

2010年03月02日

目标价格(人民币) : 37.50-40.30元

**长期竞争力评级 : 高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

发行价(元)	27.10
发行 A 股数量(百万股)	33.50
总股本(百万股)	100.00
国金其它专用设备指数	4585.06
沪深 300 指数	3311.24
中小板指数	5978.84


**分析师:张昊**

 (8621)61038223  
 zhangh@gjzq.com.cn

**董亚光**

 (8621)61038289  
 dongyaguang@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 康力电梯 (002367.SZ)

——中国电梯行业的希望和骄傲

**公司基本情况(人民币)**

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.416	0.502	0.842	0.961	1.344	1.800
净利润增长率	N/A	20.90%	67.57%	52.29%	39.89%	33.93%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A			N/A
行业优化市盈率(倍)	69.05	26.31	53.21	53.21	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	20.27%	19.63%	25.50%	9.75%	12.55%	15.03%
每股净资产(元)	2.05	2.56	3.30	9.85	10.71	11.97
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	33.50	33.50	33.50
总股本(百万股)	100.00	100.00	100.00	133.50	133.50	133.50

来源 : 公司年报、国金证券研究所 注 : “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论、价值评估与投资建议**

- 康力电梯是我国最大的自主品牌电梯制造商，整体上我们认为公司是一家质地优良的快速成长型公司。
- 目前公司国内市场占有率仅为 2% 左右，未来在市场份额的提升方面享有重要机遇：
  - ◆ 中国电梯市场已占据全球 50% 以上的份额，外资品牌的本土化战略使得我国在电梯的研发、制造、零部件配套、维护保养方面获得长足的进步，国内外电梯水平开始趋同；
  - ◆ 公司是我国民族品牌电梯的领军企业，近年来民族品牌电梯凭借着对中国市场的深入理解以及良好的性价比市场份额正在快速扩大；
  - ◆ 公司属于民营企业，机制灵活，对比外资品牌在成本控制、市场开拓、售后服务方面具有一定的优势；
  - ◆ 公司注重技术研发，握有“8 台群控”、“6 米/秒高速电梯生产”等电梯领域的核心技术，在多个领域打破外资品牌在国内的垄断；
  - ◆ 作为公司目前发展重点的二、三线城市电梯渗透率仍然偏低，增长潜力巨大；
  - ◆ 上市后，公司在品牌影响力及资金实力上与外资品牌迅速接近，有望获得更快的发展。
- 产品结构的提升是公司的另一大亮点。近年来公司在产品结构方面获得长足的进步，中高速电梯、中大高度扶梯占比逐渐提高，由此带来了产品单价及毛利率的提升。08 年上海三菱的电梯单价为 20 万元/台以上，而公司仅为三菱的 2/3 左右。长期看，公司产品的结构提升具有很大的潜力。
- 公司本次发行的 3,350 万股主要投资于四个项目，重点在于解决产能瓶颈。由于前期厂房已经建好，募集资金的见效时间可望缩短至 6 个月。

- 我们预计公司 2010~2012 年可分别实现销售收入 1,199、1,582 及 2,096 百万元，同比增长 45.5%、32.0%及 32.5%，可分别实现归属于母公司净利润 128、179 及 240 百万元，同比增长 52.3%、39.9%及 33.9%，折合每股收益 0.961、1.344 及 1.800 元。
- 参考中小板新上市公司的估值情况，我们给与公司合理目标价范围为：37.5~40.3 元，折合 2010 年 39~42 倍 PE。
- 公司长期市值成长空间参考上海三菱。上海三菱占上海机电净利润 60%左右，假设上海机电 60%的市值是由上海三菱 52%的股权贡献，上海三菱的合理市值约为 150 亿元，PS 在 1.9 倍左右。长期看，如康力电梯能够取得上海三菱在国内市场的地位，则市值至少还有 3 倍的增长空间。

## 内容目录

公司概况 .....	3
市场份额提升是最大的看点.....	3
自主品牌市场份额上升是大势所趋 .....	3
康力领军自主品牌 .....	5
渗透率相对发达国家仍然偏低 .....	7
年产量占全球 50%以上 .....	7
募投项目分析 .....	8
风险提示 .....	8
盈利预测及估值.....	8
关键假设说明 .....	8
估值 .....	9

## 图表目录

图表 1： .....	3
图表 2：07 年国内电梯市场份额 .....	4
图表 3： .....	4
图表 4：康力研发投入向世界领先水平看齐.....	5
图表 5：同行业毛利率比较.....	6
图表 6：康力销售收入中中西部地区占比逐渐提高.....	6
图表 7：公司获得大额订单的数量显著增长.....	7
图表 8：中国历年电梯产量(万台) .....	7
图表 9：募集资金使用计划(万元) .....	8
图表 10：分项盈利预测 .....	9
图表 11：上海机电相对估值.....	10
图表 12：2010 年 1 月后上市中小板公司 .....	10

