

民族品牌电梯龙头拓展机器人、环保业务，将持续受益于沈阳远大集团

投资要点：

- **电梯行业：“大行业，小公司”，民族品牌龙头业绩增速约20%**
2014年中国电梯行业规模达2641亿元，增长16%；利润总额274亿元，增长19%。外资品牌占70%份额。“大行业小公司”，民族品牌3大龙头市占率均不到3%；进口（外资品牌）替代、市占率提升空间大。
市场通常高估房地产增速下滑对电梯行业负面影响，低估民族品牌电梯龙头企业的成长性。电梯配置密度提高、更新需求、出口、维保服务等驱动增长，未来3年国内电梯销量将维持5-10%增长，考虑价格提升和结构改善，收入增速仍可能接近10%，民族品牌龙头企业业绩增速接近20%。
- **博林特：“大集团、小公司”，受益东北振兴，远大集团实力雄厚**
上市公司主营电梯，2014年收入20亿元，其中电梯占比79%。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，2013年远大集团收入超200亿元；正在培育机器人、环保、农业等新产业。
- **电梯主业：40亿订单保增长，受益一带一路，维保/出口优势明显**
2014年末公司在手订单约40亿元，我们认为未来3年公司主业将保持20%以上业绩增长。公司核心零部件自制，全产业链优势明显；直销模式业内领先，维保业务收入占比达20%，出口收入占比曾超过25%。
- **进军环保、机器人领域，未来将持续受益沈阳远大集团**
公司拟增发、收购大股东智能磨削机器人和环保业务。沈阳远大集团拥有高端制造业、精准农业、科技环保产业、科技产业等产业；其AP1000/CAP1400核主泵变频器（核电设备）、精准农业、智能滴灌技术具有较好的市场前景。公司为沈阳远大集团目前唯一A股资本运作平台。
- **中国制造2025、工业4.0、军工、环保、东北振兴多重主题，推荐！**
公司未来可能具中国制造2025、工业4.0、环保、军工、核电、一带一路、东北振兴等多重主题，估值具提升空间。不考虑增发，预计公司15-17年业绩复合增速超20%，EPS为0.45/0.55/0.69元，PE为41/33/26倍。
- **风险提示：电梯安全事故、地产政策风险**

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,652.46	1,957.99	2,261	2,628	3,112
营业收入增长率	9.28%	18.49%	15%	16%	18%
净利润（百万元）	156.66	189.69	237	290	360
净利润增长率	26.53%	21.08%	25%	23%	24%
EPS（元）（摊薄）	0.30	0.36	0.45	0.55	0.69
ROE（摊薄）	11.92%	13.67%	16.16%	18.41%	20.95%
P/E	60	51	41	33	26
P/B	7.2	6.8	6.5	6.0	5.5

博林特（002689.SZ）

推荐 维持评级

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业首席分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

特此鸣谢

李辰

☎：(8610) 6656 8865

管浩阳

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2015.5.15

A股收盘价(元)	18.12
A股一年内最高价(元)	19.57
A股一年内最低价(元)	5.43
上证指数	4308.69
市净率	7.02
总股本（亿股）	5.35
实际流通A股（亿股）	1.71
流通A股市值(亿元)	30.99

相关研究

深度报告：《博林特（002689）：受益新型城镇化，民族品牌电梯龙头将驶入快速增长轨道》
2013-7-18

深度报告：《电梯行业国际比较：进口替代+维保+出口+转型，民族品牌龙头潜力巨大》
2015-4-21

深度报告：《江南嘉捷：稳健成长的民族品牌电梯龙头；物联网等转型升级促持续增长》
2015-3-16

《博林特：投资1亿元设立机器人子公司；民营电梯龙头将加快转型升级》
2015-3-16

《博林特：业绩符合预期；民营电梯龙头拟收购大股东智能机器人和环保资产》
2015-2-28

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，龙头业绩增速约 20%。中国已成全球最大电梯生产和消费市场。2014 年中国电梯行业规模达 2641 亿元，增长 16%；利润总额 274 亿元，增长 19%。中国电梯市场外资品牌占 70% 份额。民族品牌最大龙头康力电梯市占率不到 3%。“大行业小公司”，民族品牌电梯龙头进口（外资品牌）替代、市占率提升空间大。

电梯配置密度提高、更新需求、出口、维保服务等驱动增长，未来 3 年国内电梯销量将维持 5-10% 增长，考虑价格提升和结构改善，收入增速仍可能接近 10%，民族龙头业绩增速接近 20%。

2、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。2015 年公司将继续完善国内外市场布局，考虑在海外成熟区域尝试建立电梯生产厂和物流型工厂，在国内市场进一步加强安装、维保布局。

3、进军机器人、环保设备领域，将转型高端智能装备。公司年初公告拟定增不超过 5.43 亿元，其中 1.85 亿元收购远大环境 100% 股权，1.03 亿元购买“智能磨削机器人系列技术”，2000 万元增资远大环境，9535 万元建设“智能磨削机器人系统建设项目”。公司 3 月公告出资 1 亿元设立机器人子公司，有助于未来整合大股东智能机器人资产，提升公司智能装备知名度，公司将完成高端智能装备公司的转型。

我们与市场不同的观点：

1、公司智能装备、环保业务有望超预期。2014 年末公司在手订单超 40 亿元保障主业稳健增长。根据公司股权激励要求，如果顺利完成，则 2015-2016 年业绩将需要保持较快增长。公司智能磨削机器人、环保业务成长性良好，其发展进展有望超预期。

2、沈阳远大集团实力雄厚，公司未来或受益于集团资本运作。公司实际控制人所控制的沈阳远大企业集团实力雄厚，拥有高端制造业、精准农业、科技环保产业、科技产业等产业。在远大集团的业务板块中，我们认为其 AP1000/CAP1400 核主泵变频器（核电设备）、精准农业、智能滴灌技术具有较好的市场前景，公司未来可能充分受益于集团资本运作。

公司估值与投资建议：

预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.45/0.55/0.69 元，对应 PE 为 41/33/26 倍。公司作为沈阳远大集团目前唯一的 A 股资本运作平台，未来可能具备“中国制造 2025”、工业 4.0（智能机器人）、环保、军工、核电、东北振兴、一带一路等多重主题，业绩、估值具备提升空间。维持“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）；机器人及环保产业获突破。

主要风险因素：

地产政策风险、电梯安全事故。

目 录

一、民族品牌电梯龙头，沈阳远大集团实力雄厚	1
（一）民族品牌电梯龙头，电梯整机业务占比 79%	1
（二）典型民营企业，背靠沈阳民企龙头沈阳远大集团	1
（三）股权激励计划实施，公司业绩快速增长	3
（四）进军机器人和环保领域，民营电梯龙头将转型高端智能装备.....	4
二、电梯行业：受益新型城镇化，民族企业快速成长	6
（一）国内电梯行业规模超 2600 亿，未来 3 年保持 10%左右增长	6
（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	7
（三）民族品牌性价比优势渐现，龙头企业业绩年均增速约 20%	9
（四）行业驱动：电梯配置密度提升，新型城镇化拉动需求增长.....	9
（五）行业现金流充足，转型条件成熟	14
三、公司电梯主业：40 亿订单保增长，维保、出口将突破	15
（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.....	15
（二）核心零部件自制，研发生产能力强大，全产业链优势明显.....	16
（三）与远大集团协同效应优势明显，海外业务有望获突破	16
四、拓展机器人、环保业务；未来持续受益沈阳远大集团	18
（一）工业机器人行业呈现井喷式发展，全球总销量达 22.5 万台.....	18
（二）环保行业前景广阔，国家政策支持力度不断加大	18
（三）民族品牌电梯龙头转型升级，打造“一体两翼”战略	21
（四）沈阳远大集团实力雄厚，公司未来将持续受益	24
五、盈利预测：未来 3 年业绩将保持快速增长	28
（一）预计 2015-2017 年公司收入和毛利率稳步提升	28
（二）2015-2017 年净利润复合增长率接近 20%.....	29
附录：公司 3 张表预测	30
插图目录	32
表格目录	34

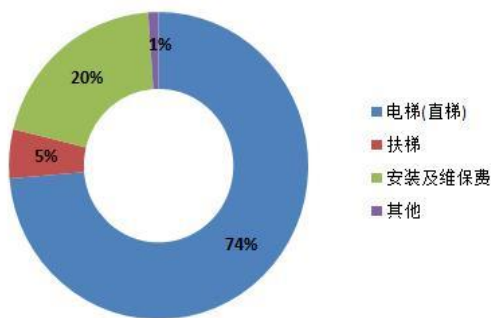
一、民族品牌电梯龙头，沈阳远大集团实力雄厚

(一) 民族品牌电梯龙头，电梯整机业务占比 79%

公司主营电梯产品,2014 年电梯整机业务收入占比在 79%左右,电梯维保业务收入占 20%左右,维保业务收入占比进一步提升,收入结构更加合理。公司近两年综合毛利率在 33%以上,其中 2014 年电梯毛利率在 35%左右。

2014 年公司收入达 20 亿元,增速为 19%,净利润增速超过 21%,均处于行业领先水平。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超越行业水平持续提升。

图 1: 2014 年公司电梯整机业务收入占比 79%, 维保占 20%



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 33%以上



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 3: 近年来公司收入增速不断提速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 近两年公司业绩保持超过 20%的较高增速



