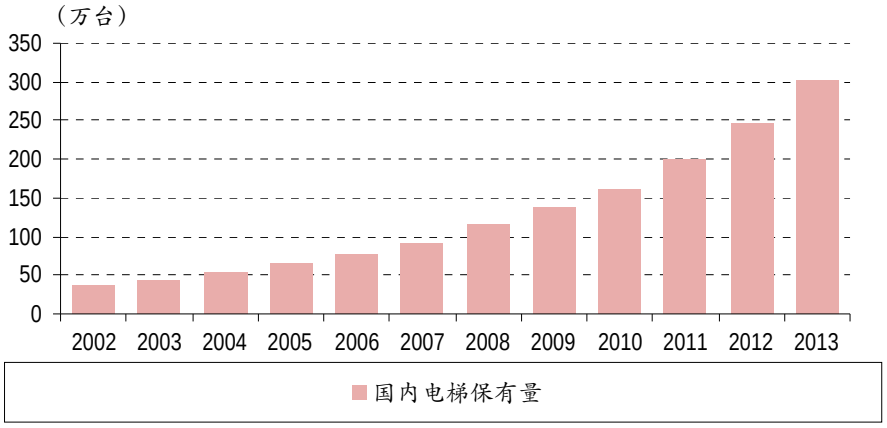
	分公司数量	拥有安装维保资质的分公司数量	营销服务人员数	营销服务人员占比(%)
2010	7	-	399	41.39
2011	18	11	601	46.27
2012	22	13	791	30.79
2013	26	19	942	29.78
2014	32	22	1,208	30.56

资料来源：公司公告，统计局，中银国际研究

由制造向制造服务升级，大力布局安装维保业务，抢占存量市场

电梯存量市场是下一个规范整合领域。随着电梯销量的快速增长，我国电梯存量到 2013 年即已达到金 301 万台，形成巨大的维保市场。同时，自 2014 年 1 月 1 日起，《特种设备安全法》开始实施，明确规定电梯的安装、改造、修理、必须由电梯制造单位或其委托的依照该法取得相应许可的单位进行。此项法规的进行有利于加大电梯整机制造企业对维保市场的控制力，提高原厂维保率。

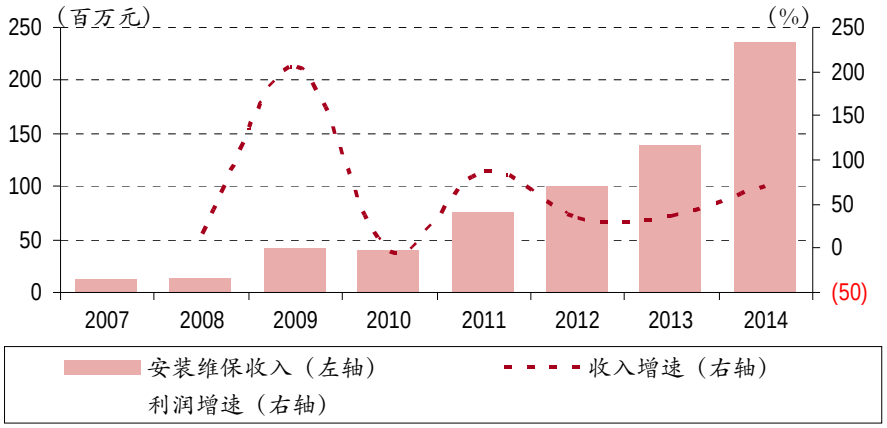
图表 10. 国内电梯存量服务市场巨大



资料来源：中国电梯行业协会、中银国际研究

维保收入迅猛增长，维保投入将持续加大。公司截至 2014 年末已有 22 家分公司取得安装维保资质，同年安装维保收入达到 2.37 亿，同比增长 71.17%，远高于公司总营业收入的增速。我们预计在维保领域的投入将持续加大，而随着公司已有存量电梯的沉淀，未来维保业务有望保持高速增长，加强公司制造服务综合能力，稳定公司收入增长。

