

康力电梯 (002367.SZ)

其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

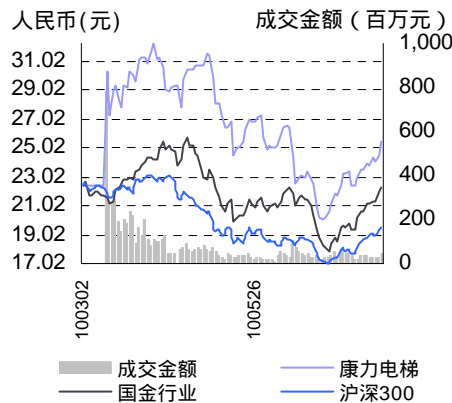
市价(人民币)：25.43元

目标(人民币)：36.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	40.20
总市值(百万元)	4,073.89
年内股价最高最低(元)	32.20/20.10
沪深300指数	2877.98
中小板指数	5912.11



相关报告

1. 《中国电梯行业的希望和骄傲》，2010.3.2

张昊 分析师 SAC 执业编号：S1130210010310
(8621)61038223
zhangh@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

康力已非吴下阿蒙

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.502	0.842	0.818	1.198	1.594
每股净资产(元)	2.56	3.30	9.91	10.99	12.42
每股经营性现金流(元)	0.29	2.90	0.72	1.19	2.12
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	20.91%	67.58%	55.67%	46.40%	33.10%
净资产收益率(%)	19.64%	25.51%	9.91%	13.08%	15.40%
总股本(百万股)	100.00	100.00	160.20	160.20	160.20

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司上半年实现销售收入 4.73 亿元，同比增长 45.4%；实现归属于母公司净利润 56.2 百万元，同比增长 99%，全面摊薄 EPS0.40 元。同时公司预计 10 年前三季度净利润同比增长 50%~80%。
- 公司上半年业绩超过我们预期 10%以上，经营情况十分优异。

经营分析

- **订单继续保持快速增长**：上半年公司整机新接订单 5.83 亿元，如加上部件，我们预计公司上半年新接订单接近 8 亿元。通常电梯行业 5-10 月份是旺季，上、下半年接单与销售比例为 4：6，公司完成 20 亿新接订单问题不大，较去年同期增长 40%左右。
- **毛利率提升**：上半年电梯(垂直梯)毛利率达到 29.8%，较去年同期增加 4.1 个百分点，主要原因来自：1) 高端产品占比提高；2) 直销比例扩大。我们认为随着公司品牌的向上提升，毛利率提升是个趋势。
- **资产质量良好**：应收账款由年初 1.2 亿元，下降至 1.1 亿元；预收帐款由一季度 3.4 亿元提高至 4.1 亿元。
- **市场份额提升是大势所趋**：公司目前市场份额不足 2%，成长空间巨大。我们认为公司市场份额的提升指日可待：1) 上市令公司品牌获得极大的提升；2) 公司获得充裕的资金用于营销网络的铺设；3) 公司机制灵活，在售后服务上有优势，而电梯的销售与售后服务的好坏关系紧密；4) 我们看好公司的管理层。
- **11、12 年电梯需求无忧**：从行业层面看，10 年上半年商品房新开工面积达到 8 亿平米，同比增长高达 60%以上，预示未来两年电梯需求无忧。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 10-12 年可分别实现销售收入 11.4、15.7 及 20.9 亿元，同比分别增长 38.1%、37.5%及 33.5%，可分别实现归属于母公司净利润 1.3、1.9 及 2.6 亿元，折合每股收益 0.818、1.198 及 1.594 元，同比分别增长 55.7%、46.4%及 33.1%。
- 我们给与公司未来 12 个月目标价 36 元，折合 30 倍 2011 年 PE。考虑到公司未来 3 年 CAGR 不低于 40%，我们认为该估值是合理的，予以“买入”评级。