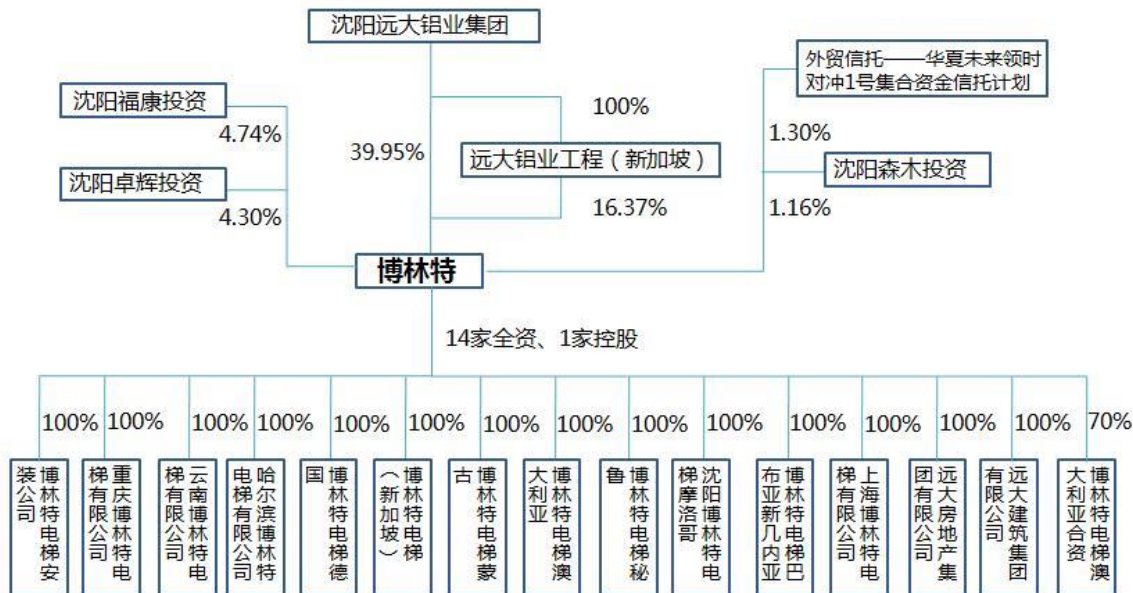
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 典型民营企业，背靠沈阳民企龙头沈阳远大集团

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，2012 年沈阳远大企业集团收入 202 亿元，利润 6.04 亿元；2013 年远大集团以营业收入 208 亿元位居沈阳民营企业榜首，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，2013 年销售收入达 208 亿元



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

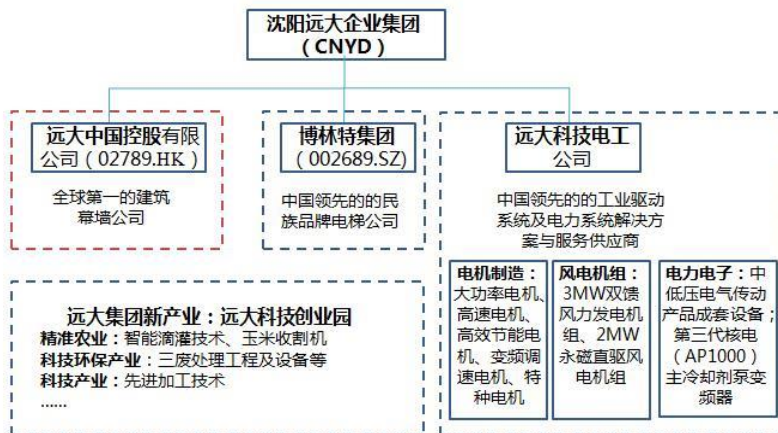
远大集团实力雄厚，下辖远大中国（02789.HK）、博林特电梯（002689.SZ）、远大科技电工三大旗舰公司。2014 年远大中国（02789.HK）销售收入 100.39 亿元，主营建筑幕墙，是远大集团最大的业务板块。博林特是仅次于远大中国的业务板块。

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，精准农业、科技环保产业、科技产业等业务，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。

在远大集团的业务板块中，我们认为其 AP1000/CAP1400 核主泵变频器（核电设备）、精准农业、智能滴灌技术具有较好的市场前景（详情请见第四章）。

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：公司公告，中国银河证券研究部

(三) 股权激励计划实施，公司业绩快速增长

2015 年 2 月底，公司完成限制性股票首次授予，最终授予股票 1094.6 万股，价格为 3.02 元/股，激励对象为中高层管理人员和核心技术(业务)人员共 147 人。

根据公司发布股权激励计划草案，结合三次解锁条件及 2014 年公司扣非净利增长 46.06%，可推断出若股权激励顺利完成，公司业绩未来两年业绩需保持较快增长。

表 1：股权激励如果顺利完成，则 2015-2016 年业绩将需要保持较快增长

解锁条件	
第一个解锁期	2014 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润较 2013 年增长率不低于 25%，且 2013 年度扣除非经常性损益后全面摊薄的净资产收益率不低于 9%。
第二个解锁期	2015 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润较 2013 年增长率不低于 50%，且 2015 年度扣除非经常性损益后全面摊薄的净资产收益率不低于 10%。
第三个解锁期	2016 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润较 2013 年增长率不低于 80%，且 2016 年度扣除非经常性损益后全面摊薄的净资产收益率不低于 11%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（四）进军机器人和环保领域，民营电梯龙头将转型高端智能装备

（1）拟增发、收购大股东智能机器人和环保资产

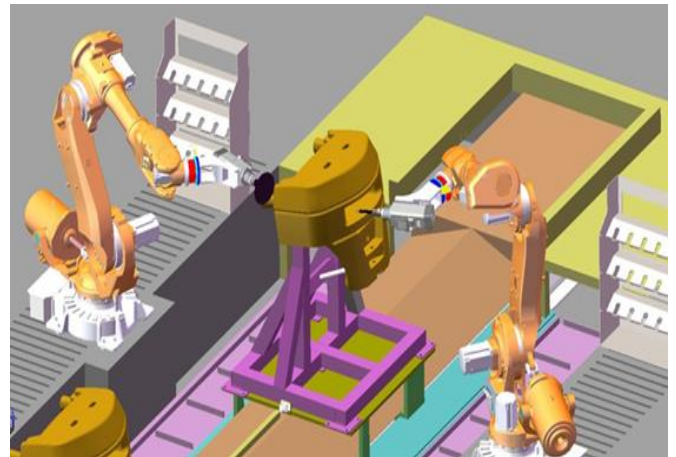
2014年12月，公司发布公告，拟定增不超过5.43亿元；其中1.85亿元收购远大环境100%股权，1.03亿元购买“智能磨削机器人系列技术”；2000万元增资远大环境，9535万元建设“智能磨削机器人系统建设项目”；1.3亿元补充流动资金。大股东承诺以远大环境股权参与认购占本次定增总数的10-20%。

图 8：沈阳远大企业集团智能磨削机器人



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

图 9：沈阳远大企业集团智能磨削机器人



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

图 10：沈阳远大企业集团环保业务



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

图 11：沈阳远大企业集团环保业务



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

智能磨削机器人可用于船用推进器（不排除军用）、铸铁件、铝合金轮毂等领域，主要功能包括抛光、打磨、去毛刺等，可以有效代替人工，大幅提升打磨的精度和速度。公司预计本项目达产后，公司的机器人销量最终将达到300台/年。公司预计机器人项目达产后年均新增营业收入3.65亿元，税后利润6608万元。

表 2：本次募集资金的使用计划（修订稿）

项目名称	收购价格或项目投资总额（万元）	募集资金拟投入总额（万元）
------	-----------------	---------------

一、购买资产项目

1、收购远大环境100%股权	18,231.00	18,231.00 ^注
2、购买“智能磨削机器人系列技术”	10,526.77	10,526.77
二、增资及建设项目		
1、增资沈阳远大环境工程有限公司	2,000.00	2,000.00
2、智能磨削机器人系统建设项目	9,535.00	9,535.00
三、补充流动资金		
	-	13,000.00
募集资金净额		53,292.77

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部（注：收购远大环境100%股权项目分两部分完成，一是博林特以本次非公开发行股票总数的10%作为支付对价收购远大环境等值部分股权；二是博林特以本次非公开发行股票募集资金现金收购远大环境其余股权。）

（2）设立机器人子公司，转型升级持续推进

2015年3月，公司发布公告，拟出资1亿元设立机器人子公司，有助于公司多元化发展，是继公司拟增发、收购大股东的智能机器人和环保资产后，转型升级方面的又一重要进展。

公司大股东沈阳远大集团智能装备技术实力雄厚。机器人子公司的设立，有助于公司未来整合大股东智能机器人资产，提升公司智能装备知名度，推动公司持续增长。

工业机器人和环保领域前景广阔。根据国际机器人联合会发布的统计数据，2014年中国市场的工业机器人销量猛增54%，达到5.6万台，约占全球总销量的25%；而环保行业根据我们估计到2020年市场空间超过1万亿元/年，占GDP比重达到2.5%。（详情请见第四章）

二、电梯行业：受益新型城镇化，民族企业快速成长

(一) 国内电梯行业规模超 2600 亿，未来 3 年保持 10% 左右增长

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。2000-2013 年间，中国电梯行业销量复合增长率达到 24%。

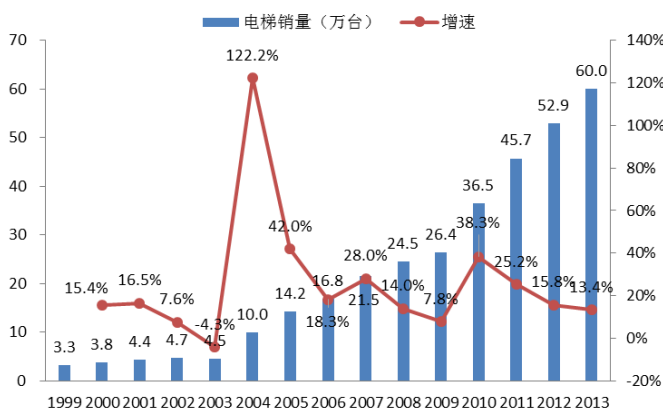
根据国家统计局的数据，2014 年中国电梯、自动扶梯及升降机制造行业主营业务收入达到 2641 亿元，同比增长 16%；利润总额 274 亿元，同比增长 19%。

根据中国电梯协会统计，2014 年全国电梯总产量突破 70 万台。全国电梯保有量约 360 万台，位居世界首位。我们预计 2015 年中国电梯保有量将突破 400 万台。