图表 11. 康力电梯安装维保服务收入与增速

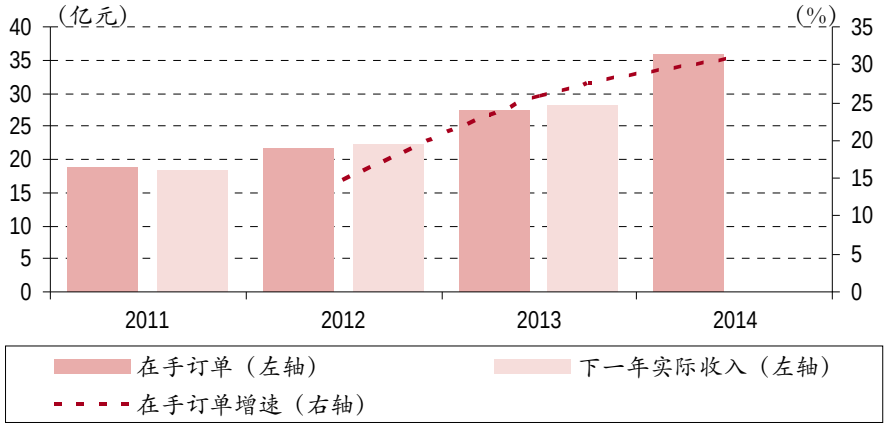


资料来源：公司公告、中银国际研究

在手订单再超预期，快速增长确定性高

公司作为典型的订单驱动型企业，订单情况能够作为领先指标对公司收入进行相对准确的预测。在过去年份中，公司年末正在执行中的有效订单与来年实际收入保持高度一致。2014 年末公司正在执行的有效订单额 35.8 亿，同比增长 31.04%，我们有理由相信 2015 年公司业绩仍将保持高增长。

图表 12. 公司年末正在执行中的有效订单（在手订单）保持高速增长



资料来源：公司公告、中银国际研究

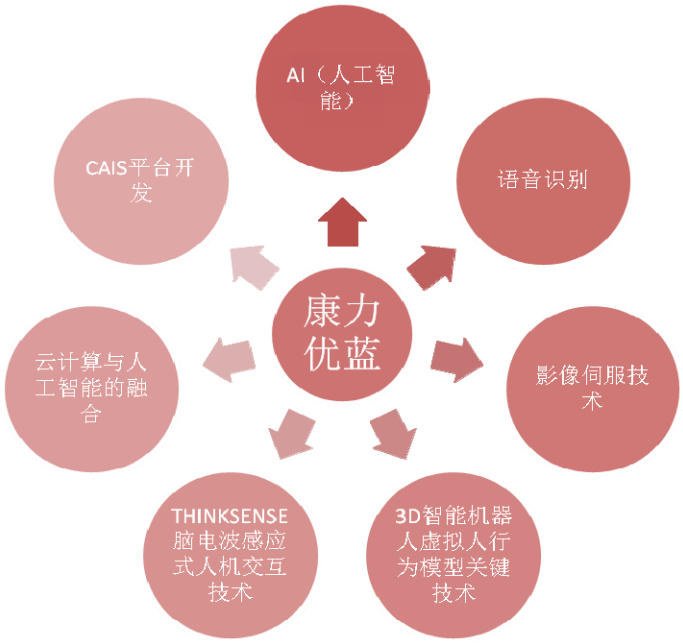
服务机器人杨帆起航

增资参股紫光优蓝进入服务机器人领域

2014 年 12 月公司完成对北京紫光优蓝机器人技术有限公司（已更名为康力优蓝机器人科技有限公司）的增资参股，公司出资 5,330 元获得紫光优蓝 40%的股权。紫光优蓝业绩承诺在 2015 年实现的净利润不少于 800 万元，2016 年实现的净利润不少于 3,000 万元。

康力优蓝：服务机器人平台型企业，着重集成软实力。康力优蓝是国内领先的家用智能机器人研发销售企业，致力于民用智能机器人产品的研发及营销拓展，公司的核心技术与管理团队 2006 年进入家用智能机器人研发领域，并与中国科学院、北京科技大学等国内外顶级科研机构形成战略合作，在 AI（人工智能）、语音识别、智能感应、交互式软件等各方面都是行业的专家。

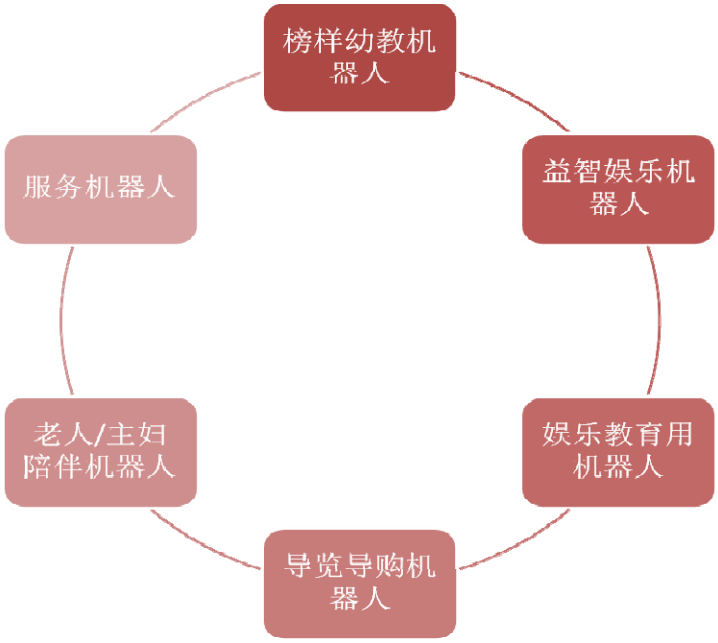
图表 13.依托集成软实力打造服务机器人平台型企业



资料来源：紫光优蓝官方网站、中银国际研究

2011 年 6 月紫光优蓝推出全球首款智能家庭亲子机器人，凭借独具匠心的创意设计获得多项机器人科技专利。目前销售的产品有爱乐优家庭亲子机器人（U03），正在研发 U05 型导购导览机器人，未来将以快速集成软实力为核心加大研发，全面覆盖民用型机器人产品。

图表 14.依托集成软实力打造服务机器人平台型企业

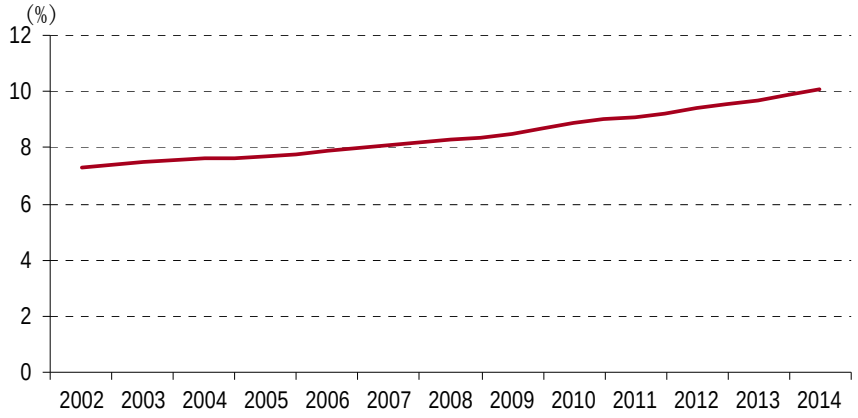


资料来源：紫光优蓝官方网站、中银国际研究

服务机器人——下一个大市场

服务机器人应用范围广阔，主要包括专业领域机器人和家庭/个人服务机器人。与工业机器人相比，服务机器人可应用领域更广，可标准化能力更强，下游需求更为强劲。人口老龄化、经济水平的提高、科学技术的发展从需求、支付能力和供给能力多角度支持行业发展。

图表 15.人口老龄化带来家庭服务机器人巨大需求



资料来源：国家统计局、中银国际研究

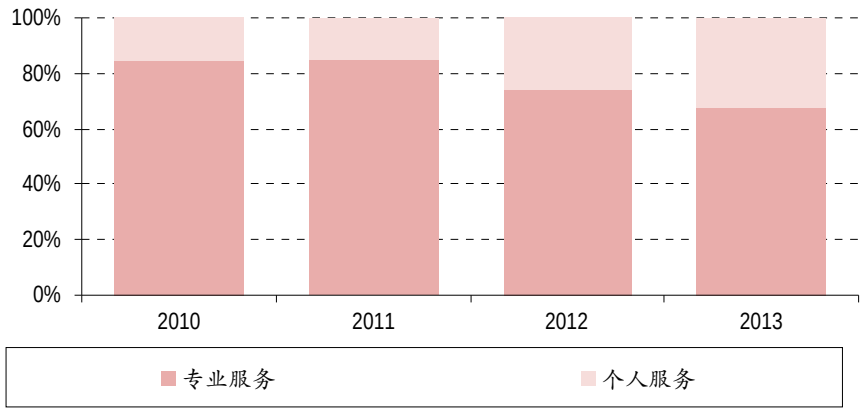
图表 16. 服务机器人核心技术发展迅猛

传感技术	从自然信源获取信息，并对之进行处理（变换）和识别。它涉及传感器、信息处理和识别的规划设计、开发、制/建造、测试、应用及评价改进等活动
人工智能	研究、开发用于模拟、延伸和扩展人的智能的理论、方法、技术及应用系统。人工智能是计算机科学的一个分支，它企图了解智能的实质，并生产出一种新的能以人类智能相似的方式做出反应的智能机器

资料来源：公司公告，统计局，中银国际研究

服务机器人市场整体保持快速增长态势。根据 IFR 统计，2013 年专业服务机器人销量达到 2.1 万台，销售额达到 35.7 亿美金，同期家庭/个人服务机器人销量达到 400 万台，较 2012 年同比上升 28%，销售额达到 17 亿美元。

图表 17.服务机器人市场快速增长



资料来源：IFR、中银国际研究

现金充沛支持转型升级

电梯整机作为机电一体化专用设备的典型代表，具有相对较高的技术与安全性门槛，而其占下游客户资金比例小，因而行业回款能力强。同时，行业上游多为通用零部件供应商，竞争激烈。宽进严出下，电梯行业现金流状况良好，在宏观经济整体疲软的大背景下尤为难能可贵。

康力电梯现金流管理尤其优异。2014 年，公司实现经营现金流净额 5.63 亿，连续三年高速增长（2012-14 年复合增长率 49%），创造的经营现金流是收入规模相当的江南嘉捷的两倍。同年，公司销售产品、提供劳务获得现金流/营业收入，经营现金流净额/归母净利润两大收益质量指标均超越同业竞争者，且较往年再创新高。

强大的造血能力支持业务转型升级。在强劲的现金流创造力和超募资金的支撑下，公司顺利完成了过去几年产能扩张与销售渠道的建设。截至 2014 年末公司在手现金（包含银行理财产品）共计 8.79 亿元，在国产电梯企业中处于较高水平。**随着电梯行业进入低速增长同时国产龙头企业提升市占率的阶段，公司在继续加强主业发展的同时具有充足的实力与意愿布局产业升级，保障长期发展壮大。**参股紫光优蓝只是一次小尝试，我们有理由相信公司未来将有更多更大的转型升级动作。

图表 18. 电梯业务实属具有成长性的现金牛，康力电梯现金管理能力尤其优异

	在手现金(含银行理财)	经营现金流净额(亿元)			销售产品、提供劳务获得的现金流/营业收入(%)			经营现金流净额/归母净利润(%)		
	2014/12/31	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
康力电梯	8.79	2.53	3.29	5.63	110.43	115.03	110.48	135.47	118.27	139.81
江南嘉捷	9.58	2.11	2.23	2.77	111.56	105.48	102.57	145.28	123.65	118.46
博林特	5.42	1.68	1.76	1.92	93.28	101.70	90.65	136.04	112.19	101.41

资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,228	2,821	3,529	4,397	5,464
销售成本	(1,528)	(1,846)	(2,327)	(2,903)	(3,611)
经营费用	(339)	(480)	(577)	(727)	(926)
息税折旧前利润	361	495	624	767	926
折旧及摊销	(51)	(63)	(65)	(71)	(78)
经营利润 (息税前利润)	310	432	560	696	849
净利息收入/(费用)	18	4	4	4	4
其他收益/(损失)	(3)	25	42	38	33
税前利润	324	461	605	738	885
所得税	(47)	(56)	(74)	(90)	(108)
少数股东权益	0	(2)	(3)	(4)	(6)
净利润	278	402	528	644	772
核心净利润	280	402	512	628	756
每股收益(人民币)	0.365	0.545	0.715	0.872	1.045
核心每股收益(人民币)	0.368	0.544	0.693	0.851	1.024
每股股息(人民币)	0.131	0.225	0.258	0.314	0.376
收入增长(%)	22	27	25	25	24
息税前利润增长(%)	56	40	30	24	22
息税折旧前利润增长(%)	52	37	26	23	21
每股收益增长(%)	49	49	31	22	20
核心每股收益增长(%)	51	48	28	23	20

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	324	461	605	738	885
折旧与摊销	51	63	65	71	78
净利息费用	(18)	(4)	(4)	(4)	(4)
运营资本变动	(7)	102	62	66	72
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(22)	(59)	(82)	(95)	(107)
经营活动产生的现金流	329	563	646	776	924
购买固定资产净值	(266)	(266)	(150)	(150)	(150)
投资减少/增加	(5)	8	0	0	0
其他投资现金流	(203)	(526)	(114)	20	15
投资活动产生的现金流	(475)	(783)	(264)	(130)	(135)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(4)	0	0	0	0
支付股息	(95)	(111)	(185)	(211)	(258)
其他融资现金流	(111)	(6)	4	4	4
融资活动产生的现金流	(210)	(116)	(181)	(207)	(254)
现金变动	(356)	(337)	202	439	535
期初现金	997	639	302	503	942
公司自由现金流	(163)	(227)	382	646	789
权益自由现金流	(149)	(223)	386	650	793

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	639	302	503	942	1,477
应收帐款	291	328	425	548	704
库存	694	760	958	1,195	1,486
其他流动资产	456	891	957	1,036	1,134
流动资产总计	2,080	2,281	2,843	3,720	4,802
固定资产	665	948	980	1,006	1,025
无形资产	199	238	276	314	352
其他长期资产	18	281	418	418	418
长期资产总计	896	1,498	1,705	1,769	1,826
总资产	2,977	3,778	4,548	5,489	6,627
应付帐款	1,083	1,497	1,879	2,343	2,913
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	95	138	178	219	266
流动负债总计	1,178	1,634	2,057	2,562	3,180
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	90	90	90	90
股本	381	739	739	739	739
储备	1,344	1,289	1,632	2,065	2,579
股东权益	1,725	2,027	2,371	2,804	3,318
少数股东权益	24	26	30	34	40
总负债及权益	2,977	3,778	4,548	5,489	6,627
每股帐面价值(人民币)	2.27	2.74	3.21	3.8	4.49
每股有形资产(人民币)	4.01	2.42	2.84	3.37	4.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.68)	(0.41)	(0.68)	(1.28)	(2.00)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	16.2	17.6	17.7	17.4	17.0
息税前利润率(%)	13.9	15.3	15.9	15.8	15.5
税前利润率(%)	14.6	16.3	17.2	16.8	16.2
净利率(%)	12.5	14.3	15.0	14.6	14.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.4	1.4	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率 (倍)	47.0	31.5	24.0	19.7	16.4
核心业务市盈率 (倍)	46.6	31.5	24.7	20.2	16.8
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	57.0	38.6	30.3	24.7	20.5
市净率 (倍)	7.6	6.3	5.3	4.5	3.8
价格/现金流 (倍)	39.7	22.5	19.6	16.3	13.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.3	25.0	19.5	15.3	12.1
周转率					
存货周转天数	147.2	143.7	134.7	135.3	135.5
应收帐款周转天数	42.5	40.1	39.0	40.4	41.8
应付帐款周转天数	161.3	166.9	174.6	175.2	175.6
回报率					
股息支付率(%)	39.9	45.9	40.0	40.0	40.0
净资产收益率 (%)	16.5	21.5	24.0	24.9	25.2
资产收益率 (%)	9.4	11.2	11.8	12.2	12.3
已运用资本收益率(%)	18.3	22.7	25.1	26.6	27.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

江南嘉捷 (601313.CH/人民币 16.29, 未有评级)

博林特 (002689.CH/人民币 17.33,未有评级)

广日股份 (600894.CH/人民币 23.90, 未有评级)

上海机电 (600835.CH/人民币 34.02, 未有评级)

以 2015 年 4 月 22 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371