整机产品——轻资产、高周转

- 我们认为机械行业中整机制造厂商占据产业链高端，一头把握研发制造、一头把握渠道售后，在现代制造业中往往研发与网络是最为关键的，把握好两头就掌握产业链的关键，低端配件可以通过社会资源解决。
- 此外，整机产品不需要投入大量的固定资产，基本都属于轻资产，在行业需求波动时产能收放更加自如。
- 我们认为电梯行业在某种程度上与工程机械行业类似，整机厂对产业链的控制力较强，对于整机厂而言最重要的是品牌、研发、售后服务，而低端零部件制造采用外购方式。这样的模式好处是一旦公司确立了良好的品牌形象，产能可以快速跟进，资产周转速度会非常高。
- 我们看好康力电梯的首要理由就来自公司的轻资产、高周转以及在产业链所处的地位。

公司市场份额提升是大概率事件

管理层优秀

- 我们认为公司是一家管理优秀的民营企业。在公司董事长王总的带领下，公司一直对电梯行业持续的专注、执行正确的战略。
 - 从业绩记录上看，公司于 2001 年 7 月进入电梯整机生产领域，2005 年起即已连续 4 年获得内资品牌市场第一。原来与康力接近的内资品牌诸如：爱登堡、申龙、广日、嘉捷等逐渐被康力电梯拉开差距。
- 04 年以来国内电梯行业获得爆发增长，康力获得了超过行业增速。其间康力的管理团队一直保持稳定，核心员工流失率极低，而有些竞争对手则经历了管理层分裂、快速扩张带来的管理缺失从而导致份额大幅下滑、投资决策失误等。
- 我们认为康力的管理优势在未来相当长的一段时间内都将保持。

品牌形象快速提升

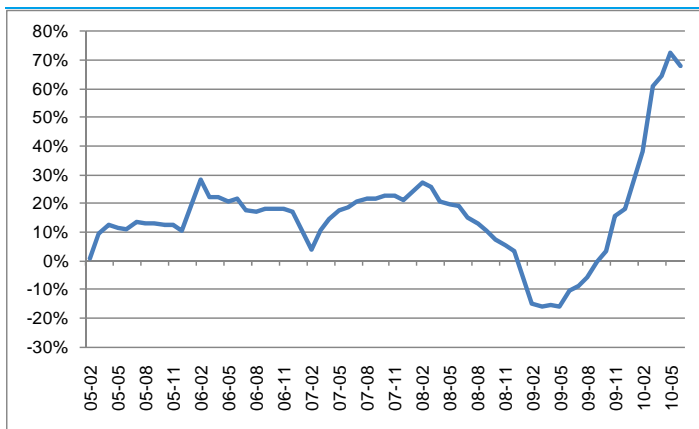
- 与汽车行业类似，电梯行业类似耐用消费品，销售收入与下游客户的使用感受息息相关。良好的品牌形象是最重要的。
- 公司目前正将最重要的精力用于品牌形象的提升方面，我们认为管理层所采取的策略是十分具有前瞻性的，公司的品牌形象正处于快速提升阶段。
 - 首先，公开上市大幅提升了公司的品牌形象。上市后，公司在客户中进一步确立了内资品牌第一的地位，在承接大型项目、政府工程上获得的机会要远高于以往。
 - 其次，公司将大部分超募资金用于研发、网络的投入，尤其在销售方面，公司计划大幅增加网络密度与销售力量，借助服务力量的增强拉大与内资品牌的差距，缩小与外资品牌的差距。
 - 最后，上市对公司吸引核心人才，完善公司的激励体制有良好的帮助。公司快速发展的瓶颈之一来自于人才，而上市后公司拥有更多的方式去吸引、激励优秀人才加入公司的团队。
- 我们认为对于康力品牌提升的重要标志来自其打入国内一线地产商供应体系。目前康力的两个最大客户为世纪金源、上海长峰，二者在国内从事商业地产和商住混合物业的开发，但公司尚未取得国内主流开发商的认同。我们认为公司未来首先要打入一线开发商在二、三线城市的市场，其后向一线城市进军。我们认为康力在国内一线地产商的突破需要 1-2 年的时间，这也是公司成长的巨大空间。