我国人均电梯保有量仍远低于发达国家水平。截止到 2013 年，中国人均电梯保有量为 22 台/万人，不到日本的 1/2，约为欧洲平均水平的 1/5，韩国的 1/7 左右。北京、上海两大都市人均保有量分别达到 79 台/万人、66 台/万人，但仍远低于欧洲部分发达国家的一线城市。

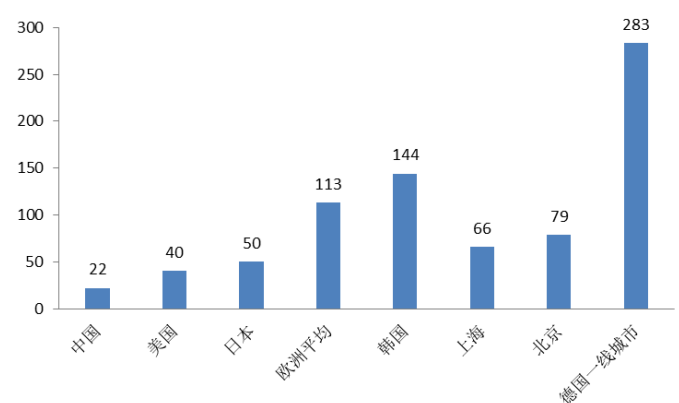
我们预计 2015-2017 年，随着新型城镇化的推进、电梯更新改造需求的增长，电梯行业销量将保持 5-10% 的增长。由于价格的提升和产品结构的改善（价值量高的扶梯占比增加），行业销售收入增速仍有可能超过 10%。

图 12：2000-2013 年中国电梯销量复合增长率达到 24%



资料来源：中国电梯协会，中国银河证券研究部

图 13：我国人均电梯保有量仍有很大提升空间（台/万人）



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

表 3：2014 年中国电梯产量超过 70 万台，保有量约 360 万台

年份	电梯销量 (万台)	电梯产量 (万台)	电梯保有量 (万台)
2001	4.4	4.7	
2002	4.7	6.3	36.2
2003	4.5	8.5	42.4
2004	10.0	11.0	52.7
2005	14.2	13.5	65.2

2006	16.8	14.8	77.1
2007	21.5	18.6	91.7
2008	24.5	23.4	115.3
2009	26.4	26.2	137.0
2010	36.5	36.5	162.9
2011	45.7	45.7	201.1
2012	52.9	52.9	245.3
2013	60.0	58.0	300.9
2014		70.0	359.9

资料来源：中国电梯协会，国家统计局，中国银河证券研究部

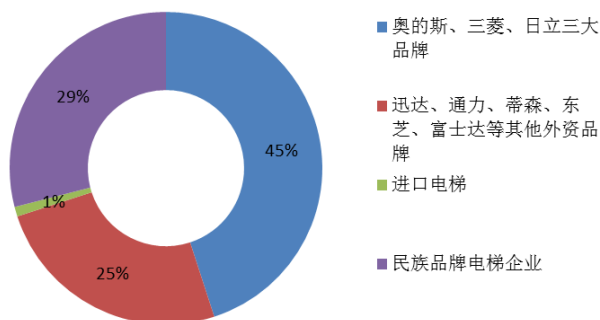
（二）外资品牌占据国内 70% 电梯市场，民族品牌具很大提升空间

根据中国电梯协会统计，截止到 2013 年底，中国电梯行业共有整机制造企业 600 多家，备案的部件制造企业 200 家左右，安装维保企业 7000 多家。

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。

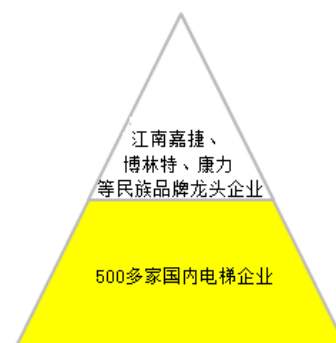
在内资企业中，崛起了**博林特、江南嘉捷、康力、东莞飞鹏、苏州申龙、苏州东南、河南许继**等 7 家民族品牌电梯企业，占内资电梯企业的 50% 左右的市场份额。其他 500 多家中小企业占据内资电梯市场其余 50% 左右的市场份额。

图 14：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

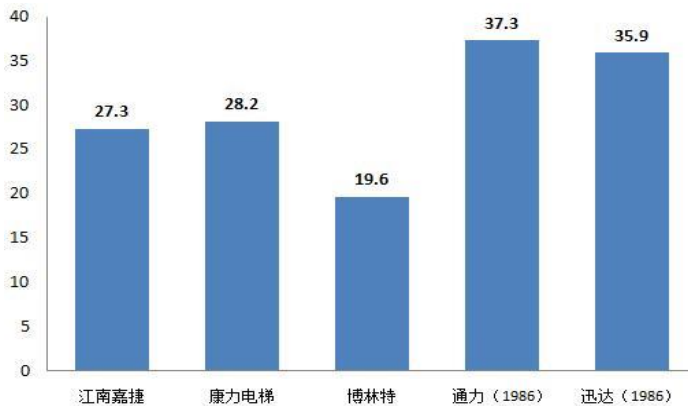
图 15：民族品牌电梯企业以博林特、江南嘉捷、康力为龙头



资料来源：中国银河证券研究部

国际电梯巨头如奥的斯、日立、蒂森克虏伯等多隶属于大集团公司，部分公司较难单独拆分电梯业务的净利润和市值情况，但从收入方面来看，国际电梯巨头基本均在 400-500 亿元以上的水平，远高于民族电梯企业。民族电梯企业收入规模仅和国际电梯巨头上世纪 80 年代水平相当。

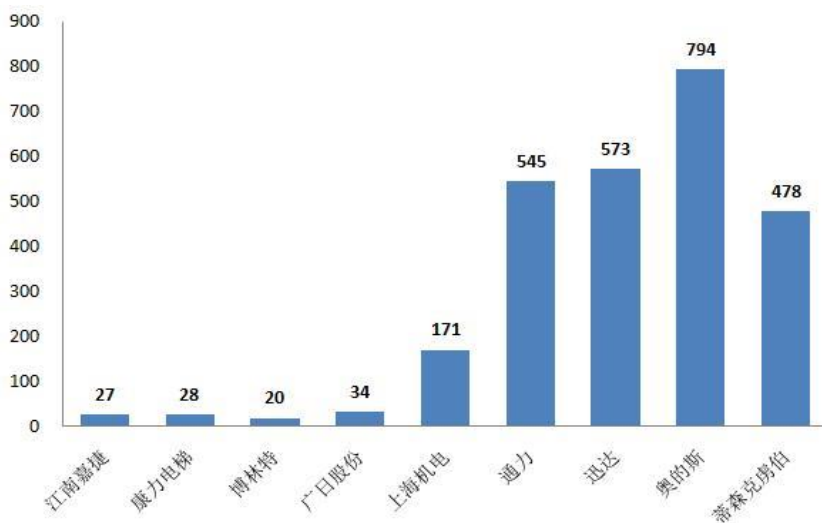
图 16：目前民族电梯企业收入规模相当于上世纪 80 年代的国际电梯巨头（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

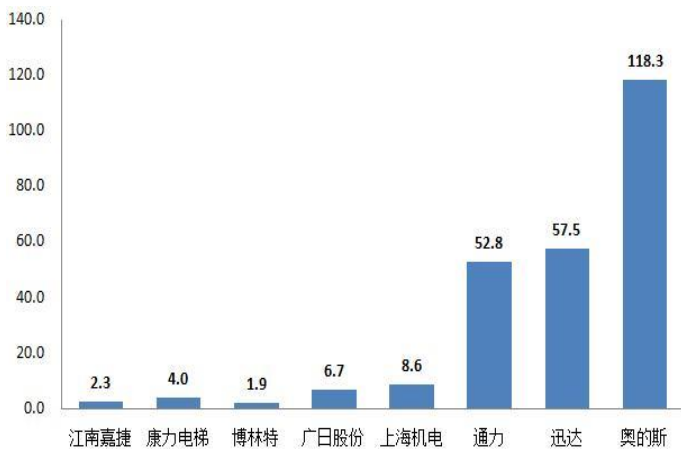
与通力、迅达等业务较为纯粹、数据可获得的公司相比，民族电梯企业中最大的康力电梯净利润仅约为二者的7%，市值不到二者的11%。而如上海机电（上海三菱电梯）、广日股份等巨头在华合资公司的收入、净利润与市值也明显高于民族电梯企业。我们认为，民族电梯企业拥有巨大的成长空间。

图 17：民族电梯企业与国际电梯巨头相比销售收入提升空间巨大（单位：亿元）



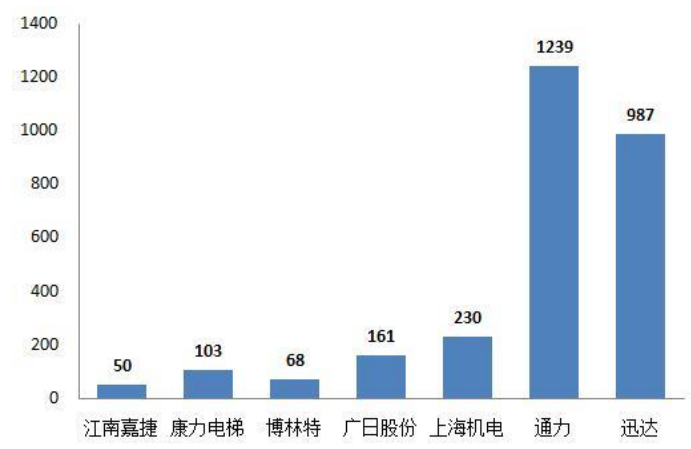
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 18: 民族企业与国际电梯巨头相比净利润提升空间巨大 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 19: 民族企业与国际电梯巨头市值存在明显差距 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部 (截至 2015 年 3 月 13 日)

(三) 民族品牌性价比优势渐现, 龙头企业业绩年均增速约 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。

通过多年的发展, 目前外资品牌除了在 8 米/秒以上高速电梯、提升高度 20 米以上大高度公交型扶梯及高端产品关键部件上仍具有优势外, 在其余产品领域, 内资知名品牌在产品质量和技术上已经和外资品牌相差无几。部分龙头企业在资本市场的助力下, 凭借其性价比和日益完善的售后服务, 竞争力将进一步得到加强, 行业集中度将明显提升。

