

公司研究

新股研究

建议询价区间: 33.81-38.64 元

## 国内最大的电扶梯内资品牌企业

——康力电梯(002367)新股研究

## 核心观点

## 询价结论

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年每股收益计算为 0.97、1.3、1.71 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 35-40 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 33.81-38.64 元/股,中枢价值为 36.22 元。

## 主要依据与未来成长性:

国家政策支持 and 行业结构进一步优化。电梯行业所属的通用设备制造业是《中国名牌产品“十一五”培育规划》中的重点行业之一。我国电梯行业将面临第二次整合的局面,国内小型企业及部分中等企业由于可持续发展能力不强,加上成本优势的逐步丧失,将陆续退出市场,电梯产业向优势企业、核心企业集中的序幕已经拉开,行业内的无序竞争局面将有所好转。公司也因此遇到了电梯需求量增加和因为部分企业的退出而扩大市场占有率的发展机遇。

电梯消费市场面扩量增。我国已发展成为全球最大的电梯生产和销售市场,随着城市化进程的加快,房地产行业的进一步稳定发展,轨道交通、机场、人行天桥等城市建设投入的增加,电梯市场需求量也将得到迅速增长。此外各城市地铁工程、公用设施工程、高速铁路等国家重点工程项目的实施,将加大对中高速电梯、大高度公交型扶梯市场需求。

处于行业领先地位。公司生产的“康力”牌电梯产品销量自 2005 年起连续四年荣获全国市场同类产品内资品牌第一名;根据中国电梯协会行业报告和公司统计分析,2007 年公司整机产品国内市场占有率为 1.72%,扶梯主要部件-上下部驱动总成国内市场占有率为 23.63%。

## 风险提示

市场竞争加剧的风险,营销服务网络快速扩张的风险,技术开发风险,维保过程中公司品牌受损风险。

## 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	823.94	1071.11	1392.44	1810.17
同比增速(%)	19.39%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润(百万)	84.20	131.52	175.01	230.76
同比增速(%)	67.26%	56.19%	33.06%	31.86%
EPS(元)	0.84	0.97	1.30	1.71

## 基础数据

发行股数(万股)	10,000
发行后总股本(万股)	13,350
发行前每股净资产(元)	3.30
建议询价区间(元)	33.81-38.64

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 一、本次发行一般情况

**表 1：公司发行基本情况**

公司	康力电梯股份有限公司
公司简称	康力电梯
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-3-2
申购代码	002367
发行股数	3,350 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	13,350 万股
发行前每股净资产	3.30 元（2009 年 12 月 31 日经审计归属于母公司所有者权益数据计算）

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

## 二、公司基本情况

### 1、公司概况

公司专业从事电梯设计、开发、制造、销售、安装和维护等，是国内最大的电扶梯生产基地之一。公司产品种类丰富，有乘客电梯、住宅电梯、高速客梯、医用电梯、观光电梯、自动扶梯、倾斜自动人行道等。拥有 25 万平方米的大型电梯生产基地和一座高达 80 米、被誉为中国电梯的“第一高度”的电梯专用试验塔；拥有世界先进水平的数控激光切割机、多工位数控冲床、数控折板机、加工中心等全套现代化制造装备，可年产 8000 台自动扶梯、自动人行道及各类电梯产品。生产的“康力”牌电梯产品销量自 2005 年起连续四年荣获全国市场同类产品内资品牌第一名，将成为第一家打破外资品牌在国内高速电梯市场垄断地位的内资品牌企业。

### 2、股权结构

**表 2：发行前后公司股本结构**

股东名称	发行前		发行后	
	股数（万股）	持股比例（%）	股数（万股）	持股比例（%）
<b>一、有限售条件的自然人股</b>	<b>7,070.00</b>	<b>70.70</b>	<b>7,070.00</b>	<b>52.96</b>
王友林	6,539.00	65.39	6,539.00	48.98
其他 8 位自然人	531.00	5.31	531.00	3.98
<b>二、有限售条件的法人股</b>	<b>2,930.00</b>	<b>29.30</b>	<b>2,930.00</b>	<b>21.95</b>
尼盛国际	600.00	6.00	600.00	4.49
苏州伟晨	600.00	6.00	600.00	4.49
苏高新风投（SS）	500.00	5.00	165.00	1.24
苏州国发	400.00	4.00	400.00	3.00
鑫汇安泰	400.00	4.00	400.00	3.00
海利众诚	280.00	2.80	280.00	2.10
苏州博融	150.00	1.50	150.00	1.12
全国社会保障基金理事会（SS）	-	-	335.00	2.51
<b>三、拟发行的流通股</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,350.00</b>	<b>25.09</b>
合计	<b>10,000.00</b>	<b>100.00</b>	<b>13,350.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司招股意向书

## 三、公司经营分析

## 1、公司收入毛利构成

表 3: 公司主营业务收入构成 (万元)

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
电梯	40,071.39	49.71	30,668.86	44.86	16,874.84	32.03
扶梯	15,229.55	18.89	19,454.20	28.45	19,013.88	36.09
零部件	21,125.45	26.21	16,883.58	24.69	15,621.99	29.65
安装与维保	4,176.64	5.18	1,365.08	2.00	1,172.11	2.23
合计	80,603.02	100.00	68,371.72	100.00	52,682.82	100.00

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

表 4: 公司毛利构成 (万元)

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	毛利	比例	毛利	比例	毛利	比例
电梯	11,536.22	51.98	6,427.27	44.44	3,394.85	29.94
扶梯	4,538.45	20.45	4,981.04	34.44	4,821.93	42.52
零部件	5,137.25	23.15	2,584.67	17.87	2,797.62	24.67
安装及维保	626.31	2.82	275.23	1.90	230.21	2.03
其他	354.60	1.60	193.79	1.34	94.78	0.84
毛利合计	22,192.84	100.00	14,462.00	100.00	11,339.38	100.00

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

## 2、未来公司成长性

表 5: 公司募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	实施主体	投资总额	资金使用计划		项目备案情况
				第 1 年	第 2 年	
1	中高速电梯柔性生产线项目	公司	8,200	6,635	1,565	吴发改中心备发[2008]46号
2	大高度、公交型扶梯生产线项目	公司	6,520	5,405	1,115	吴发改中心备发[2008]47号
3	电梯、扶梯关键部件生产线项目	苏州新达	5,480	4,550	930	吴发改中心备发[2008]45号
4	建设国家级企业技术中心项目	公司	3,200	2,104	1,096	吴经贸备案号: 3205840800161
	合计		23,400	18,694	4,706	

资料来源: 上市公司招股意向书

## 3、未来公司成长性

**国家政策支持。**装备制造业具有资金、劳动力、技术三重密集的特点,是为国民经济各行业提供技术装备的战略性产业,振兴装备制造业是国家“十一五”重大发展战略之一;电梯行业所属的通用设备制造业是《中国名牌产品“十一五”培育规划》中的重点行业之一;2009年2月,国务院常务会议审议并原则通过“装备制造业调整振兴规划”,会议决定加快装备制造企业兼并重组和产品更新换代,促进产业结构优化升级,全面提升装备制造业的产业竞争力。在国家振兴装备制造业的大环境下,装备制造业调整振兴计划的出台和实施将为公司的长期发展提供强有力的支持。

**电梯消费市场面扩量增。**我国已发展成为全球最大的电梯生产和销售市场,随着城市化进程的加快,房地产行业的进一步稳定发展,轨道交通、机场、人行天桥等城市建设投入的增加,电梯市场需求量也将得到迅速增长。此外各城市地铁工程、公用设施工程、高速铁路等国家重点工程项目的实施,将加大对中高速电梯、大高度公交型扶梯市场需求。为抵御国际经济环境对我国的不利影响,国务院出台了总额达4万亿元的投资计划,其

中保障性住房、棚户区改造、机场、地铁、铁路、医疗、教育、灾后重建等项目对电梯的需求为电梯企业带来了新的商机。

**行业结构进一步优化。**根据我国电梯行业十一五规划，加强电梯行业结构调整已成为十一五期间我国电梯行业的主要任务。随着市场规范程度的提升和行业整合趋势的加快，我国电梯行业将面临第二次整合的局面，国内小型企业及部分中等企业由于可持续发展能力不强，加上成本优势的逐步丧失，将陆续退出市场，电梯产业向优势企业、核心企业集中的序幕已经拉开，行业内的无序竞争局面将有所好转。公司也因此遇到了电梯需求量增加和因为部分企业的退出而扩大市场占有率的发展机遇。

**处于行业领先地位。**根据国家统计局、中国电梯协会 2005 年、2006 年统计数据及国家统计局中国行业企业信息发布中心 2008 年、2009 年发布的统计调查信息证明，公司生产的“康力”牌电梯产品销量自 2005 年起连续四年荣获全国市场同类产品内资品牌第一名；根据中国电梯协会行业报告和公司统计分析，2007 年公司整机产品国内市场占有率为 1.72%，扶梯主要部件 - 上下部驱动总成国内市场占有率为 23.63%。

#### 四、风险因素

**市场竞争加剧的风险。**我国已成为全球发展最迅速、最具有活力的电梯设备生产国及消费国，截至 2008 年 11 月末，我国取得制造许可的电梯整机企业 530 家（中国电梯协会设计与制造专业委员会 2008 年年会公布数据）。全球各大知名品牌均在国内建立了独资、合资公司，巨大的市场需求吸引国内外众多厂商参与竞争。特别是常用电梯市场，产量虽然占到电梯市场的 98% 以上，但其基础性技术、机械强度及功能要求不高，参与竞争厂商较多，市场良莠不齐，公司面临来自外资品牌企业和规模较小的生产商的双重压力。公司若不能在品牌知名度、产能规模、营销服务体系、融资能力等方面进一步增强实力，快速提高综合竞争力，将面临市场竞争加剧的风险。

**营销服务网络快速扩张的风险。**电梯行业具有“产品制造、现场安装、售后维保”的特点，建立营销服务体系对于公司长远健康发展比较重要。为适应上述特点，公司采取的销售模式为直接营销和代理销售两种，对于重要或者金额较大的订单一般由公司直接营销；同时把国内外市场进行分区建立代理商渠道。公司注重销售渠道的建设和营销服务网络的完善与管理，营销中心设有工程部、维保部、销售支持部、客户服务中心及 23 个分布全国各地的营销服务中心等，与 161 家有资格的代理商签订代理协议，且逐年进行代理商的优化考核筛选。公司通过上述营销模式的完善和优化，提高康力电梯的品牌建设和市场营销、安装及维保水平，提高服务响应能力。虽然公司目前营销服务体系运作良性发展，但还是存在营销服务体系快速扩张而管理能力、质量控制能力又未能及时与之相适应的可能，将使公司面临一定的营销、安装及售后服务风险。

**技术开发风险。**公司在电扶梯及关键零部件方面采用多层次的技术开发格局，在产品生产过程中大量使用交流变频变压变速技术（VVVF）、无机房技术、永磁同步电机技术、电梯监控技术以及全电脑串行电梯控制技术较先进技术。虽然公司拥有一支较精干的研发团队，技术研发人员 80 名，并建立了省级企业技术中心和市级工程技术研究中心，在人员配备和平台投入上均逐步加强，但总体上研发力量还需要进一步提高。随着市场新产品开发节奏的加快，公司在新产品开发、试制方面，存在开发失败、成本过高或研制时间过长等风险。

**维保过程中公司品牌受损风险。**公司与客户签订的销售合同一般会规定不超过 2 年的产品质量保证期限。在该质保期内，公司负有产品质量责任，受托维保单位、电（扶）梯使用单位、公司三方共同承担电（扶）梯的维保责任，具体责任分担由当地质检部门根据实际情况认定。质保期届满之后，受托维保单位、电（扶）梯使用单位承担电（扶）梯的维保责任，公司继续承担产品质量责任，但公司仍存在一定的品牌受损风险。

## 五、公司盈利预测

**表 6: 2010-2012 年盈利预测（单位：百万元）**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	824	1071	1392	1810
营业成本	602	793	1030	1340
营业税金及附加	6	6	8	11
营业费用	55	58	79	107
管理费用	58	72	97	125
财务费用	3	-18	-30	-48
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	95	157	202	270
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	98	161	207	275
所得税	14	30	32	44
净利润	84	132	175	231
少数股东损益	0	3	1	2
归属母公司净利润	84	129	174	229
EBITDA	116	154	188	238
总股本（百万）	100	133.5	133.5	133.5
<b>EPS（元）</b>	<b>0.84</b>	<b>0.97</b>	<b>1.30</b>	<b>1.71</b>

资料来源：国都证券

## 六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年每股收益计算为 0.97、1.3、1.71 元/股。公司行业得到国家政策支持，行业结构进一步优化，电梯消费市场面放量增，而且公司处于行业领先地位。公司的风险在于市场竞争加剧的风险，营销服务网络快速扩张的风险，技术开发风险，维保过程中公司品牌受损风险。

我们给予公司 2010 年每股收益 35-40 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 33.81-38.64 元/股，中枢价值为 36.22 元。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			