电梯行业未来两年增速无忧

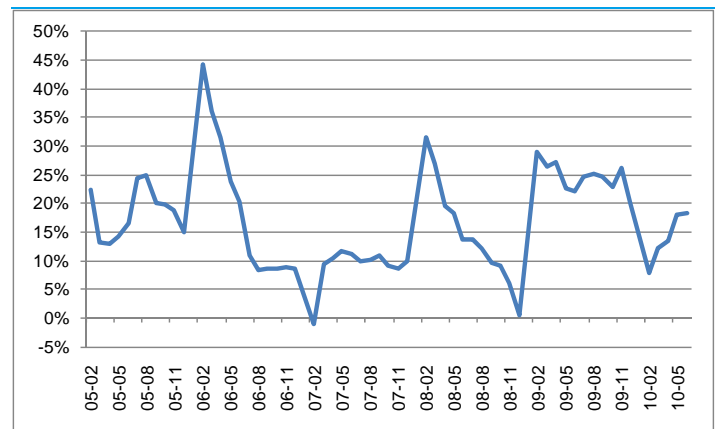
商品房新开工面积大幅增加预示住宅对电梯需求增加

- 城市化率的提高是驱动我国电梯产量快速增长重要的动力。自 04 年以来电梯行业的高速成长正是伴随着中国房地产行业的快速成长。长期看，中国房地产需求保持稳定，而随着人口密度的增加，新建楼房容积率的上升将提高电梯的普及率。
- 中短期看，电梯需求通常与房地产竣工面积相关，而房地产竣工面积取决于前两年的新开工面积。2010 年上半年国内商品房新开工面积累计增速达到 60% 以上，预示着未来 2 年电梯行业的需求仍将保持较高增长。

图表1：商品房新开工面积累计增速



图表2：商品房竣工面积累计增速



来源：国金证券研究所

公共设施对电梯需求依然旺盛

- 除房地产行业外，中国城市化的发展使得为城市配套的公用设施对电梯的需求快速增长。商务写字楼、轨道交通、人行天桥、机场、购物中心都会增加对电梯的需求。
- 例如在轨道交通中使用的大高度扶梯，根据规划 2010~2020 年我国将建设 4943 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 17~25 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 4~5 亿元。

图表3：中国各城市轨道交通规划

城市	截至2008年运营里程(公里)	新增运营里程(公里)					截至2012年运营里程(公里)	新增运营里程(公里) 2013-2020	截至2020年运营里程(公里)
		2009	2010	2011	2012	2009-2012			
上海	262	150	104	2	88	343	605	567	1172
北京	200	28	92	69	127	316	516	273	789
广州	116	39	87		70	197	313	145	458
深圳	22		54	92		147	169	245	414
天津	72	7	23	30		59	131	134	265
重庆	19		21	36	44	101	120	229	349
南京	22		56			56	78	91	169
武汉	10	20	28			64	74	178	252
杭州				52		52	52	61	113
大连	49					0	49	121	170
长春	31		16			16	47	74	121
沈阳		28	19			47	47	86	133
成都			16		23	39	39	108	147
苏州				26		26	26	115	141
哈尔滨					14	14	14	31	46
宁波								230	230
合肥								181	181
郑州								138	138
厦门								97	97
西安								96	96
青岛								87	87
昆明								63	63
东莞								59	59
无锡								56	56
南昌								51	51
福州								55	55
长沙								53	53
乌鲁木齐								53	53
南宁								44	44
石家庄								18	18
总计	803	272	516	306	383	1478	2281	3738	6019