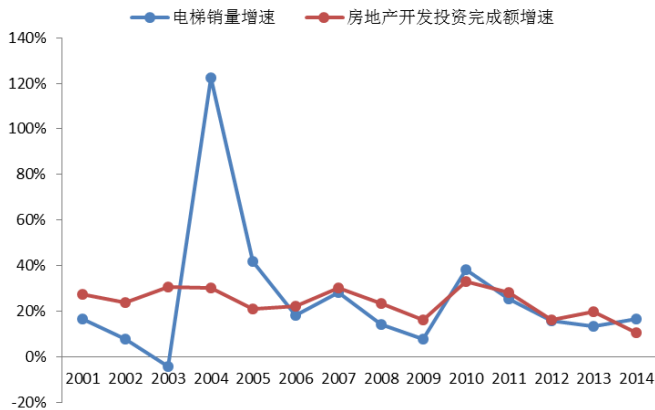
我们认为, 未来 3 年几家大的民族品牌电梯龙头企业将获得超越行业平均增速的增长, 年均业绩增速有望维持在 20% 左右。

(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。

电梯的下游行业是建筑业，包括住宅、商业配套、基础设施等。根据对 2001-2014 年的数据分析，电梯销量增速与与房地产开发投资增速具有较强的相关性，尤其是 2006-2014 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为判断未来电梯行业增速做参考。

图 20：电梯销量增速和房地产开发投资增速相关性较高



资料来源：中国电梯协会，国家统计局，中国银河证券研究部

表 4：电梯销量增速与房地产开发投资增速相关性较高

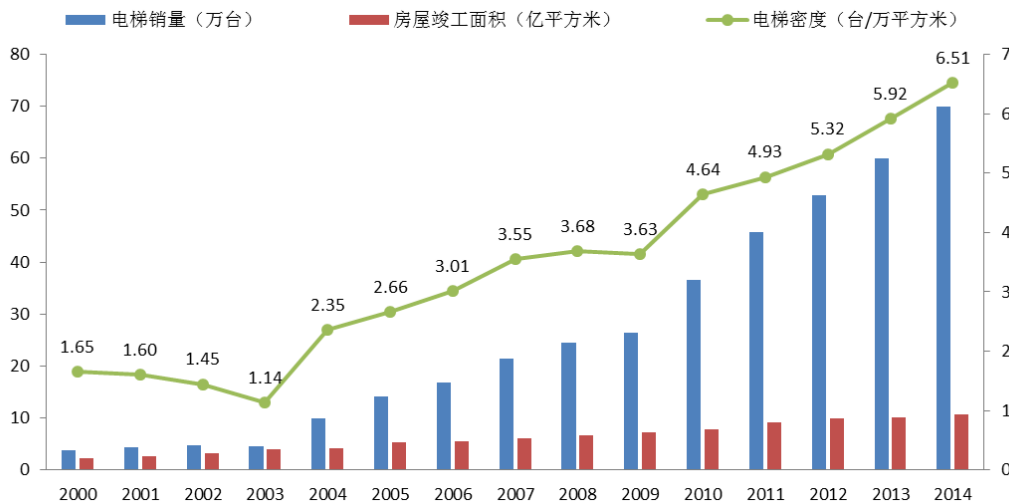
年份	电梯销量 (万台)	电梯销量增速	房地产开发投资完成额 (亿元)	房地产开发投资完成额增速
2001	4.4	16.5%	6,245.48	27.4%
2002	4.7	7.6%	7,736.42	23.9%
2003	4.5	-4.3%	10,106.12	30.6%
2004	10.0	122.2%	13,158.25	30.2%
2005	14.2	42.0%	15,909.20	20.9%
2006	16.8	18.3%	19,422.90	22.1%
2007	21.5	28.0%	25,288.80	30.2%
2008	24.5	14.0%	31,203.20	23.4%
2009	26.4	7.8%	36,241.80	16.1%
2010	36.5	38.3%	48,259.40	33.2%
2011	45.7	25.2%	61,796.90	28.1%
2012	52.9	15.8%	71,803.79	16.2%
2013	60.0	13.4%	86,013.38	19.8%
2014	70.0	16.7%	95,035.61	10.5%

资料来源：中国电梯协会，国家统计局，中国银河证券研究部，2014 年数据为电梯产量

(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，使得电梯配置密度逐步提高。根据统计，2000 年中国每万平方米（房地产竣工面积）配置 1.65 台电梯，到 2014 年，电梯配置密度升至 6.51 台/每万平方米，约为 2000 年的 3.9 倍。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。

图 21：中国电梯配置密度不断提升：2014 年电梯配置密度为 2000 年的 3.9 倍



资料来源：中国电梯协会，国家统计局，中国银河证券研究部，2014 年数据为电梯产量

(2) 新增需求：新型城镇化拉动电梯需求年均增长 10%左右

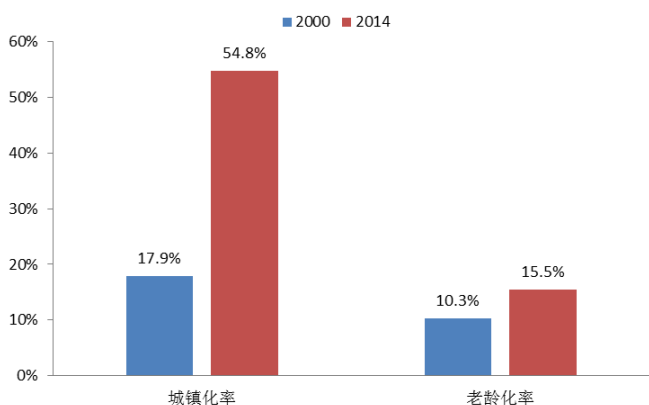
城镇化和老龄化是推动电梯需求增长的主动力。未来几年我国城镇化水平和老龄化水平仍将不断提升，电梯需求增长动力充足。

表 5：城镇化和老龄化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%，2014 年达到 7.49 亿人，城镇化率达到 54.8%。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 10.3%，至 2014 年，我国 60 岁以上人口达到 3.23 亿人，老龄人口比例达到 15.5%。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。

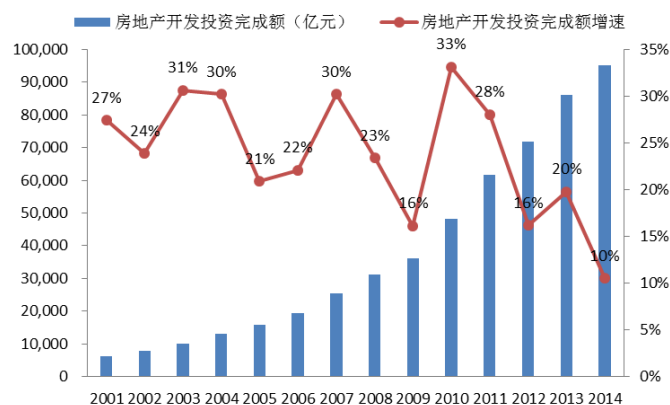
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 22：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，中国银河证券研究部

图 23：2001-2014 年中国房地产开发投资年均增长 23%



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，2001-2014 年年均增长 23%。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。2014 年房地产开发投资为 9.5 万亿元，同比增长 10.5%。考虑到《2015 年政府工作报告》中对房地产的态度从近年来的“调控”、“抑制”变化为了“支持”、“促进”，我们认为未来 3 年房地产开发投资增速至少将保持 10%-15% 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。根据住建部的统计数据，到 2014 年底，全国城镇保障性安居工程累计开工 3230 万套，同时《2015 年政府工作报告》中表示 2015 年保障性安居工程还将新安排 740 万套，这意味着“十二五”期间 3600 万套保障房建设计划将超额完成 10%。而“十三五”期间保障性住房建设规划也已经开始前期筹备，我们认为**保障房建设和棚户区改造将继续为电梯行业带来市场机遇。**

表 6：新型城镇化将带来大量电梯新增需求

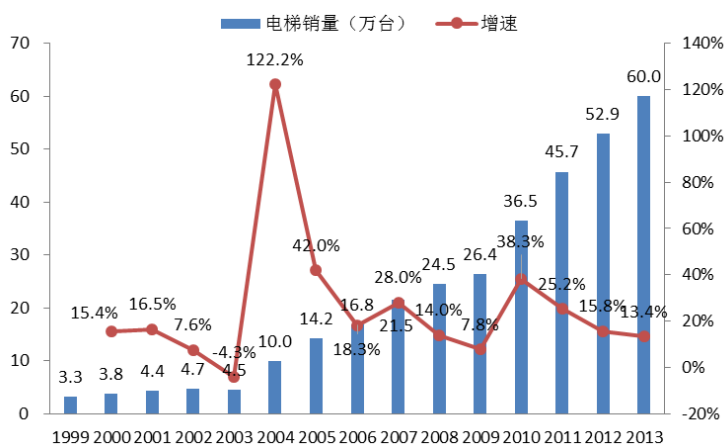
电梯用户	需求特征	电梯需求情况
民用住宅（保障房）	以直梯为主，约占电梯总需求的 60-70%	房地产业是电梯行业的主要下游行业。新型城镇化推动民用住宅需求增长。除商品房外，保障性安居工程投资计划的推出将为经济复苏期间电梯行业的持续增长提供保障。保障性住房建设力度的加大将在一定程度上减小国家调控政策对房地产行业的冲击，同时也将弥补一部分因商品房建设下滑而减少的电梯产品需求。
商业配套	以扶梯为主，约占电梯总需求的 30-40%	新型城镇化带来商业的繁荣。城市商务楼、写字楼、酒店宾馆、商场等商业配套建筑的建设，且由于新商业建筑电梯配置密度比以往大幅提高，将带来大量的电梯需求。
城市基础设施建设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

