

评级：买入 维持评级

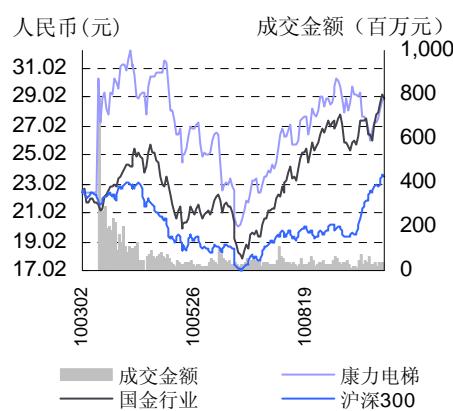
业绩点评

市价（人民币）：28.95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) | 4,637.79 |
| 年内股价最高最低(元) | 32.20/20.10 |
| 沪深300指数 | 3481.08 |
| 中小板指数 | 7227.43 |



相关报告

- 1.《快速成长的内资电梯龙头》，2010.10.11
- 2.《康力已非吴下阿蒙》，2010.7.30
- 3.《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

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 | 0.778 | 1.181 | 1.594 |
| 每股净资产(元) | 2.56 | 3.30 | 9.87 | 10.94 | 12.37 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.29 | 2.90 | 0.67 | 1.18 | 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% | 48.03% | 51.79% | 34.98% |
| 净资产收益率(%) | 19.64% | 25.51% | 9.46% | 12.96% | 15.46% |
| 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

业绩符合预期

业绩简评

- 康力电梯2010年前三季度实现销售收入786百万元，同比增长40.6%；实现归属于母公司净利润93百万元，同比增长66%，折合全面摊薄每股收益0.58元。其中第三季度单季实现销售收入313百万元，同比增长34%；实现归属于母公司净利润37百万元，同比增长32.9%。业绩符合预期。

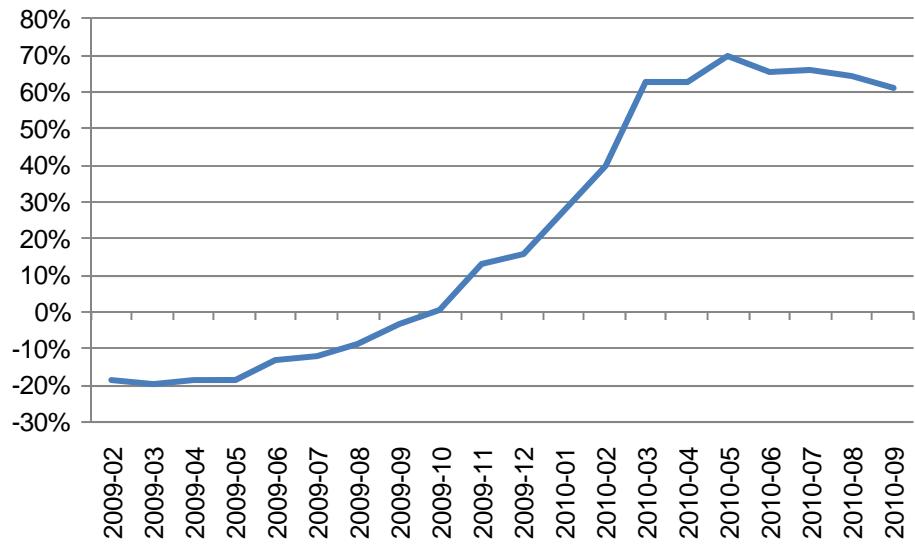
经营分析

- **预收帐款持续增长是亮点：**截至3季度末，公司预收帐款达到5.04亿，较年初3.67亿同比增长50%左右，较2季度末4.05亿也有显著增长，显示公司的新接订单持续高于交货额。通常公司的预收帐款乘3可得公司的在手订单，因此我们预计公司在手订单为15亿左右。2010年全年公司实现新接订单20亿问题不大。
- **毛利率维持高位：**公司前三季度综合毛利率为27.35%，较去年同期提升接近2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，毛利率稳步提升是个趋势。
- **销售费用率增加源自销售模式的改进：**公司前三季度销售费用率为8.03%，较去年同期提高2个百分点。主要原因来自：公司正逐步扩张自身的营销力量，更多依靠直销的方式进行销售，这样带来的好处是可以快速满足客户的签单、安装、维保需求，从而进一步提升公司的品牌形象。目前公司已经确定在2013年前完成全国30个营销分公司的布局，全面向外资品牌的先进模式靠拢。我们认为公司目前正处于营销的投入期，因此销售费用率暂时维持高位，而公司对营销的投入将于2011年见到成效，保证公司后续接单能力更为强劲。
- **房地产行业发展趋势利于公司市场份额扩大：**根据我们掌握的情况，2010年三、四线城市是房地产新开工面积高速增长的主因，而康力正是走“农村包围城市”的路径，因此宏观背景有利于公司市场份额扩大。