来源：国金证券研究所

图表4：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电梯						
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	5415	7310
增长率(YOY)	N.A.	67.68%	23.28%	35.00%	40.00%	35.00%
销售收入(百万元)	168.75	306.69	400.71	568.01	819.07	1,127.86
增长率(YOY)	N.A.	81.74%	30.66%	41.75%	44.20%	37.70%
毛利率	20.12%	20.96%	28.79%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	134.80	242.42	285.35	397.61	573.35	789.50
增长率(YOY)	N.A.	79.83%	17.71%	39.34%	44.20%	37.70%
毛利(百万元)	33.95	64.27	115.36	170.40	245.72	338.36
增长率(YOY)	N.A.	89.32%	79.49%	47.71%	44.20%	37.70%
占总销售额比重	32.03%	44.86%	49.71%	49.91%	52.34%	53.98%
占主营业务利润比重	30.19%	45.05%	52.83%	53.56%	54.81%	56.20%
扶梯						
平均售价(万元/台)	13.11	12.93	12.43	13.05	13.45	15.46
增长率(YOY)	N.A.	-1.36%	-3.89%	5.00%	3.00%	15.00%
销售数量(台)	1450	1504	1225	1,960	2744	3293
增长率(YOY)	N.A.	3.72%	-18.55%	60.00%	40.00%	20.00%
销售收入(百万元)	190.14	194.54	152.30	255.86	368.94	509.14
增长率(YOY)	N.A.	2.32%	-21.72%	68.00%	44.20%	38.00%
毛利率	25.36%	25.60%	29.80%	29.00%	31.00%	31.00%
销售成本(百万元)	141.92	144.73	106.91	181.66	254.57	351.31
增长率(YOY)	N.A.	1.98%	-26.13%	69.92%	40.14%	38.00%
毛利(百万元)	48.22	49.81	45.38	74.20	114.37	157.83
增长率(YOY)	N.A.	3.30%	-8.89%	63.49%	54.14%	38.00%
占总销售额比重	36.09%	28.45%	18.89%	22.48%	23.57%	24.37%
占主营业务利润比重	42.88%	34.91%	20.78%	23.32%	25.51%	26.21%
零部件						
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%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本(百万元)	128.24	142.99	159.88	198.05	237.66	285.19
增长率(YOY)	N.A.	11.50%	11.81%	23.87%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	27.98	25.85	51.37	66.02	79.22	95.06
增长率(YOY)	N.A.	-7.61%	98.76%	28.51%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	29.65%	24.69%	26.21%	23.20%	20.25%	18.20%
占主营业务利润比重	24.88%	18.11%	23.52%	20.75%	17.67%	15.79%
安装与维保						
销售收入(百万元)	11.72	13.65	41.77	50.12	60.14	72.17
增长率(YOY)	N.A.	16.46%	205.96%	20.00%	20.00%	20.00%
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	42.60	51.12	61.35
增长率(YOY)	N.A.	15.71%	225.76%	19.99%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	2.30	2.75	6.26	7.52	9.02	10.83
增长率(YOY)	N.A.	19.56%	127.56%	20.03%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	2.22%	2.00%	5.18%	4.40%	3.84%	3.45%
占主营业务利润比重	2.05%	1.93%	2.87%	2.36%	2.01%	1.80%
销售总收入(百万元)	526.83	683.72	806.03	1138.06	1565.04	2089.44
销售总成本(百万元)	414.38	541.04	587.65	819.92	1116.71	1487.35
毛利(百万元)	112.45	142.68	218.38	318.14	448.34	602.08
平均毛利率	21.34%	20.87%	27.09%	27.95%	28.65%	28.82%