（3）更新需求：将迎来高速增长

我国电梯的使用寿命大多为 15 年。如果严格按照 15 年淘汰计算，则 2015 年需要淘汰、更新的需求量等同于 2000 年的电梯总消费量。未来 3 年每年电梯更新需求在约 4 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，以此判断，2015 年淘汰更新的电梯生产时间应居于 2000-2005 年之间。

图 24：2004 年起我国电梯销量进入高速增长阶段



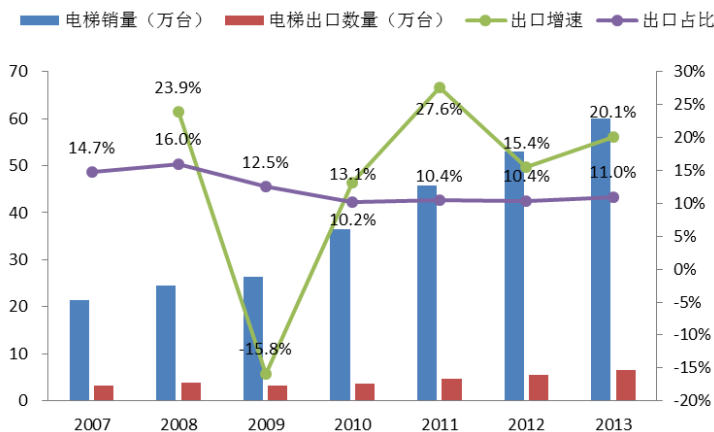
资料来源：中国电梯协会，中国银河证券研究部

我国电梯销量从 2004 年起爆发，此后 10 年年均复合增速达到 22%。我们预计未来 3 年实际更新淘汰电梯在每年在 6 万台以上，且将保持高速增长。

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

2014 年，中国电梯出口 6.89 万台，出口金额 19.6 亿美元，2007-2014 年出口数量年均复合增长率达到 13.1%。电梯出口量近年来维持在总销量的 10%左右，2013 年小幅上升至 11%。我们判断未来海外出口占比将进一步提升，预计未来 3 年海外出口年均增长 10%以上。

图 25：2007-2013 年我国电梯出口数量年均增长 13%



资料来源：中国电梯协会，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

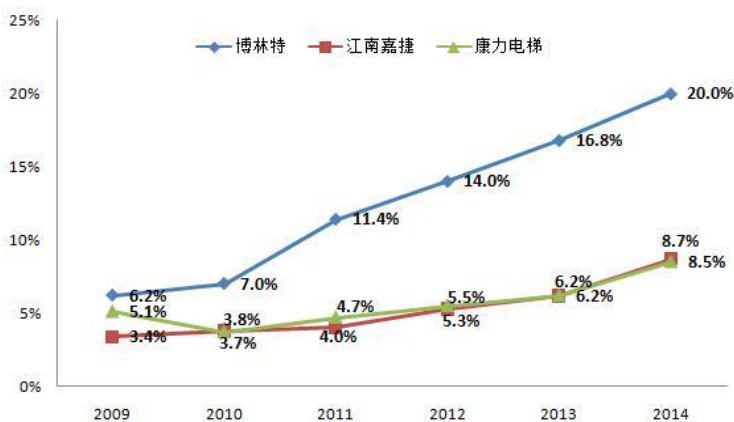
2013 年 6 月 29 日，《中华人民共和国特种设备安全法》获批，对特种行业的安全规范上升到法律高度。特种设备安全法所涉及诸多行业中，影响面最大、关注度最高的当属电梯行业。这有利于电梯行业龙头企业优质产品扩大市场份额，提高行业集中度，民族品牌电梯龙头企业将受益。

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 2013 年底，中国电梯行业共有电梯安装维保企业近 7000 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。**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 2014 年底，中国电梯保有量约 360 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，而主要国产电梯厂商目前维保业务收入占比仍然较低，最高的博林特也仅约 20%，未来维保服务需求潜力巨大。

图 26: 我国主要民族品牌电梯企业维保业务仍有较大提升空间



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(五) 行业现金流充足, 转型条件成熟

由于不同建筑物和客户对于电梯的规格、安装方式、性能指标等方面往往具有不同的要求, 电梯行业中非标准化产品占有较大的比重, 形成了“以销定产”的经营模式。这种模式意味着电梯企业可以根据客户的订单来决定产品的设计、原材料的采购、制造、安装和维保, 极大的减少了库存成本, 提高资产周转率。

大型电梯整机制造企业对产业链控制较强。大型整机制造企业处于电梯产业链关键环节, 掌握着最核心的驱动技术、控制技术及整合技术。因此它们通常既把握着整机的研发制造, 将零配件外包给配件生产企业, 又控制销售渠道, 对下游具有较高的议价能力和严格的付款条件, 现金流状况良好。

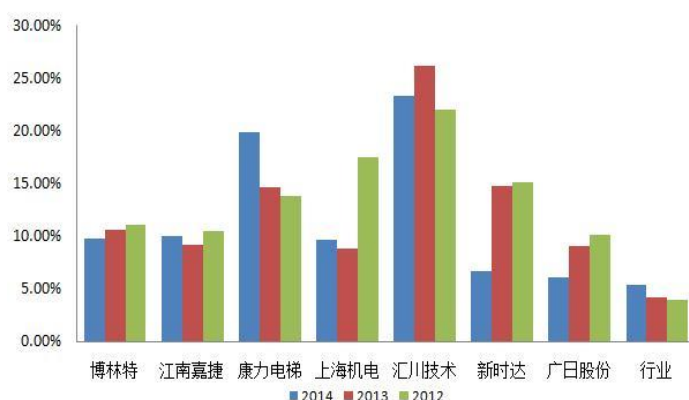
独特的经营模式和在产业链中的控制地位, 使得电梯企业具有充足的现金流。2014 年江南嘉捷、康力电梯等主要电梯企业经营性现金流净额均超过了 2 亿元, 上海机电更是超过了 20 亿元。2012-2014 年主要电梯企业的销售现金比率在 10%-20%之间, 远高于机械行业平均水平。

图 27: 主要电梯企业现金流状况良好, 手持现金量更多



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 28: 电梯企业销售现金比率远高于机械行业



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

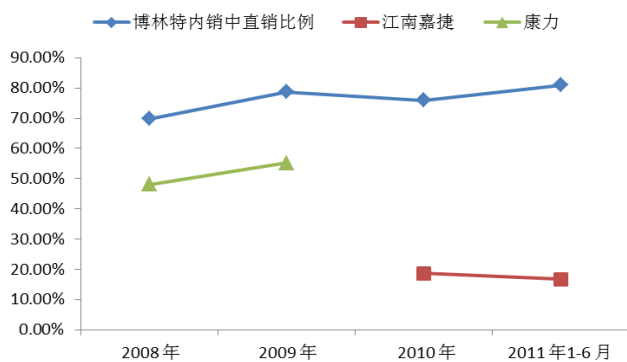
三、公司电梯主业：40 亿订单保增长，维保、出口将突破

(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。

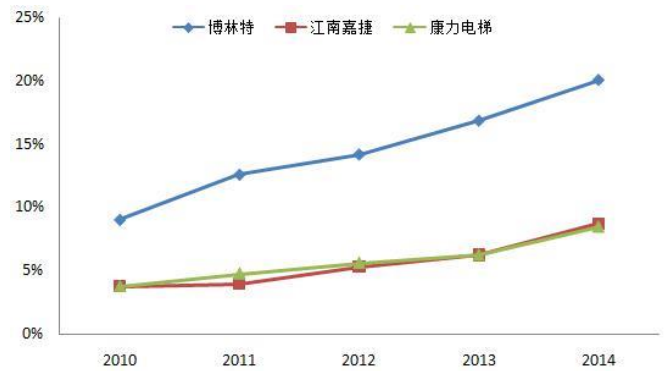
直销模式通常由电梯制造企业直接负责电梯运行的维修、保养服务，为企业带来稳定的利润来源。随着博林特电梯保有量不断扩大，公司负责维修、保养的电梯数量也将保持高速增长。

图 29：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 30：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 31：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 32：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 7：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，目前已经完成了速度 8m/s 的超高速电梯的测试运行，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 1.2 万台/年，未来有能力扩至 5 万台/年。2013 年投产的公司重庆基地 2014 年产能超过 1500 台，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。

截至 2014 年末公司在手订单（含国际）约 40 亿元，较去年同期增长了 14%。我们认为公司全年收入有望继续保持较高增速。

表 8：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 2014 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、贵阳、深圳、广州等 20 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、新加坡、蒙古、秘鲁、摩洛哥、巴布亚新几内亚等国家设有 9 家全资子公司、1 家控股子公司；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、俄罗斯白俄罗斯哈萨克三国认证、乌克兰准入认证、ISO9001:2008 质量管理体系认证、ISO14001:2004 环境管理体系认证、GB/T28001-2011 职业安全管理体系认证等多项体系及产品认证。

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

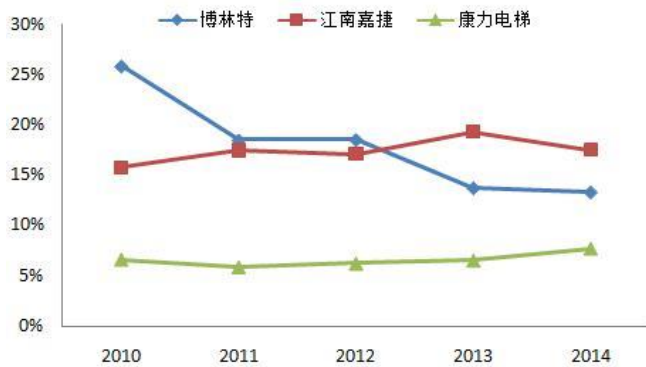
公司实际控制人所控制的沈阳远大集团为全球最大的建筑幕墙制造商，在 35 个国家及地区承接过幕墙项目。凭借远大集团的国际知名度，博林特有望在海外市场获得更大突破。

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。

2014 年公司年报中明确提出 2015 年将继续完善国内外市场布局，进一步扩大市场份额，考虑在海外成熟区域尝试建立电梯生产厂和物流型工厂，在国内市场进一步加强安装、维保布局。未来公司海外业务占比有望大幅提升。

