

新股定价报告

2010 年 3 月 11 日

康力电梯002367上市定价报告

摘要:

一、上市公司基本资料

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

三、首日估值预测及分析

四、风险因素分析

- (一) 业务经营风险
- (二) 管理风险
- (三) 人力资源风险
- (四) 财务风险
- (五) 税收优惠政策变动风险
- (六) 技术开发风险
- (七) 募集资金投向风险
- (八) 股市风险

大通上市首日定价区间:

33.87—39.29

上市新股发行要素

股票名称	康力电梯
股票代码	002367
发行价格	27.1
发行数量	3350 万股
网上发行	2680 万股
发行前总股本	1 亿股
发行后总股本	1.335 亿股
申购上限	2 万股
发行 PE	44.35 (摊薄)
中签率	0.719%
上市地	吴江市
上市日期	2010-03-12
所属行业	通用设备制造业
主承销商	东吴证券有限责任公司

研究员: 吴葵

电 话: 0411-39673206

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: wuyan@daton.com.cn

近期相关报告

永安药业 002365 上市定价报告

中恒电气 002364 上市定价报告

隆基机械 002363 上市定价报告

一、上市公司基本资料

（一）公司介绍

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。

（二）近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.8420	0.5025	0.4156
每股收益(扣除)	0.8160	0.4322	0.3838
每股净资产	3.30	2.56	2.05
净资产收益率	25.51%	19.64%	20.27%
主营收入	8.24 亿	6.90 亿	5.29 亿
每股现金流	1.64	-0.09	0.28
每股经营性现金流	2.90	0.29	0.67

（三）董事会经营分析

公司销售收入保持快速增长态势，电梯销售收入连续三年保持高速增长。2008年，公司的营销侧重点部分向政府投资项目转移，公司相继中标“南昌市凤凰家园经济适用房”、“苏州轨道交通一号线工程全线车站自动扶梯”和“昆山站客运设施改造工程电梯”等重要的政府投资项目，同时，公司大金额订单显著增加，2007年单个金额500万元以上

的订单为 7 个，2008 年为 26 个，2009 年为 33 个，显示了公司市场拓展能力的逐步增强。

各类产品销售收入变化趋势如下：

① 电梯：电梯是公司重点开发产品，公司不断增加科研投入，产品种类不断丰富，性能逐步提升，满足了客户多样化的需求，电梯销售收入保持快速增长态势。2008 年、2009 年电梯销售收入分别为 30,668.86 万元、4,0071.39 万元，同比分别增长 81.74%、31.66%。2009 年公司大项目拓展能力不断增强，截至招股书签署日，公司正在执行订单中，电梯合同金额为 6.98 亿元，合计 4,019 台，其中，中高速电梯合同金额 5.51 亿元，合计 2,833 台，平均单价 16.62 万元。

② 扶梯：扶梯是公司优势产品之一，公司充分发挥零部件的专业化生产和配套优势，在产品性能、种类、质量、售后服务环节上不断提高，2008 年、2009 年扶梯销售收入分别为 19,454.20 万元、15,229.55 万元，2009 年扶梯销售收入同比下降，主要原因：（1）受金融危机影响，部分基础设施项目施工延缓，扶梯销售收入下降；（2）公司中标苏州轨道交通、昆山火车站等政府大型项目增多，执行周期较长，影响了当期收入确认；（3）存货中，发出待安装的扶梯金额为 3,782.69 万元。截至招股书签署日，公司正在执行的订单中，扶梯合同金额 3.22 亿元，合计 1,279 台，其中，中大高度扶梯订单 2.01 亿元，合计 281 台，平均单价 61.14 万元，大大高于普通扶梯。

③ 零部件：公司全资子公司苏州新达的扶梯零部件是公司盈利的有机组成部分，其产品既为公司配套，也独立在市场销售。销售收入保持较高的增长速度，2008 年、2009 年零部件销售收入分别为 16,883.58 万元、21,125.45 万元，同比分别增长为 8.08%、25.15%。公司的扶梯上下部驱动总成、子系统具有较强的市场竞争力，已成为奥的斯、蒂森、富士达、通力等国际品牌电梯企业的主要供应商之一。

④安装与维保：报告期内，公司安装和维保收入呈现快速增长趋势，2008年、2009年安装与维保收入分别为1,365.08万元、4,176.64万元，分别同比增长16.46%、205.96%。

2009年安装收入大幅增加的主要原因是：（1）公司2009年大额订单增加。大额订单一般都为直销合同，由公司直接与客户签订安装合同，因此安装收入大幅增加。（2）产品结构升级，2009年中高速电梯产品收入占电梯收入比例为64.77%，较2008年的52.44%提高了12.33个百分点。中高速电梯收取的安装收入相对较高，因此安装收入大幅增加。

2009年安装和维保收入大幅增长，体现了公司对安装和维保的重视，公司致力于建立从研发、生产、销售、安装和维保完整的产品服务链，解决客户的后顾之忧，报告期内公司逐步增加安装和维保业务的人力、物力投入，营销服务网络逐渐覆盖全国，安装和维保业务收入逐步扩大。