## 公司概况

- 康力电梯是我国最大的自主品牌的电梯制造商，拥有电梯设计、研发、生产、销售、安装和维护保养完整的电梯产业链。
- 公司为民营企业，控股股东为公司高管，股权结构已形成自然激励，上市后公司管理层和流通股东利益一致。
  - ◆ 公司实际控制人为董事长王友林，占发行后总股本 49%；王总另两位亲属合计持有发行后总股本 2.4%，上市完成后王氏家族处于绝对控股地位。
  - ◆ 公司本次发行 3,350 万股，占发行后总股本 25.1%。

图表1：

股份类别	公开发行前		公开发行后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
一、有限售条件的自然人股	7,070	70.7%	7,070	53.0%
王友林	6,539	65.4%	6,539	49.0%
其他8位自然人	531	5.3%	531	4.0%
二、有限售条件的法人股	2,930	29.3%	2,930	22.0%
尼盛国际	600	6.0%	600	4.5%
苏州伟晨	600	6.0%	600	4.5%
苏高新风投(SS)	500	5.0%	165	1.2%
苏州国发	400	4.0%	400	3.0%
鑫汇安泰	400	4.0%	400	3.0%
海利众诚	280	2.8%	280	2.1%
苏州博融	150	1.5%	150	1.1%
全国社会保障基金理事会(SS)			335	2.5%
三、拟发行的流通股			3,350	25.1%
合计	10,000	100%	13,350	100%

来源：国金证券研究所

## 市场份额提升是最大的看点

### 自主品牌市场份额上升是大势所趋

- 目前在国内电梯市场中外资品牌占据主导。根据 07 年中国电梯协会统计，外资品牌约占国内电梯市场 80%左右的市场份额，自主品牌约占 20%。
  - ◆ 外资品牌中，奥的斯、三菱、日立三大品牌约占市场总份额的 50%；
  - ◆ 内资品牌中，康力等前十大品牌占据份额的 50%，内资品牌市场集中度远低于外资品牌。

图表2：07年国内电梯市场份额

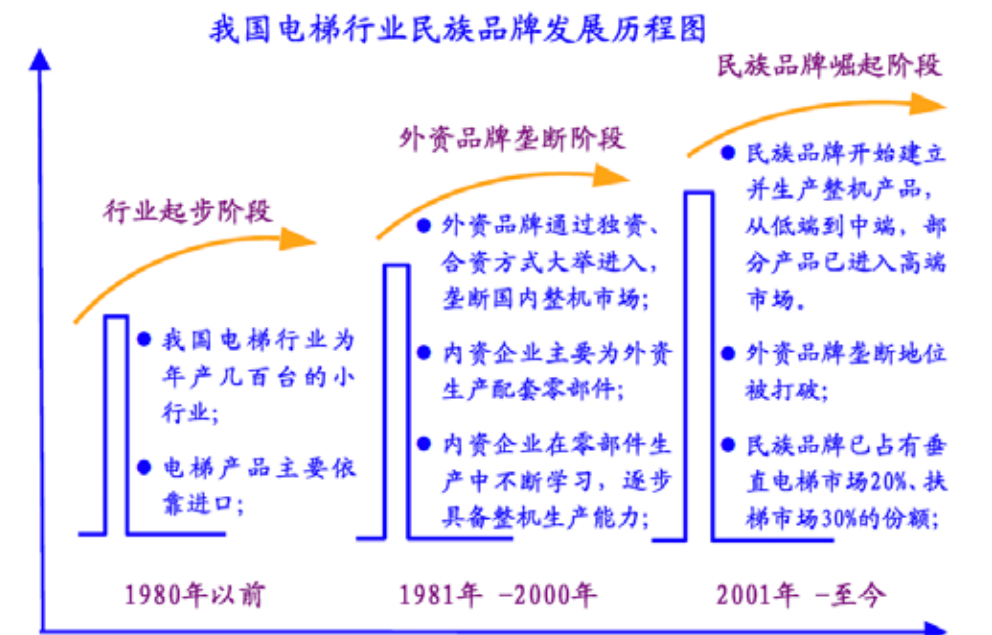


来源：招股书、国金证券研究所

■ 然而自主品牌份额的提升是大势所趋：

- ◆ 首先，在外资品牌本土化生产的过程中中国电梯产业链的竞争力得到了增强。外资品牌电梯的零部件基本由国内配套企业制造，并且在这一过程中形成了电梯产业集群，为本土制造商由零部件向整机制造升级提供了可能；
- ◆ 其次，由于国内电梯市场快速增长，外资品牌普遍加大了在中国的投资，尤其是将研发中心转移至国内，将其在我国单纯的生产基地转变成研发和制造的集合体，为中国电梯行业培养了大量的技术、管理人才。
- 在技术、人才等基础条件具备的前提下，国内民营企业凭借灵活的机制、良好的性价比优势，逐步从创立时期的市场占有率为零发展到目前占据国内 1/4 左右的市场份额。
- 目前中、外电梯品牌的产品技术、维护保养、制造品质已然趋同，自主品牌电梯的差距主要来自品牌知名度、资金实力。