盈利调整

- 我们预计公司10-12年可分别实现销售收入1,138、1,565及2,089百万元，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125、189及255百万元，折合每股收益0.78、1.18及1.59元，同比分别增长48.0%、51.8%及34.0%。维持“买入”评级。

图表1：房地产新开工面积累计增速持续维持高位显示后续电梯需求有保障



来源：国金证券研究所

图表2：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(%) | 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(%) | 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(%) | N.A. | 81.74% | 30.66% | 41.75% | 44.20% | 37.70% |
| 毛利率 | 20.12% | 20.96% | 28.79% | 29.70% | 30.00% | 30.00% |
| 销售成本(百万元) | 134.80 | 242.42 | 285.35 | 399.31 | 573.35 | 789.50 |
| 增长率(%) | N.A. | 79.83% | 17.71% | 39.94% | 43.58% | 37.70% |
| 毛利(百万元) | 33.95 | 64.27 | 115.36 | 168.70 | 245.72 | 338.36 |
| 增长率(%) | N.A. | 89.32% | 79.49% | 46.23% | 45.66% | 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% | 53.53% | 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(%) | 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(%) | 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(%) | N.A. | 2.32% | -21.72% | 68.00% | 44.20% | 38.00% |
| 毛利率 | 25.36% | 25.60% | 29.80% | 28.50% | 31.00% | 31.00% |
| 销售成本(百万元) | 141.92 | 144.73 | 106.91 | 182.94 | 254.57 | 351.31 |
| 增长率(%) | N.A. | 1.98% | -26.13% | 71.11% | 39.16% | 38.00% |
| 毛利(百万元) | 48.22 | 49.81 | 45.38 | 72.92 | 114.37 | 157.83 |
| 增长率(%) | N.A. | 3.30% | -8.89% | 60.67% | 56.85% | 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% | 23.14% | 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(%) | 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(%) | 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(%) | 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% | 20.95% | 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(%) | 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(%) | 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(%) | 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% | 2.39% | 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 | 822.90 | 1116.71 | 1487.35 |
| 毛利(百万元) | 112.45 | 142.68 | 218.38 | 315.15 | 448.34 | 602.08 |
| 平均毛利率 | 21.34% | 20.87% | 27.09% | 27.69% | 28.65% | 28.82% |