图 33：博林特出口比例曾一度超过 25%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 34：公司海外业务未来几年有望取得突破



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、拓展机器人、环保业务；未来持续受益沈阳远大集团

(一) 工业机器人行业呈现井喷式发展，全球总销量达 22.5 万台

随着科技与经济的发展，中国的劳动力成本优势已开始逐渐消失，而新兴产业工业机器人行业则迅速崛起。根据国际机器人联合会发布的统计数据，2013 年全球工业机器人销量达到 17.9 万台，同比增长 12%，总市场价值高达 1800 亿人民币。中国工业机器人总销量达 3.7 万台，约占全球总销量的五分之一，首度超过日本，成为全球第一大工业机器人市场。

2014 年中国市场的工业机器人销量猛增 54%，达到 5.6 万台，约占全球总销量的 25%。国际机器人及智能装备产业联盟执行主席兼秘书长罗军认为，目前欧美机器人市场基本趋于饱和，而我国将在未来 30 年内处于高速增长阶段。紧随其后的将是智能装备产业的蓬勃发展，并可能催生一场新的产业革命。

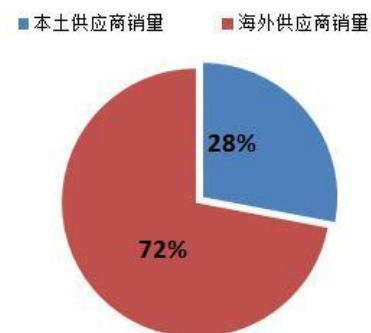
与发达国家相比，中国的工业机器人产业还存在明显差距。一方面，国产机器人市场份额偏低，品牌知名度也不高；另一方面，控制器、减速器等关键部件研发能力不足，依赖进口。

图 35：2004-2014 年工业机器人销量年均复合增长率 32%



资料来源：国际机器人联合会，中国银河证券研究部

图 36：国产机器人市场份额偏低



资料来源：国际机器人联合会，中国银河证券研究部

(二) 环保行业前景广阔，国家政策支持力度不断加大

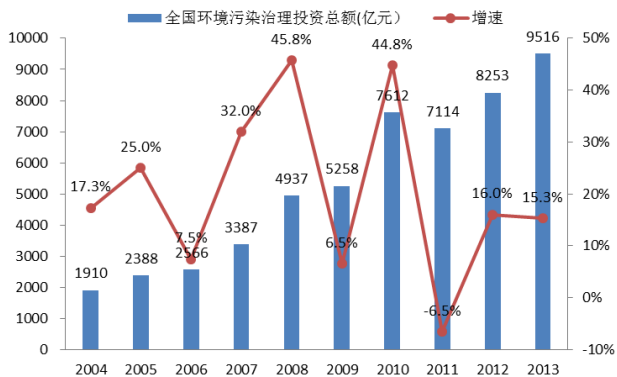
(1) 环保产业：到 2020 年市场空间超过 1 万亿元/年

近年来我国环保投资增长迅速，但占比仍然偏低。环境保护部环境规划院的数据显示，我国“十一五”期间环保总投资 2.16 万亿元，“十二五”规划环保投资 3.4 万亿元，实际投资可能超过 5 万亿元，同比增长超过 130%。根据环境保护部副部长吴晓青 2014 年两会期间提供的信息，2004 年-2013 年，中国环保产业年均增长超过 20%，其中环境产品年均增长超过 30%，环境服务业年均增长超过 28%，资源回收利用年均增长超过 14%。

我国环保投入占 GDP 比重仍然偏低。近 10 年我国环保投入占 GDP 比重处于上升趋势，2013 年全国环境污染治理投资总额达到 9516 亿元，占 GDP 比例达到 1.62%。但 1977 年美国的环保投资占 GDP 比重已达到 1.5%，2000 年增长至 2.6%。中科院科技政策与管理科学研究

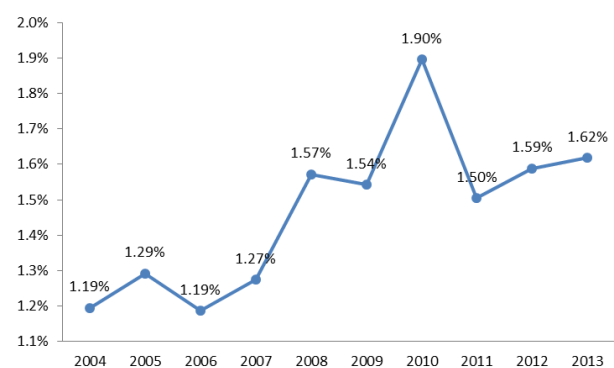
所所长王毅接受采访时表示，如果要控制环境污染，改善环境质量，环保投入占 GDP 比重应提高到 2%-3%，并力争达到 3%；同时，我国首任环保局局长、“中国环保之父”曲格平也在 2013 年 12 月表示，“要想从控制进入到解决层面，环保投入占 GDP 比例必须要达到 2.5%-3%。”

图 37：2004 年以来全国环境污染治理投资总额保持高速增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

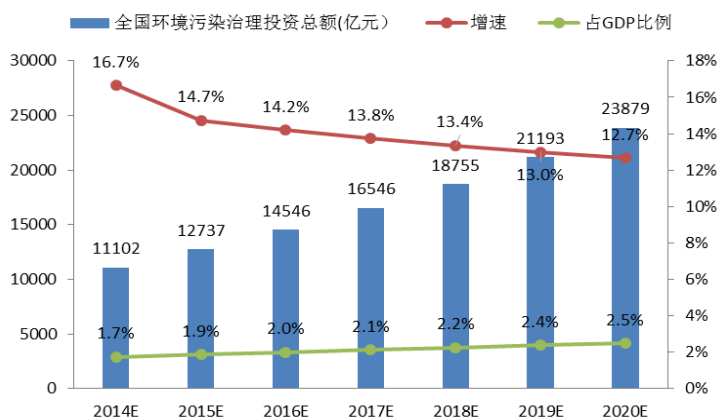
图 38：2013 年全国环境污染治理投资总额占 GDP 比例为 1.62%



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

预计到 2020 年环保产业市场空间总额可达到 8 万亿元。假设从 2015 年到 2020 年我国 GDP 年复合增速保持 7%，且到 2020 年环保投入占 GDP 比重达到 2.5%，我们预计到 2020 年我国环保投资总体规模将超过 10 万亿元，年均复合增长率约 14%。同时，环境保护部副部长吴晓青在参加 2014 年环保上市公司峰会时表示，“大气、水、土壤三个行动计划涉及的环保投资将会超过 6 万亿元”，考虑到 6 万亿元投资代表的只是一定时期一定范围内的某一部分工作，我们以 6 万亿元为下限，10 万亿元为上限，平均来看 2020 年环保产业市场空间总额可达到 8 万亿元，平均超过 1.1 万亿元/年。

图 39：预计到 2020 年环保产业市场将高速增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

(2) “十二五”期间国家支持力度加大，政策法规逐步出台

环保产业是典型的政策驱动产业，同时其又具公益属性，所以政府应该在环保产业领域居主导地位。“十二五”期间，政府对环保领域的支持力度进一步加大，出台了一系列重要的政策法规。

表 9：“十二五”期间出台的涉及环保领域的重要政策法规

出台时间	政策名称	内容
2011 年 3 月 16 日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	明确提出“节能环保产业”作为七大战略性新兴产业之首。
2011 年 8 月 31 日	《“十二五”节能减排综合工作方案》	到 2015 年,要实现全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤(按 2005 年价格计算)的目标,比 2010 年的 1.034 吨标准煤下降 16%。“十二五”期间,实现节约能源 6.7 亿吨标准煤。
2011 年 10 月 17 日	国务院《关于加强环境保护重点工作的意见》	加大政策支持力度,扩大环保产业市场需求。鼓励多渠道建立环保产业发展基金,拓宽环保产业发展融资渠道。
2011 年 11 月 1 日	《“十二五”全国环境保护法规和经济政策建设规划》	明确表示要将严重污染环境、大量消耗资源的商品纳入消费税征收范围,选择防治任务重、技术标准成熟的税目开征环境保护税,并逐步扩大征收范围。
2011 年 12 月 20 日	《国家环境保护“十二五”规划》	推进主要污染物减排。加大钢铁、有色、建材、化工、电力、煤炭、造纸、印染、制革等行业落后产能淘汰力度;着力削减化学需氧量和氨氮排放量;加大二氧化硫和氮氧化物减排力度等。
2013 年 9 月 10 日	《大气污染防治行动计划》	提出要加大综合治理力度,减少多污染物排放、明确政府企业和社会的责任,动员全民参与环境保护十条措施。
2014 年 4 月 24 日	重新修订《中华人民共和国环境保护法》	强化了企业污染防治的责任,加大了对企业环保违法的制裁力度,确立了国家鼓励环境产业发展、支持企业主动采取环保措施的政策,并且建立了环境公益诉讼制度。
2015 年 4 月 2 日	《水污染防治行动计划》	从全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与和社会监督十个方面开展防治行动。

资料来源:互联网, 博林特非公开发行股票预案, 中国银河证券研究部

(3) 大气污染首当其冲, 防治依然任重道远

2012 年以来雾霾天气事件频发, 引发了公众对大气污染的担忧, 也促使了政府治理大气污染的决心。随着 2012 年以来治理大气污染的各项政策的出台, 2013 年政府治理工业废气污染完成投资总额增长尤为明显。