二、数据统计

（一）所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	预测市盈率(整体法) 2010	预测市盈率(整体法) 2011	市净率(整体法)
全部 A 股	25.05	18.08	15.02	3.43
上证综合指数成份	22.5	16.7	13.96	3.13
沪深 300 成份	21.78	16.1	13.6	3.08
交通运输设备制造业	37.99	20.39	16.94	4.15

数据来源：大通研发中心、wind

（二）近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发价格元	首发数量万股	首发PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
002363	隆基机械	2010-03-05	18	3000	36	0.32%	46.78%
002364	中恒电气	2010-03-05	22.35	1680	37.25	0.26%	92.55%
002365	永安药业	2010-03-05	31	2350	46.27	0.37%	42.33%
002360	同德化工	2010-03-03	23.98	1500	32.85	0.62%	57.09%
002361	神剑股份	2010-03-03	17	2000	36.17	0.56%	55.52%
002362	汉王科技	2010-03-03	41.9	2700	68.69	1.31%	90.87%
		平均值	25.705	2205	42.872	0.57%	64.19%
002367	康力电梯	2010-3-12	27.1	3350	44.35	0.719%	/

数据来源：大通研发中心、wind

三、首日估值预测及分析

（一）与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 64%。根据康力电梯发行价、发行 PE 等发行因素分析，以及对近期股本大小相似股票上市首日对比分析，我们给予康力电梯首日涨幅 25-45%，相对应股价为 33.87--39.29 元。

（二）PE 估值

从发行 44 倍 PE 来看，显然高出市场 22 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。但从其所属的交通运输设备制造业板块 38 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 60 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 36.36%，相对应股价为 36.95 元。

综合来看我们给予康力电梯首日涨幅区间 **25-45%**，相对应波动价格区间为 **33.87-39.29 元**。

四、风险因素分析

（一）业务经营风险

1、受金融危机影响，行业有效需求增速减缓的风险

电梯作为机电一体化产品，隶属于装备制造业，受社会固定资产投资影响较大，与国民经济增长相关性较强。

2008年以前，受益于国内的房地产业、城市基础设施建设和商业服务设施建设的速度加快，我国电梯行业始终保持高速发展，市场需求持续增加，连续八年行业复合增长率超过23%；2008年，受金融危机影响，中国经济增长速度放缓，房地产行业进入调整阶段，电梯行业的景气度受到了一定程度的影响，根据中国电梯协会秘书处的统计，2008年全国电梯产量比上年增长13.40%，增速减缓，其中，第四季度产销量有所下滑。

进入2009年以来，受益于此前国家不断出台的经济刺激方案，并在积极财政政策、扩张信用政策的双重作用下，我国宏观经济显露逐步复苏迹象，房地产市场逐步回暖，电梯行业外部经营环境逐步向好。宏观经济、房地产行业对电梯行业的影响具有一定滞后性，由于经济复苏需要一定时间，电梯行业总体上仍面临有效需求增速减缓的风险。

2、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。

3、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。

4、原材料价格波动风险

公司采购的直接材料主要包括外购外协零部件和钢材两大类，直接材料成本占主营业务成本的90%左右，其中钢材成本平均占直接材料成本的19%左右，外购外协件成本平均占直接材料成本的75%左右，直接材料价格的变动对公司成本产生直接影响。2006年到2008年上半年，钢材价格持续上涨，生产资料价格的上涨影响到生活资料价格，存在着“传递效应”，即原材料、零部件供应商、整机供应商、最终用户之间存在成本压力传递关系。公司认识到成本上涨带来的经营压力，通过提高部分产品售价、提前储备原材料、控制零部件供应商采购价格、改进生产工艺、提高生产效率、提高成本管理水平等方式来应对原材料价格波动影响。2008年下半年，钢材价格大幅回落，2009年二季度小幅上升，公司密切关注钢材市场价格变动，及时调整采购策略，降低原材料价格波动对成本的影响。

即使公司通过上述措施以及业务规模的持续扩大减弱了公司的成本压力，但还是存在原材料价格波动给公司业绩带来的不利影响。

5、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。

（二）管理风险

1、大股东控制风险

公司控股股东为王友林先生，直接持有公司股份占本次发行前公司总股本的65.39%；同时王友林先生与公司股东朱美娟女士、朱奎顺先生分别系夫妻、婿翁关系，构成一致行动人，因此本次发行前王友林先生直接、间接可以控制或影响公司股份总数占公司总股本的68.59%。本次发行后，王友林先生仍将保持对公司的控制地位。虽然王友林先生及其一致行动人目前在公司董事会中仅占有一席，但其仍可以通过其影响力对公司经营决策、人事、财务等方面进行控制，形成大股东控制的风险。

2、经营规模迅速扩张带来的管理风险

经过多年的创业，公司的竞争实力得到明显提升，现处于快速成长的时期。营业收入由2007年度的52,882.50万元增至2009年度的82,393.98万元，增长了55.81%；股份公司员工人数也从2007年末的440人扩充到2009年末的691人。

本次发行后，随着募集资金的到位和投资项目的实施，公司资产、业务、机构和人员进一步扩张。公司在战略规划、制度建设、组织设置、运营管理、资金管理和内部控制等方面将面临更大的挑战；公司经营规模的快速增长，给公司建立适应现代企业制度所需要的管理体系、制度以及建立有效的激励和约束机制带来管理方面的压力。尽管公司已积累了较丰富的企业管理经验，建立了规范的法人治理结构、质量管理体系，生产经营能保持有序运行，但存在现有管理体系不能完全适应未来公司快速扩张的可能性，给企业正常的生产经营带来管理风险。

（三）人力资源风险

随着公司规模的扩张，公司对技术人员、管理人员、营销服务人员的需求将加速，但电梯行业人才专业性较强，目前国内市场中的专业人才一般都是由外资品牌企业进入我国后才逐步培养起来的，行业现有人才及人才培养一直处于偏紧状态；电梯企业之间包括外资企业和内资企业对专业人才的竞争比较激烈，公司面临着人力资源跟不上公司发展速度以及人才流失的风险。

（四）财务风险

1、净资产收益率下降的风险

公司2007年、2008年、2009年加权平均净资产收益率分别为22.46%、21.81%、28.99%。本次发行完成后，公司净资产规模将大幅度增长，而募集资金的投入到产生效益有合理的建设周期，公司净利润的增长速度在短期内将可能低于净资产的增长速度，公司存在发行股票后短期内净资产收益率下降的风险。

2、应收账款发生坏账的风险

公司直销整机产品的货款支付方式为：一般情况下，签订定作合同时，客户支付设备价的20%左右，交货前支付60%左右，安装合格后支付15%，余下的5%作为尾款，在交付使用一年后支付。公司对于部分金额较大的订单及部分优质客户如政府招标采购项目，尾款比例适当提高，一般在10%左右；付款期限适当延长，一般不超过两年；公司销售给代理商的整机产品，一般给予设备价5%~10%的付款期限适当延长的优惠。零部件产品结算与整机不同，一般是在产品交付并验收合格后30-60天内，客户支付全部货款；对金额较大的定单或者大客户，一般是在产品交付并验收合格后45-75天内。

公司2007年末、2008年末、2009年末应收账款余额分别为9,328.26万元、12,153.55万元、13,452.17万元，应收账款余额占公司当年营业收入的比例分别为17.64%、17.61%、16.33%。公司已经针对金融危机所导致的部分客户支付能力减弱的局面，加强了应收账款的管理和合同质量的提高，但还是存在应收账款发生坏账将会给公司带来的财务风险。

3、固定资产规模快速扩大的风险

公司2007年末、2008年末、2009年末固定资产净额分别为12,217.94万元、20,452.71万元、20,059.70万元。公司已建成全行业最大的单体扶梯生产厂房即康力二期工程，苏州新达二期工程也已交付使用。随着公司业务规模扩展以及募集资金中生产设备的投入，公司固定资产规模将进一步扩大，公司的生产成本也将提高，公司若不能有效提高产能，充分发挥固定资产使用效能，将面临固定资产规模扩大所导致的财务风险。

（五）税收优惠政策变动风险

2008年10月，公司及其全资子公司苏州新达再次被江苏省科学技术厅认证为江苏省高新技术企业，根据财政部和国家税务总局财税字[1994]001号《关于企业所得税若干优惠政策的通知》的有关精神，公司、苏州新达2008年-2010年按15%税率缴纳企业所得税。如果国家实行新的税收政策或高新技术企业的优惠税收政策发生变化，将会对公司净利润产生一定的影响。

（六）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苏州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。

（七）募集资金投向风险

本次募集资金投资项目计划投资总额为23,400万元，基本在资金到位后一年半内投入完毕。虽然本次募集资金投资项目经过了充分、审慎的可行性分析和专家的严密论证，并得到了政府有关部门的批准，项目的实施将有效缓解目前公司产能不足的问题，进一步增强公司竞争力，完善产品结构，提高公司盈利能力、保证公司的持续稳定发展。但项目实施过程中可能受到设备采购价格变化、产品市场的变化等因素的影响。本次募集资金投向除建设国家级企业技术中心外的三个项目均属于对新技术、新工艺和新产品的开发与产业化建设项目，所以不能排除由于各种不确定因素所导致的建设风险、项目管理风险、技术更新风险以及因产能扩大而导致的市场销售风险。

（八）股市风险

股票价格不仅受公司盈利水平和发展前景的影响，而且受到国家宏观经济状况、政治经济和金融政策、投资心理、国际投资者和市场供求关系等各种因素的影响，

从而给投资者带来一定的投资风险。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;
增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我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或征价。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司