来源：国金证券研究所

图表3：三张报表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | | 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% | | 货币资金 | 73 | 58 | 229 | 1,026 | 1,044 | 1,201 |
| 主营业务成本 | -415 | -546 | -602 | -823 | -1,117 | -1,487 | 应收账款 | 106 | 128 | 133 | 200 | 274 | 364 |
| %销售收入 | 78.6% | 79.0% | 73.1% | 72.3% | 71.4% | 71.2% | 存货 | 107 | 132 | 307 | 304 | 428 | 591 |
| 毛利 | 113 | 145 | 222 | 315 | 448 | 602 | 其他流动资产 | 13 | 9 | 37 | 32 | 41 | 53 |
| %销售收入 | 21.4% | 21.0% | 26.9% | 27.7% | 28.6% | 28.8% | 流动资产 | 298 | 328 | 706 | 1,562 | 1,787 | 2,208 |
| 营业税金及附加 | -3 | -3 | -6 | -7 | -10 | -14 | %总资产 | 60.5% | 57.6% | 74.8% | 80.6% | 79.8% | 81.8% |
| %销售收入 | 0.5% | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 营业费用 | -24 | -34 | -55 | -90 | -117 | -153 | 固定资产 | 168 | 208 | 202 | 339 | 415 | 453 |
| %销售收入 | 4.4% | 4.9% | 6.7% | 7.9% | 7.5% | 7.3% | %总资产 | 34.1% | 36.5% | 21.4% | 17.5% | 18.5% | 16.8% |
| 管理费用 | -30 | -50 | -58 | -76 | -105 | -140 | 无形资产 | 24 | 32 | 32 | 33 | 35 | 36 |
| %销售收入 | 5.7% | 7.2% | 7.1% | 6.7% | 6.7% | 6.7% | 非流动资产 | 195 | 242 | 237 | 375 | 452 | 492 |
| 息税前利润 (EBIT) | 57 | 57 | 103 | 142 | 216 | 296 | %总资产 | 39.5% | 42.4% | 25.2% | 19.4% | 20.2% | 18.2% |
| %销售收入 | 10.7% | 8.3% | 12.5% | 12.4% | 13.8% | 14.2% | 资产总计 | 493 | 569 | 943 | 1,937 | 2,239 | 2,700 |
| 财务费用 | -3 | -2 | -3 | 5 | 6 | 5 | 短期借款 | 13 | 65 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.3% | 0.4% | -0.5% | -0.4% | -0.2% | 应付款项 | 187 | 196 | 567 | 549 | 678 | 912 |
| 资产减值损失 | 4 | -4 | -5 | -3 | -2 | -3 | 其他流动负债 | 13 | 13 | 22 | 70 | 101 | 135 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 213 | 273 | 607 | 619 | 779 | 1,047 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 75 | 40 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| %税前利润 | 2.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其他长期负债 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 59 | 51 | 95 | 144 | 220 | 297 | 负债 | 288 | 313 | 613 | 619 | 779 | 1,048 |
| 营业利润率 | 11.2% | 7.4% | 11.5% | 12.6% | 14.0% | 14.2% | 普通股股东权益 | 205 | 256 | 330 | 1,318 | 1,460 | 1,652 |
| 营业外收支 | 1 | 8 | 3 | 3 | 3 | 3 | 少数股东权益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 60 | 59 | 98 | 147 | 223 | 300 | 负债股东权益合计 | 493 | 569 | 943 | 1,937 | 2,239 | 2,700 |
| 利润率 | 11.4% | 8.5% | 11.9% | 12.9% | 14.2% | 14.4% | | | | | | | |
| 所得税 | -16 | -8 | -14 | -22 | -33 | -45 | | | | | | | |
| 所得税率 | 26.6% | 14.4% | 14.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 44 | 50 | 84 | 125 | 189 | 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 | 125 | 189 | 255 | | | | | | | |
| 净利率 | 7.9% | 7.3% | 10.2% | 11.0% | 12.1% | 12.2% | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 经营活动现金净流 | 88 | 57 | 464 | 90 | 157 | 282 | 每股指标 | | | | | | |
| 资本开支 | -44 | -49 | -30 | -162 | -108 | -79 | 每股收益 | 0.416 | 0.502 | 0.842 | 0.778 | 1.181 | 1.594 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 每股净资产 | 2.050 | 2.559 | 3.301 | 9.875 | 10.938 | 12.373 |
| 其他 | 1 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.667 | 0.291 | 2.897 | 0.671 | 1.175 | 2.115 |
| 投资活动现金净流 | -44 | -49 | -23 | -163 | -108 | -79 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.233 | 0.354 | 0.478 |
| 股权募资 | 20 | 0 | 0 | 895 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 债权募资 | -6 | 17 | -88 | -23 | 0 | 1 | 回报率 | | | | | | |
| 其他 | -9 | -7 | -14 | -1 | -31 | -47 | 净资产收益率 | 20.27% | 19.64% | 25.51% | 9.46% | 12.96% | 15.46% |
| 筹资活动现金净流 | 5 | 11 | -102 | 871 | -31 | -46 | 总资产收益率 | 8.42% | 8.83% | 8.93% | 6.43% | 8.45% | 9.46% |
| 现金净流量 | 50 | 19 | 339 | 797 | 18 | 157 | 投入资本收益率 | 14.20% | 13.60% | 25.43% | 9.13% | 12.57% | 15.22% |

来源：国金证券研究所

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 | 0 |
| 买入 | 0 | 2 | 5 | 10 | 11 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2010-07-30 | 买入 | 26.45 | 36.00 ~ 36.00 |
| 2 2010-10-11 | 买入 | 27.70 | 36.00 ~ 36.00 |

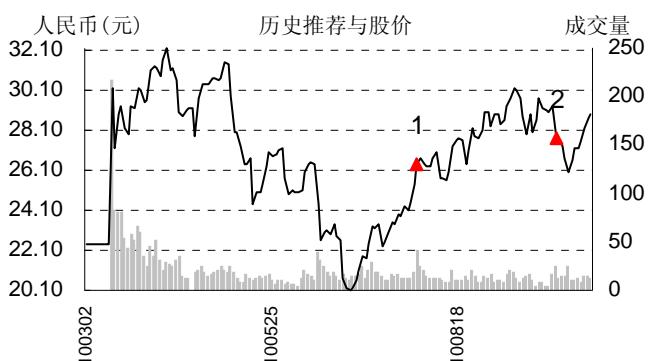
来源：国金证券研究所

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形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