图 40: 2013 年全国工业废气治理完成投资总额增长明显



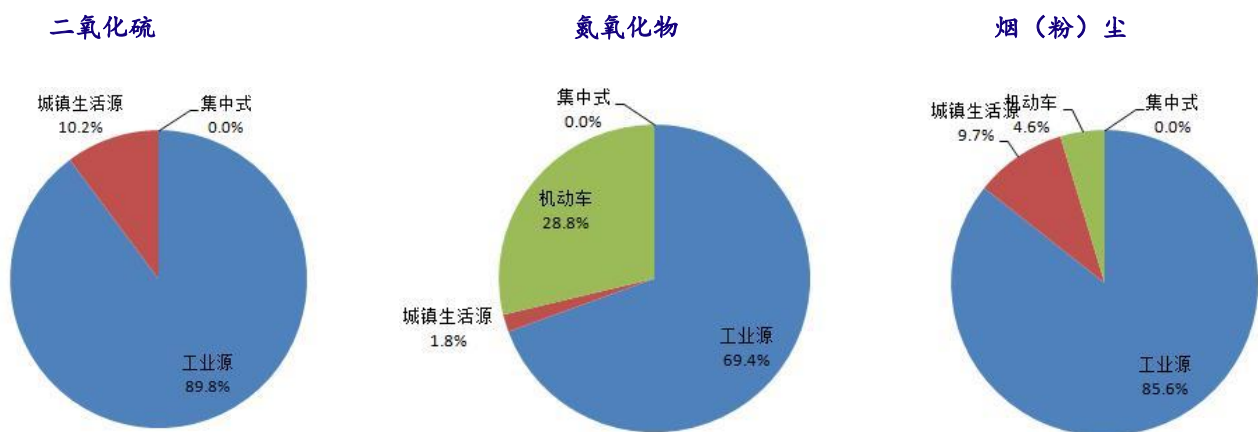
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

在大气污染中, 二氧化硫、氮氧化物和烟(粉)尘是主要的污染来源。2013 年全国二氧化硫排放量 2043.9 万吨, 比上年减少 3.5%; 全国氮氧化物排放量 2227.4 万吨, 比上年减少

4.7%；全国烟（粉）尘排放量 1278.1 万吨，比上年增长 3.5%。可以看出，大气污染防治取得一定效果，但排放量仍然巨大，治污道路依然任重道远。

从污染源来看，工业废气排放仍是主要污染源。2013 年工业二氧化硫排放量 1835.2 万吨，比上年减少 4.0%，占全国二氧化硫排放总量的 89.8%；工业氮氧化物排放量 1545.6 万吨，比上年减少 6.8%，占全国氮氧化物排放总量的 69.4%；工业烟（粉）尘排放量 1094.6 万吨，比上年增长 6.3%，占全国烟（粉）尘排放总量的 85.6%。

图 41：工业排放是主要污染源



资料来源：2013 年环境统计年报，中国银河证券研究部

（三）民族品牌电梯龙头转型升级，打造“一体两翼”战略

（1）在手现金充裕，民营电梯龙头将转型高端智能装备

公司目前主营业务稳定增长，2014 年收入达 20 亿，增速接近 19%，净利润增速超过 21%，均处于行业领先水平。截至 2014 年末，公司在手现金 5.4 亿，在手现金充裕。公司拟定增不超过 5.43 亿元收购大股东环保和智能磨削机器人资产，向环保设备和工业机器人行业转型升级，可以优化公司产业布局。利用环保和机器人行业的快速发展，提升上市公司资产质量，提高上市公司盈利能力。公司将打造以电梯业务为主，工业机器人和环保设备为辅的“一体两翼”战略。

（2）智能磨削机器人应用领域市场规模十分广阔

在产品加工领域，很多铸件都需要进行去毛刺、打磨、抛光处理。相对于传统的人工打磨，机器人打磨可以提高产品打磨质量和光洁度，保证产品一致性；可以改善工人劳动条件，可在有害环境下长期工作；机器人一天可 24 小时连续生产，明显提高了生产效率；并且随着劳动力成本的持续上升，使用机器人打磨可以有效地降低成本。总之，机器人打磨具有可长期进行打磨作业、低成本、保证产品的高生产率、高质量和高稳定性等特点。因此推广使用机器人替代人工进行打磨作业将是行业趋势。

图 42: 人工打磨轮毂效率、质量和稳定性均较差



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

图 43: 机器人打磨可保证产品的高生产率、高质量和高稳定性



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

智能磨削机器人可用于船用推进器(不排除军用)、铸铁件、铝合金轮毂等领域, 主要功能包括抛光、打磨、去毛刺等, 可以有效代替人工, 大幅提升打磨的精度和速度。智能磨削机器人发展前景很大程度上取决于上下游产业的发展, 包括铸件行业、造船行业及汽车行业。

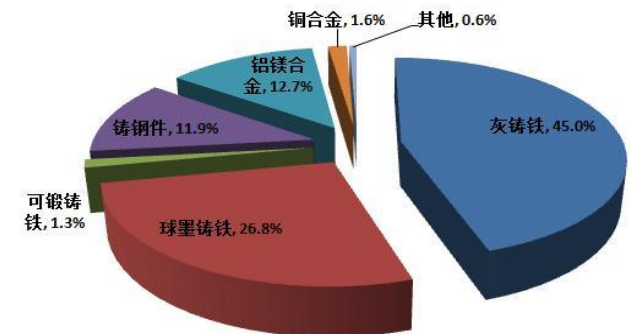
中国是铸件大国, 2014 年中国各类铸件总产量 4620 万吨, 较 2013 年增长 3.8%, 开始步入低速发展新常态。从铸造材质占比来看, 灰铸铁件与球墨铸铁件占比最大, 分别为 45% 和 26.8%。

图 44: 中国铸件产量将步入低速增长新常态



资料来源: 中国铸造协会, 中国银河证券研究部

图 45: 2014 年灰铸铁件和球墨铸铁件总产量占比超过 71%



资料来源: 中国铸造协会, 中国银河证券研究部

2014 年灰铸铁件产量仅增长 1.2%, 基本处于停滞状态; 球墨铸铁件产量增长 6.9%, 增速稳定。尽管灰铸铁件产量增速缓慢, 增长空间有限, 考虑到球墨铸铁件增长强劲, 且目前铸件打磨领域机器人使用率低, 我们认为未来几年铸件领域市场规模仍然十分广阔。

图 46: 灰铸铁件产量增速缓慢, 增长空间有限



资料来源: 中国铸造协会, 中国银河证券研究部

图 47: 2000-2014 年球墨铸铁件产量年均复合增长率 12.7%



资料来源: 中国铸造协会, 中国银河证券研究部

2014 年全国造船完工量为 3905 万载重吨, 同比下降 13.9%, 连续三年下降; 但全国手持船舶订单数自 2012 年触底后出现显著回升, 增长率连续两年超过 15%。我们认为, 造船周期一般为 2 年, 当年完工量近似等于 2 年前新订单量, 因此 2013、2014 年订单的增长将保障未来两年业绩向上。

3 月 28 日, 国家发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。这份指导性纲领详细说明了“一带一路”的具体路线, 以及优先建设的领域等。其中, 交通、物流、基础设施的互联互通符合市场预期, 成为“一带一路”战略的关键词。船舶业将迎来千载难逢的战略机遇, 势必带动整体船舶业的发展, 其中船舶用调距桨和定距桨打磨市场需求将出现井喷式发展。

图 48: 全国造船完工量连续三年下降



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 中国银河证券研究部

图 49: 中国手持订单量 2013 年显著回升



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 中国银河证券研究部

铝合金轮毂生产是汽车产业的重要组成部分, 铝合金轮毂因其重量轻、制造精度高、强度大等优点正逐渐取代钢轮毂, 目前全球汽车铝合金轮毂使用率已达到 70% 以上。伴随着中国汽车市场的持续增长, 整体汽车行业出现火爆增长。2014 年中国汽车产销量均突破 2300 万辆, 分别同比增长 7.3% 和 6.9%。汽车产销的持续快速增长必将会带动铝合金轮毂生产行业的高速增长。

图 50: 2003-2014 年中国汽车产量年均复合增长率 16.5%



资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究部

图 51: 2003-2014 年中国汽车销量年均复合增长率 16.5%



资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究部

表 10: 2014 年中国汽车产、销量均超过 2300 万辆

年份	汽车产量 (万辆)	汽车产量增速	汽车销量 (万辆)	汽车销量增速
2003	444.37	36.7%	439.08	35.2%
2004	507.05	14.1%	507.11	15.5%
2005	570.77	12.6%	575.82	13.5%
2006	727.97	27.5%	721.6	25.3%
2007	888.24	22.0%	879.15	21.8%
2008	934.51	5.2%	938.05	6.7%
2009	1379.1	47.6%	1364.48	45.5%
2010	1826.47	32.4%	1806.19	32.4%
2011	1841.89	0.8%	1850.51	2.5%
2012	1927.18	4.6%	1930.64	4.3%
2013	2211.68	14.8%	2198.41	13.9%
2014	2372.29	7.3%	2349.19	6.9%

资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究部

(3) 远大环境: 大气污染防治优势明显

沈阳远大环境工程有限公司隶属于沈阳远大企业集团, 成立于 1999 年, 是以环境工程设计、咨询、施工、安装、调试、运营和环保设备设计、制造、营销为主营业务的综合性环境工程公司。公司在大气污染防治工程领域优势明显, 是其收入主要来源。公司拥有国家住房和城乡建设部颁发的环境工程大气污染防治工程专项甲级设计资质, 国家环境保护部颁发的环境污染治理设施除尘、脱硫甲级运营资质。2002 年通过 ISO9001 质量管理体系认证, 2010 年通过了 ISO14001:2004 环境管理体系和 OHSAS 18002:2000 职业健康安全管理体系认证。

(四) 沈阳远大集团实力雄厚, 公司未来将持续受益

公司实际控制人所控制的沈阳远大企业集团实力雄厚。根据媒体公开信息, 2012 年沈阳远大企业集团收入 202 亿元, 利润 6.04 亿元; 2013 年远大集团以营业收入 208 亿元位居沈阳民营企业榜首。远大集团拥有高端制造业、精准农业、科技环保产业、科技产业等产业。

远大集团高端制造业包括大型节能电机、智能传动系统、风电装备和变频器等业务板块。其中在风电装备板块，远大是国内风电设备研发、制造以及风电整体解决方案提供商，并成功研发了中国首台拥有自主知识产权、代表世界最高水平的第二代永磁直驱风力发电机组；在变频器领域，远大集团正在与上海核工程研究设计院合作研发课题承接三代核电 AP1000 主泵变频器国产化及国内自主知识产权的 CAP1400 主泵变频系统。