图表3：



来源：招股书、国金证券研究所

### 康力领军自主品牌

- 康力电梯是国内最大的自主品牌电梯制造商，然而在 07 年国内电梯市场占有率也仅有 1.72%。公司近年来在品牌拓展上取得了长足的进步：
  - ◆ 08 年 12 月，公司签订苏州市轨道交通一号线全线车站 199 台自动扶梯工程是项目，我国内资品牌中第一家实施国内城市轨道交通全线扶梯工程的企业。
  - ◆ 09 年 6 月，公司中标南昌昌北机场扩建工程项目，是我国内资品牌中第一家中标国内省会以上机场（主候机楼）工程的企业。
  - ◆ 09 年 6 月，公司中标沈阳“龙之梦”大型商业地产 12 台、6 米/秒项目，成为我国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。
- 公司的技术实力处于国内领先：
  - ◆ 公司拥有“省级企业技术中心”和“市级工程技术研究中心”，并设立“康力电梯——浙江大学院士工作站”，目前公司正在积极筹建电梯行业内的首家自主品牌的“国家级企业技术中心”。
  - ◆ 公司拥有电梯 VVVF(变频变压调速)驱动技术、扶梯双主机同步驱动技术、CompoBus/S 高速系统控制技术、智能变频控制技术、能量再生技术、无线远程监控技术、电梯群控技术等行业先进技术，在整机整合设计、驱动技术、控制技术等核心技术领域拥有较强的技术实力。
  - ◆ 目前公司已拥有 82 项专利，其中发明专利 3 项、实用新型 60 项。

图表4：康力研发投入向世界领先水平看齐

品牌	地点	基础设施条件	投入	主要研究方向
奥的斯	天津、广州、上海	与OTIS全球机构对接	5%	融入奥的斯全球技术，针对中国和亚洲需求的制造工艺
迅达	上海、北京	与瑞士及欧洲中心对接	5%	高速电梯新型控制系统；Miconic10楼层厅站登记系统
三菱	上海	与日本对接资源共享	4%	VVVF电梯、节能控制系统
康力	吴江	省级企业技术中心	3%	高速电梯、大高度扶梯、节能控制系统、绿色制造工艺

来源：招股书、国金证券研究所

- 公司的成本优势主要体现在整机生产上关键部件采取自制生产、自主设计与外协加工相结合的方式，丰富了电梯产品线，延长价值链，实行整机与零部件生产协同发展的模式。
  - ◆ 公司电扶梯零部件产品主要包括：自动扶梯上下部驱动总成、子系统、前沿踏板、控制柜、电梯轿厢总成及其他电梯、扶梯零部件产品。扶梯产品驱动系统的核心部件曳引机均为公司自主制造。
  - ◆ 公司毛利率与同行业相比基本持平。但考虑到公司面对国际一线品牌在售价上的折让，以及公司规模尚小于上述公司，实际上公司的成本控制力处于行业领先地位。

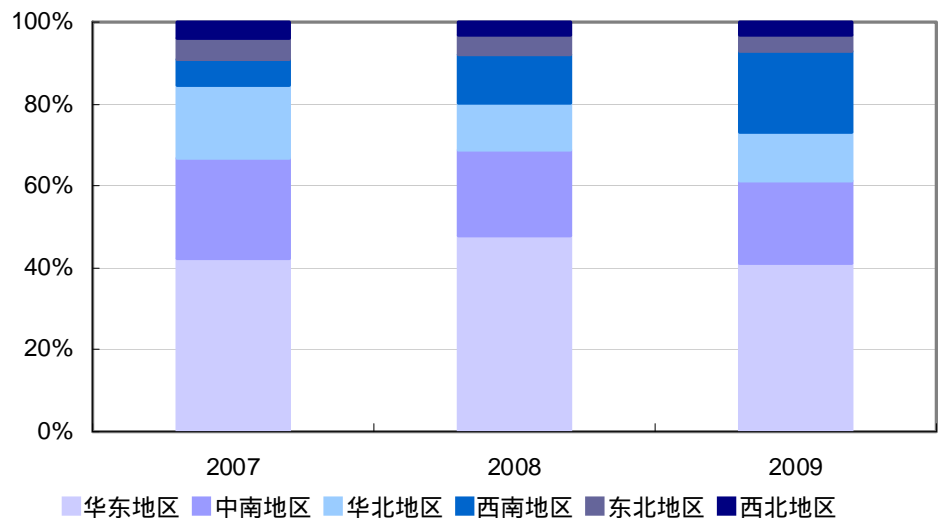
图表5：同行业毛利率比较

公司名称	2007	2008	2009
康力	21.4	21.0	26.9
行业均值	21.7	21.4	
上海三菱	23.5	20.9	
奥的斯	26.0	26.7	
迅达	19.9	20.4	
蒂森	18.2	17.4	
富士达	18.7	18.5	
日立	20.3	21.3	
东芝	25.4	24.9	

来源：招股书、国金证券研究所

- 公司在全国 10 大地区建立了 23 个营销服务中心，并与 161 家专业电梯安装维保公司签约形成合作关系，公司建设的直销和代理销售结合、代理商与服务中心交叉互补的营销服务体系基本覆盖全国，市场营销网络在行业内初具竞争优势。
- 公司在品牌影响力方面处于上升势头。以往公司采用“以农村包围城市”的方式率先在二、三线城市及注重产品性价比的民营企业打开市场，目前公司已进入拓展一线城市、政府客户、一线客户市场的重要发展阶段。
  - ◆ 由于中西部地区城市化潜力较大，同时电梯渗透率更低，因此发展前景较东部地区更好。依托在中西部市场的拓展，我们认为康力可以获得高于行业的增长速度。

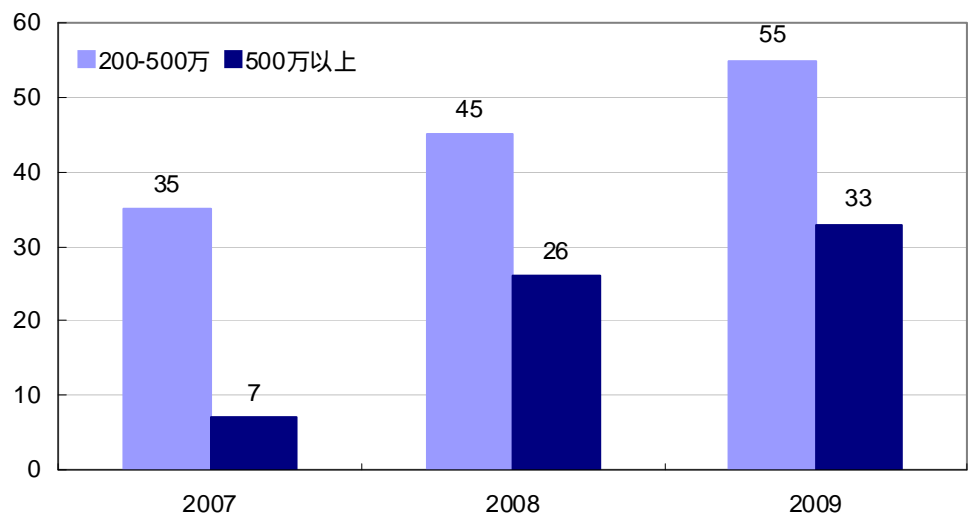
图表6：康力销售收入中中西部地区占比逐渐提高



来源：招股书、国金证券研究所

- 公开上市是公司发展的里程碑，对公司弥补资金、品牌劣势有着重要的意义。我们认为公开发行之后，公司步入发展快车道。
- 产品结构的提升是公司的另一重要增长点。例如在轨道交通中使用的大高度扶梯，根据规划 2010~2015 年我国将建设 1700 公里的轨道交通，按每 1~1.5 公里一站，每站采用 8 台扶梯，每台扶梯 70 万元计算，每年仅轨道交通采用的中大高度扶梯市场容量即为 13~20 亿元，如公司能占据 20% 的市场容量，平均每年的收入即可达到 3~4 亿元。而中大高度扶梯的毛利率可达 40% 以上，对公司产品结构提升有显著帮助。

图表7：公司获得大额订单的数量显著增长



来源：招股书、国金证券研究所

## 中国电梯行业未来稳定增长是大概率事件

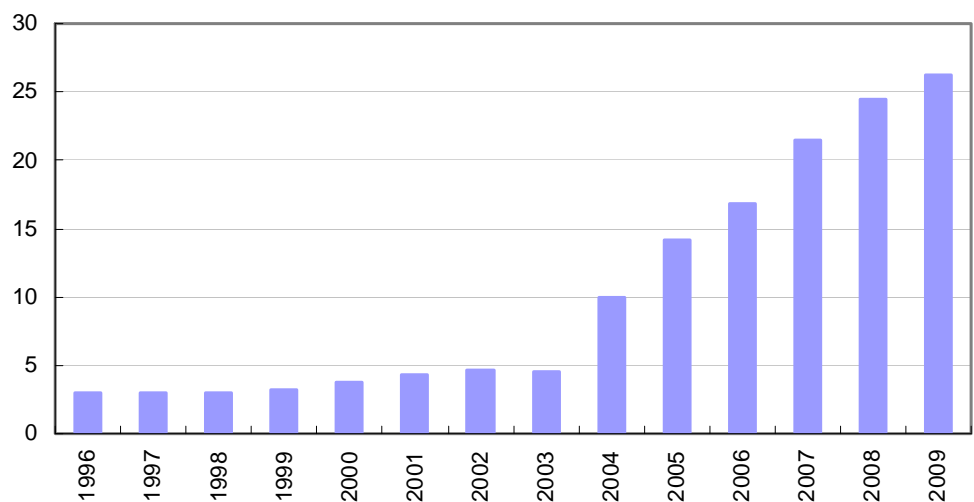
### 渗透率相对发达国家仍然偏低

- 截至 09 年底，我国在用电梯数量约为 130 万台，基本为每 1000 人保有一台电梯；我国在用电梯的人均拥有量仍只是世界平均水平的一半，与发达国家相比，则仅仅是 1/10—1/20。
- 城市化率的提高是驱动我国电梯产量快速增长最重要的动力。08 年底我国的城市化率约为 45%，如假设 2020 年前平均每年城市化率提高 1%，则每年城市人口增加 1300~1400 万人，按照国际平均每 500 人保有一台电梯计算，平均每年电梯的新增需求为 26~28 万台，与 09 年电梯产量基本持平。考虑到出口和替换需求，我们认为中国电梯行业未来几年保持稳定增长是大概率事件。

### 年产量占全球 50%以上

- 然而，09 年我国电梯产量达到 26.2 万台，电梯年产量占全球比重达到 50%以上，继续大幅提高的可能性也不是很大。

图表8：中国历年电梯产量(万台)



来源：招股书、国金证券研究所

## 募投项目分析

- 本次公司共发行 3,350 万股，募集资金主要投入四个项目，项目总投资为 234 百万元。目前公司募投项目的前期准备工作已经完成，厂房已建好，只待设备到位，因此募投项目产生的收益将好于招股书披露的日期。
- 我们看好公司在市场份额中提升的趋势，此次募投项目可有效的减缓公司产能不足的问题。

图表9：募集资金使用计划(万元)

序号	项目名称	实施主体	投资总额	资金使用计划	
				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
2	大高度、公交型扶梯生产线项目	公司	6,520	5,405	1,115
3	电梯、扶梯关键部件生产线项目	苏州新达	5,480	4,550	930
4	建设国家级企业技术中心项目	公司	3,200	2,104	1,096
合计			23,400	18,694	4,706

来源：招股书、国金证券研究所

## 风险提示

- 公司品牌拓展不及预期：虽然我们认为自主品牌市场份额提升是大势所趋，但公司在品牌拓展方面的风险不容忽视。通常电梯占工程造价不超过 2%，客户对价格敏感度较低，而对品质、可靠性要求较高。公司未来的品牌塑造力是拓展市场的关键；
- 下游房地产开工下滑影响需求：我们认为市场份额的提升是重要看点，因此行业的波动对公司影响有限。

## 盈利预测及估值

### 关键假设说明

- 电梯：公司目前电梯产品在手订单 6.98 亿元，合计 4,019 台，去税后平均单价为 14.84 万元/台，较 09 年电梯平均 13.99 万元/台的单价有一定程度提高，显示公司的电梯产品结构在逐步提升。考虑到公司产品结构的好转与原材料价格的上涨相互对冲，我们保守预计 2010 年后公司的电梯产品毛利率为 27%，较 09 年低 1.79 个百分点。
  - ◆ 09 年公司 1 米/秒以上的中高速电梯占电梯全部收入 64.8%，较 08 年提升 12.4%，其中中高速电梯的平均单价为 16.72 万元/台，比低速电梯的 10.75 万元/台高出 5.97 万元/台。
- 扶梯：公司目前扶梯产品在手订单 3.22 亿元，合计 1,279 台，去税后平均 21.5 万元/台，较 09 年 12.43 万元/台有显著提高。公司扶梯业务未来的重要增长点为大高度扶梯，目前公司的该类产品在手订单为 2.01 亿元，平均单价 61.14 万元/台。考虑到公司产品结构的好转与原材料价格的上涨相互对冲，我们保守预计 2010 年后公司的电梯产品毛利率为 29%，略低于 09 年水平。



- 零部件：公司全资子公司苏州新达主营零部件制造，主要包含上下部驱动总成、子系统，其产品既为公司配套，也独立在市场销售。由于公司零部件产品市场占有率已经较高(20%~30%)，我们认为公司零部件业务未来主要跟随主机产品的增长而增长。
- 安装与维保：公司的安装与维保业务大多来自直销的产品，由于公司大客户占比提高，直销比例将较目前有所增长。我们预计 2012 年时公司的安装与维保业务可达到 1 亿元左右，对应大约 5 亿元的直销业务。

图表10：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>电梯</b>						
平均售价(万元/台)	12.18	13.20	13.99	14.69	15.13	15.43
增长率(YOY)	N.A.	8.39%	5.99%	5.00%	3.00%	2.00%
销售数量(台)	1386	2324	2865	3,868	5028	6788
增长率(YOY)	N.A.	67.68%	23.28%	35.00%	30.00%	35.00%
销售收入(百万元)	168.75	306.69	400.71	568.01	760.57	1,047.30
增长率(YOY)	N.A.	81.74%	30.66%	41.75%	33.90%	37.70%
毛利率	20.12%	20.96%	28.79%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本(百万元)	134.80	242.42	285.35	414.65	555.21	764.53
增长率(YOY)	N.A.	79.83%	17.71%	45.31%	33.90%	37.70%
毛利(百万元)	33.95	64.27	115.36	153.36	205.35	282.77
增长率(YOY)	N.A.	89.32%	79.49%	32.94%	33.90%	37.70%
占总销售额比重	32.03%	44.86%	49.71%	47.37%	48.07%	49.96%
占主营业务利润比重	30.19%	45.05%	52.83%	49.05%	49.60%	51.43%
<b>扶梯</b>						
平均售价(万元/台)	13.11	12.93	12.43	21.13	24.31	26.74
增长率(YOY)	N.A.	-1.36%	-3.89%	70.00%	15.00%	10.00%
销售数量(台)	1450	1504	1225	1,470	1764	2117
增长率(YOY)	N.A.	3.72%	-18.55%	20.00%	20.00%	20.00%
销售收入(百万元)	190.14	194.54	152.30	310.68	428.74	565.94
增长率(YOY)	N.A.	2.32%	-21.72%	104.00%	38.00%	32.00%
毛利率	25.36%	25.60%	29.80%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本(百万元)	141.92	144.73	106.91	220.58	304.41	401.82
增长率(YOY)	N.A.	1.98%	-26.13%	106.33%	38.00%	32.00%
毛利(百万元)	48.22	49.81	45.38	90.10	124.34	164.12
增长率(YOY)	N.A.	3.30%	-8.89%	98.52%	38.00%	32.00%
占总销售额比重	36.09%	28.45%	18.89%	25.91%	27.10%	27.00%
占主营业务利润比重	42.88%	34.91%	20.78%	28.82%	30.03%	29.85%
<b>零部件</b>						
销售收入(百万元)	156.22	168.84	211.25	264.07	316.88	380.26
增长率(YOY)	N.A.	8.08%	25.12%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	17.91%	15.31%	24.32%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本(百万元)	128.24	142.99	159.88	203.33	244.00	292.80
增长率(YOY)	N.A.	11.50%	11.81%	27.18%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	27.98	25.85	51.37	60.74	72.88	87.46
增长率(YOY)	N.A.	-7.61%	98.76%	18.23%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	29.65%	24.69%	26.21%	22.02%	20.03%	18.14%
占主营业务利润比重	24.88%	18.11%	23.52%	19.43%	17.60%	15.91%
<b>安装与维保</b>						
销售收入(百万元)	11.72	13.65	41.77	56.38	76.12	102.76
增长率(YOY)	N.A.	16.46%	205.96%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	19.64%	20.16%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	9.42	10.90	35.50	47.93	64.70	87.35
增长率(YOY)	N.A.	15.71%	225.76%	34.99%	35.00%	35.00%
毛利(百万元)	2.30	2.75	6.26	8.46	11.42	15.41
增长率(YOY)	N.A.	19.56%	127.56%	35.04%	35.00%	35.00%
占总销售额比重	2.22%	2.00%	5.18%	4.70%	4.81%	4.90%
占主营业务利润比重	2.05%	1.93%	2.87%	2.71%	2.76%	2.80%
销售总收入(百万元)	526.83	683.72	806.03	1199.15	1582.31	2096.26
销售总成本(百万元)	414.38	541.04	587.65	886.49	1168.32	1546.49
毛利(百万元)	112.45	142.68	218.38	312.65	413.99	549.77
平均毛利率	21.34%	20.87%	27.09%	26.07%	26.16%	26.23%

来源：国金证券研究所

## 估值

- 我们预计公司 2010~2012 年可分别实现销售收入 1,199、1,582 及 2,096 百万元，同比增长 45.5%、32.0%及 32.5%，可分别实现归属于母公司净利润 128、179 及 240 百万元，同比增长 52.3%、39.9%及 33.9%，折合每股收益 0.961、1.344 及 1.800 元。

- 公司长期市值成长空间参考上海三菱。上海三菱占上海机电净利润 60%左右，假设上海机电 60%的市值是由上海三菱 52%的股权贡献，上海三菱的合理市值约为 150 亿元，PS 在 1.9 倍左右。长期看，如康力电梯能够取得上海三菱在国内市场的地位，则市值至少还有 3 倍的增长空间。

图表11：上海机电相对估值

	当前股价	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
上海机电	12.74	130.29	0.59	0.76	0.91	21.61	16.85	14.06

来源：wind、国金证券研究所

- 参考中小板新上市公司的估值情况，我们给与公司合理目标价范围为：37.5~40.3 元，折合 2010 年 39~42 倍 PE。

图表12：2010 年 1 月后上市中小板公司

证券代码	证券简称	最新价	首发价格	EPS		首发价格PE		最新价格PE	
				2009	2010	2009	2010	2009	2010
002329.SZ	皇氏乳业	26.2	20.1	0.45	0.63	44.3	32.0	57.7	41.8
002330.SZ	得利斯	18.3	13.2	0.36	0.41	36.9	32.4	51.1	44.9
002331.SZ	皖通科技	41.0	27.0	0.60	0.77	45.3	35.0	68.8	53.2
002332.SZ	仙琚制药	15.8	8.2	0.23	0.29	35.5	28.0	68.3	53.9
002333.SZ	罗普斯金	27.6	22.0	0.65	0.80	33.9	27.6	42.5	34.7
002334.SZ	英威腾	72.3	48.0	1.20	1.51	39.9	31.7	60.2	47.8
002335.SZ	科华恒盛	43.3	27.4	0.96	1.12	28.5	24.4	45.1	38.7
002336.SZ	人人乐	29.0	27.0	0.57	0.74	47.6	36.4	51.0	39.1
002337.SZ	赛象科技	35.3	31.0	0.77	0.96	40.4	32.4	46.0	36.8
002338.SZ	奥普光电	44.1	22.0	0.55	0.66	40.3	33.3	80.9	66.7
002339.SZ	积成电子	35.9	25.0	0.66	0.86	37.9	29.1	54.4	41.7
002340.SZ	格林美	62.4	32.0	0.61	1.02	52.3	31.2	102.0	60.9
002341.SZ	新纶科技	27.6	23.0	0.61	0.89	37.6	25.8	45.0	30.9
002342.SZ	巨力索具	23.9	24.0	0.47	0.70	50.7	34.2	50.3	33.9
002343.SZ	禾欣股份	36.2	31.0	0.84	1.02	36.8	30.3	42.9	35.3
002344.SZ	海宁皮城	21.2	20.0	0.34	0.59	59.0	34.2	62.6	36.2
002345.SZ	潮宏基	42.4	33.0	0.69	0.93	48.0	35.5	61.7	45.7
002346.SZ	柘中建设	20.1	19.9	0.41	0.58	48.1	34.2	48.6	34.5
002347.SZ	泰尔重工	26.4	22.5	0.68	0.83	32.9	27.0	38.6	31.7
002348.SZ	高乐股份	21.7	22.0	0.48	0.64	45.6	34.5	45.0	34.0
002349.SZ	精华制药	30.5	19.8	0.40	0.53	49.7	37.2	76.6	57.4
002350.SZ	北京科锐	32.1	24.0	0.63	0.76	38.2	31.5	51.1	42.1
002351.SZ	漫步者	38.3	33.5	0.78	1.04	42.8	32.2	49.0	36.8
002352.SZ	鼎泰新材	32.2	32.0	0.57	0.78	56.5	41.0	56.8	41.2
002353.SZ	杰瑞股份	87.1	59.5	1.42	2.06	42.0	28.9	61.5	42.3
002354.SZ	科冕木业	17.9	12.3	0.29	0.40	42.1	31.0	61.3	45.1
002355.SZ	兴民钢圈	15.8	14.5	0.37	0.52	39.2	27.9	42.7	30.4
002356.SZ	浩宁达	37.3	36.5	0.71	0.98	51.6	37.3	52.7	38.2
002357.SZ	富临运业	22.9	15.0	0.50	0.58	29.9	26.0	45.8	39.8
002358.SZ	森源电气	42.0	26.0	0.68	0.91	38.3	28.7	61.8	46.3
002359.SZ	齐星铁塔	20.1	17.0	0.39	0.52	43.7	32.5	51.7	38.4
<b>平均值</b>						<b>42.4</b>	<b>31.7</b>	<b>55.9</b>	<b>41.9</b>
<b>中值</b>						<b>42.0</b>	<b>32.0</b>	<b>51.7</b>	<b>39.8</b>
002367.SZ	康力电梯		27.1	0.63	0.96	43.0	28.2		

来源：wind、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>529</b>	<b>690</b>	<b>824</b>	<b>1,199</b>	<b>1,582</b>	<b>2,096</b>
增长率		30.5%	19.4%	45.5%	32.0%	32.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-415</b>	<b>-546</b>	<b>-602</b>	<b>-886</b>	<b>-1,168</b>	<b>-1,546</b>
% 销售收入	78.6%	79.0%	73.1%	73.9%	73.8%	73.8%
<b>毛利</b>	<b>113</b>	<b>145</b>	<b>222</b>	<b>313</b>	<b>414</b>	<b>550</b>
% 销售收入	21.4%	21.0%	26.9%	26.1%	26.2%	26.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-24</b>	<b>-34</b>	<b>-55</b>	<b>-76</b>	<b>-93</b>	<b>-122</b>
% 销售收入	4.4%	4.9%	6.7%	6.3%	5.9%	5.8%
<b>管理费用</b>	<b>-30</b>	<b>-50</b>	<b>-58</b>	<b>-84</b>	<b>-108</b>	<b>-138</b>
% 销售收入	5.7%	7.2%	7.1%	7.0%	6.8%	6.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>103</b>	<b>146</b>	<b>204</b>	<b>278</b>
% 销售收入	10.7%	8.3%	12.5%	12.2%	12.9%	13.3%
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>59</b>	<b>51</b>	<b>95</b>	<b>148</b>	<b>208</b>	<b>280</b>
营业利润率	11.2%	7.4%	11.5%	12.3%	13.1%	13.3%
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>98</b>	<b>151</b>	<b>211</b>	<b>283</b>
利润率	11.4%	8.5%	11.9%	12.6%	13.3%	13.5%
<b>所得税</b>	<b>-16</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-23</b>	<b>-32</b>	<b>-42</b>
所得税率	26.6%	14.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>84</b>	<b>128</b>	<b>179</b>	<b>240</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>84</b>	<b>128</b>	<b>179</b>	<b>240</b>
净利率	7.9%	7.3%	10.2%	10.7%	11.3%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>84</b>	<b>128</b>	<b>179</b>	<b>240</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>5</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>46</b>
<b>非经营收益</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>34</b>	<b>-14</b>	<b>355</b>	<b>-62</b>	<b>-71</b>	<b>-17</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>88</b>	<b>57</b>	<b>464</b>	<b>94</b>	<b>142</b>	<b>265</b>
<b>资本开支</b>	<b>-44</b>	<b>-49</b>	<b>-30</b>	<b>-162</b>	<b>-108</b>	<b>-79</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>-49</b>	<b>-23</b>	<b>-163</b>	<b>-108</b>	<b>-79</b>
<b>股权募资</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>895</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-6</b>	<b>17</b>	<b>-88</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-1</b>	<b>-38</b>	<b>-54</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>-102</b>	<b>871</b>	<b>-49</b>	<b>-53</b>
<b>现金净流量</b>	<b>50</b>	<b>19</b>	<b>339</b>	<b>802</b>	<b>-15</b>	<b>134</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>73</b>	<b>58</b>	<b>229</b>	<b>1,031</b>	<b>1,016</b>	<b>1,150</b>
<b>应收款项</b>	<b>106</b>	<b>128</b>	<b>133</b>	<b>210</b>	<b>277</b>	<b>365</b>
<b>存货</b>	<b>107</b>	<b>132</b>	<b>307</b>	<b>328</b>	<b>448</b>	<b>614</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>43</b>	<b>55</b>
<b>流动资产</b>	<b>298</b>	<b>328</b>	<b>706</b>	<b>1,603</b>	<b>1,784</b>	<b>2,184</b>
% 总资产	60.5%	57.6%	74.8%	81.0%	79.8%	81.6%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>168</b>	<b>208</b>	<b>202</b>	<b>339</b>	<b>415</b>	<b>453</b>
% 总资产	34.1%	36.5%	21.4%	17.1%	18.6%	16.9%
<b>无形资产</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>36</b>
<b>非流动资产</b>	<b>195</b>	<b>242</b>	<b>237</b>	<b>375</b>	<b>452</b>	<b>492</b>
% 总资产	39.5%	42.4%	25.2%	19.0%	20.2%	18.4%
<b>资产总计</b>	<b>493</b>	<b>569</b>	<b>943</b>	<b>1,979</b>	<b>2,236</b>	<b>2,676</b>
<b>短期借款</b>	<b>13</b>	<b>65</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>187</b>	<b>196</b>	<b>567</b>	<b>584</b>	<b>697</b>	<b>932</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>145</b>
<b>流动负债</b>	<b>213</b>	<b>273</b>	<b>607</b>	<b>664</b>	<b>806</b>	<b>1,076</b>
<b>长期贷款</b>	<b>75</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>288</b>	<b>313</b>	<b>613</b>	<b>664</b>	<b>806</b>	<b>1,077</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>205</b>	<b>256</b>	<b>330</b>	<b>1,315</b>	<b>1,430</b>	<b>1,598</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>493</b>	<b>569</b>	<b>943</b>	<b>1,979</b>	<b>2,236</b>	<b>2,676</b>

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.416	0.502	0.842	0.961	1.344	1.800
每股净资产	2.050	2.559	3.301	9.847	10.711	11.970
每股经营现金净流	0.667	0.291	2.897	0.706	1.065	1.989
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.288	0.403	0.540
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.27%	19.64%	25.51%	9.75%	12.55%	15.03%
总资产收益率	8.42%	8.83%	8.93%	6.48%	8.02%	8.98%
投入资本收益率	14.20%	13.60%	25.43%	9.44%	12.15%	14.79%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	37.25%	30.51%	19.39%	45.54%	31.95%	32.48%
EBIT增长率	28.14%	1.00%	79.01%	42.28%	39.98%	36.20%
净利润增长率	142.05%	20.91%	67.58%	52.29%	39.89%	33.93%
总资产增长率	-5.33%	15.41%	65.62%	109.84%	12.99%	19.66%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	56.9	52.3	51.5	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	89.3	80.0	133.3	135.0	140.0	145.0
应付账款周转天数	82.4	65.0	87.8	88.0	90.0	92.0
固定资产周转天数	84.3	108.2	88.9	99.6	90.7	75.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	7.14%	18.52%	-64.16%	-78.43%	-71.09%	-71.90%
EBIT利息保障倍数	19.9	29.8	34.4	-27.5	-34.4	-59.5
资产负债率	58.32%	55.06%	65.00%	33.57%	36.05%	40.27%

### 定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；  
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。