来源：国金证券研究所

图表5：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	529	690	824	1,138	1,565	2,089
增长率		30.5%	19.4%	38.1%	37.5%	33.5%
主营业务成本	-415	-546	-602	-820	-1,117	-1,487
% 销售收入	78.6%	79.0%	73.1%	72.0%	71.4%	71.2%
毛利	113	145	222	318	448	602
% 销售收入	21.4%	21.0%	26.9%	28.0%	28.6%	28.8%
营业税金及附加	-3	-3	-6	-7	-10	-14
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-24	-34	-55	-85	-114	-153
% 销售收入	4.4%	4.9%	6.7%	7.5%	7.3%	7.3%
管理费用	-30	-50	-58	-76	-105	-140
% 销售收入	5.7%	7.2%	7.1%	6.7%	6.7%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	57	57	103	149	219	296
% 销售收入	10.7%	8.3%	12.5%	13.1%	14.0%	14.2%
财务费用	-3	-2	-3	5	6	5
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.2%
资产减值损失	4	-4	-5	-3	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	59	51	95	151	223	298
营业利润率	11.2%	7.4%	11.5%	13.3%	14.2%	14.2%
营业外收支	1	8	3	3	3	3
税前利润	60	59	98	154	226	301
利润率	11.4%	8.5%	11.9%	13.6%	14.4%	14.4%
所得税	-16	-8	-14	-23	-34	-45
所得税率	26.6%	14.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	44	50	84	131	192	255
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	50	84	131	192	255
净利率	7.9%	7.3%	10.2%	11.5%	12.3%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	44	50	84	131	192	255
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	17	22	27	37	46
非经营收益	4	3	2	0	-3	-3
营运资金变动	34	-14	355	-63	-66	-16
经营活动现金净流	88	57	464	96	159	282
资本开支	-44	-49	-30	-162	-108	-79
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	1	0	7	0	0	0
投资活动现金净流	-44	-49	-23	-163	-108	-79
股权募资	20	0	0	895	0	0
债权募资	-6	17	-88	-23	0	1
其他	-9	-7	-14	-1	-33	-48
筹资活动现金净流	5	11	-102	871	-33	-47
现金净流量	50	19	339	804	19	156

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	73	58	229	1,033	1,051	1,208
应收款项	106	128	133	200	274	364
存货	107	132	307	303	428	591
其他流动资产	13	9	37	32	41	53
流动资产	298	328	706	1,567	1,794	2,215
% 总资产	60.5%	57.6%	74.8%	80.7%	79.9%	81.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	168	208	202	339	415	453
% 总资产	34.1%	36.5%	21.4%	17.5%	18.5%	16.8%
无形资产	24	32	32	33	35	36
非流动资产	195	242	237	375	452	492
% 总资产	39.5%	42.4%	25.2%	19.3%	20.1%	18.2%
资产总计	493	569	943	1,943	2,246	2,707
短期借款	13	65	17	0	0	0
应付款项	187	196	567	548	678	912
其他流动负债	13	13	22	72	102	135
流动负债	213	273	607	620	779	1,047
长期贷款	75	40	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	6	0	0	0
负债	288	313	613	620	779	1,048
普通股股东权益	205	256	330	1,323	1,467	1,659
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	493	569	943	1,943	2,246	2,707

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.416	0.502	0.842	0.818	1.198	1.594
每股净资产	2.050	2.559	3.301	9.911	10.989	12.424
每股经营现金净流	0.667	0.291	2.897	0.720	1.194	2.116
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.245	0.359	0.478
回报率						
净资产收益率	20.27%	19.64%	25.51%	9.91%	13.08%	15.40%
总资产收益率	8.42%	8.83%	8.93%	6.75%	8.54%	9.44%
投入资本收益率	14.20%	13.60%	25.43%	9.58%	12.69%	15.16%
增长率						
主营业务收入增长率	37.25%	30.51%	19.39%	38.12%	37.52%	33.51%
EBIT增长率	28.14%	1.00%	79.01%	45.36%	46.89%	35.12%
净利润增长率	142.05%	20.91%	67.58%	55.67%	46.40%	33.10%
总资产增长率	-5.33%	15.41%	65.62%	106.03%	15.62%	20.50%
资产管理能力						
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	104.9	91.7	75.4
偿债能力						
净负债/股东权益	7.14%	18.52%	-64.16%	-78.06%	-71.67%	-72.77%
EBIT利息保障倍数	19.9	29.8	34.4	-28.0	-36.3	-60.7
资产负债率	58.32%	55.06%	65.00%	31.90%	34.69%	38.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.75

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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、复印件或复制品，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室