精准农业领域，远大集团在农用机械方面以“大农机、大农业”为发展方向，着眼于强化农业机械普及力度、提升农业生产规模效益；致力于发展智能精准农业，专注于全球领先的种植技术、土地分析、效益分析、基因育种、农业设施设计生产制造等多元业务。

在科技环保产业领域，远大集团致力于大气污染控制、固废资源化利用、海水淡化和苦咸水淡化、工业废水处理等多项技术的引进、合作与研发。

此外，远大集团以科技园为平台，聚集全球高端科技、人才、资金等多方优势，致力于先进工业加工制造技术的研发与推广。主要先进加工技术有智能磨削机器人系列技术、超声加工技术和轻质合金制造技术。

图 52：沈阳远大企业集团风力发电机组



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

图 53：沈阳远大企业集团农用机械



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

图 54：沈阳远大企业集团超声波辅助加工装备



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

图 55：污水处理曝气池、高效浅层气浮设备



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

在远大集团的业务板块中，我们认为其 AP1000/CAP1400 核主泵变频器（核电设备）、精准农业、智能滴灌技术具有较好的市场前景。

(1) 沈阳远大企业集团：AP1000/CAP1400 核主泵变频器

核主泵变频器设备是三代核电主泵运行的唯一电源，目前除了西门子以外，世界上尚无其他制造商拥有成熟产品能满足其运行要求，基于核电设备国产化目标，远大与上海核工程研究院设计院合作研发课题承接三代核电 AP1000 主泵变频器国产化及国内自主知识产权的 CAP1400 主泵变频系统。远大通过对核电主泵变频调速系统的大功率能量回馈、变频器高可靠性、同步投切、大功率水冷等关键技术的研发，成功研制出变频器。

目前，该变频器已成功下线。经过核电级标准的检验检测，各项性能指标全面满足三代核电站主泵运行特点和需求。该项目的成功下线标志着我国第三代核电站主泵系统核心部件摆脱依赖进口产品的局面，加快推进了三代先进压水堆核电国产化进程，同时为我国自主知识产权的 CAP1400 核电主泵变频系统鉴定了基础。

图 56：沈阳远大企业集团：核电关键设备——AP1000/CAP1400 核主泵变频器



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

(2) 沈阳远大企业集团：精准农业、智能滴灌技术

远大致力于发展智能精准农业，专注于全球领先的种植技术、土地分析、效益分析、基因育种、农业设施设计生产制造等多元业务，旨在不断减少农业生产能耗、增加农作物产量、提升农业生产力、为中国粮食稳产、高产奠定基础。

远大智能滴灌技术能够在大量节约灌溉用水、保持肥料高效利用、大幅提高农作物质量与产量过程中不断改良土壤品质，此项技术既可广泛应用于一般性土地种植又能够在沙地、盐碱地、戈壁滩培育出高产良田。同时，智能滴灌技术可以通过互联网、手机等实现远程数据传输、远程监控、远程操作、自动化程度极高，特别适合于标准化、模块化、工业化大生产。此项技术能够在稳定、提高粮食产量的同时，恢复地下水，为重金属污染和垃圾围田赢得治理时间。创新智能滴灌技术不仅是治理土地荒漠化最有效的方法，更是推动全球农业生产和生态修复走上良性循环之路的有力保障。

图 57：沈阳远大企业集团：精准农业、智能滴灌技术



资料来源：沈阳远大企业集团官方网站，中国银河证券研究部

五、盈利预测：未来3年业绩将保持快速增长

(一) 预计2015-2017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2015-2017年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升。

表 11：分业务预测：预计 2015-2017 年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	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、升降梯	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、升降梯		-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、升降梯	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、升降梯	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) 2015-2017 年净利润复合增长率接近 20%

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45/0.55/0.69 元，对应 PE 分别为 41/33/26 倍。

表 12：不考虑增发，预计博林特 2015-2017 年净利润复合增长率接近 20%

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,652.46	1,957.99	2,261	2,628	3,112
营业收入增长率	9.28%	18.49%	15%	16%	18%
净利润（百万元）	156.66	189.69	237	290	360
净利润增长率	26.53%	21.08%	25%	23%	24%
EPS（元）（摊薄）	0.30	0.36	0.45	0.55	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.92%	13.67%	16.16%	18.41%	20.95%
P/E	60	51	41	33	26
P/B	7.2	6.8	6.5	6.0	5.5
EV/EBITDA	40	37	27	22	17

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至 2015 年 5 月 15 日）

附录：公司 3 张表预测

表 13：利润表预测

利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
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 14：资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2013	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)	2013	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 15：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: 2014 年公司电梯整机业务收入占比 79%，维保管 20%	1
图 2: 公司近两年综合毛利率在 33% 以上	1
图 3: 近年来公司收入增速不断提速	1
图 4: 近两年公司业绩保持超过 20% 的较高增速	1
图 5: 公司实际控制人所控制的沈阳远大集团实力雄厚，2013 年销售收入达 208 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	3
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: 沈阳远大企业集团智能磨削机器人	4
图 9: 沈阳远大企业集团智能磨削机器人	4
图 10: 沈阳远大企业集团环保业务	4
图 11: 沈阳远大企业集团环保业务	4
图 12: 2000-2013 年中国电梯销量复合增长率达到 24%	6
图 13: 我国人均电梯保有量仍有很大提升空间（台/万人）	6
图 14: 外资品牌企业占据国内电梯 70% 左右的市场份额	7
图 15: 民族品牌电梯企业以博林特、江南嘉捷、康力为龙头	7
图 16: 目前民族电梯企业收入规模相当于上世纪 80 年代的国际电梯巨头（亿元）	7
图 17: 民族电梯企业与国际电梯巨头相比销售收入提升空间巨大（单位：亿元）	8
图 18: 民族企业与国际电梯巨头相比净利润提升空间巨大（亿元）	9
图 19: 民族企业与国际电梯巨头市值存在明显差距（亿元）	9
图 20: 电梯销量增速和房地产开发投资增速相关性较高	10
图 21: 中国电梯配置密度不断提升：2014 年电梯配置密度为 2000 年的 3.9 倍	10
图 22: 城镇化和老龄化水平的提高驱动电梯需求快速增长	11
图 23: 2001-2014 年中国房地产开发投资年均增长 23%	11
图 24: 2004 年起我国电梯销量进入高速增长阶段	12
图 25: 2007-2013 年我国电梯出口数量年均增长 13%	13
图 26: 我国主要民族品牌电梯企业维保业务仍有较大提升空间	14
图 27: 主要电梯企业现金流状况良好，手持现金量更多	14
图 28: 电梯企业销售现金比率远高于机械行业	14
图 29: 在三大民营电梯企业中，博林特直销比例最高	15
图 30: 在三大民营电梯企业中，博林特维保业务收入占比最高	15
图 31: 博林特维保业务毛利率水平高于主要竞争对手	15
图 32: 博林特综合毛利率水平高于主要竞争对手	15
图 33: 博林特出口比例曾一度超过 25%	17
图 34: 公司海外业务未来几年有望取得突破	17
图 35: 2004-2014 年工业机器人销量年均复合增长率 32%	18
图 36: 国产机器人市场份额偏低	18
图 37: 2004 年以来全国环境污染治理投资总额保持高速增长	19
图 38: 2013 年全国环境污染治理投资总额占 GDP 比例为 1.62%	19
图 39: 预计到 2020 年环保产业市场将高速增长	19
图 40: 2013 年全国工业废气治理完成投资总额增长明显	20

图 41: 工业排放是主要污染源.....	21
图 42: 人工打磨轮毂效率、质量和稳定性均较差.....	22
图 43: 机器人打磨可保证产品的高生产率、高质量和高稳定性.....	22
图 44: 中国铸件产量将步入低速增长新常态.....	22
图 45: 2014 年灰铸铁件和球墨铸铁件总产量占比超过 71%.....	22
图 46: 灰铸铁件产量增速缓慢, 增长空间有限.....	23
图 47: 2000-2014 年球墨铸铁件产量年均复合增长率 12.7%.....	23
图 48: 全国造船完工量连续三年下降.....	23
图 49: 中国手持订单量 2013 年显著回升.....	23
图 50: 2003-2014 年中国汽车产量年均复合增长率 16.5%.....	24
图 51: 2003-2014 年中国汽车销量年均复合增长率 16.5%.....	24
图 52: 沈阳远大企业集团风力发电机组.....	25
图 53: 沈阳远大企业集团农用机械.....	25
图 54: 沈阳远大企业集团超声波辅助加工装备.....	25
图 55: 污水处理曝气池、高效浅层气浮设备.....	25
图 56: 沈阳远大企业集团: 核电关键设备——AP1000/CAP1400 核主泵变频器.....	26
图 57: 沈阳远大企业集团: 精准农业、智能滴灌技术.....	27

表格目录

表 1: 股权激励如果顺利完成, 则 2015-2016 年业绩将需要保持较快增长	3
表 2: 本次募集资金的使用计划 (修订稿)	4
表 3: 2014 年中国电梯产量超过 70 万台, 保有量约 360 万台	6
表 4: 电梯销量增速与房地产开发投资增速相关性较高	10
表 5: 城镇化和老龄化是推动电梯需求增长的主动力	11
表 6: 新型城镇化将带来大量电梯新增需求	12
表 7: 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	15
表 8: 公司具备核心技术优势	16
表 9: “十二五”期间出台的涉及环保领域的重要政策法规	20
表 10: 2014 年中国汽车产、销量均超过 2300 万辆	24
表 11: 分业务预测: 预计 2015-2017 年公司营业收入和综合毛利率将稳步提升	28
表 12: 不考虑增发, 预计博林特 2015-2017 年净利润复合增长率接近 20%	29
表 13: 利润表预测	30
表 14: 资产负债表预测	30
表 15: 现金流量表预测	31

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。

王华君、陈显帆，机械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（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、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）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn