



康力电梯 (002367.SZ)

新股定价

建议询价区间:
21.22-23.58 元

发行上市资料

发行价格 (元)	
发行后总股本 (亿股)	1.335
发行量 (亿股)	0.335

发行前财务数据 (2009.12.31)

每股净资产 (元)	3.30
净资产收益率 (%)	28.99
资产负债率 (母公司) (%)	69.05
网上发行日期	

齐鲁证券有限公司
行业公司部

分析师

孙绍冰

Tel: (86531) 81776393
Fax: (86531) 81283791
Email: sunsb@qlzq.com.cn

康力电梯 (002367):

承载中国电梯行业的希望

投资要点:

- 康力电梯股份有限公司 (以下简称“康力电梯”或“公司”) 为国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省高新技术企业。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。作为电梯领域内资第一品牌,公司充当了行业发展的领军企业,被中国电梯协会理事会理事长誉为“中国电梯业的希望和骄傲”。
- 外资品牌主导国内电梯行业竞争格局。电梯行业的引进外资再次酿成“引狼入室”的结局,以奥的斯、三菱、日立为代表的外资品牌已经主导了国内电梯行业的竞争格局。虽然经历了多年的快速增长,但在城镇化、房地产长期健康发展等有利因素的推动下,我国电梯行业在今后相当长的时间内仍将是全球最大的电梯市场,发展空间广阔。
- 公司是我国电梯行业内资第一品牌。公司作为内资企业的领军企业,充分利用自身的技术、成本、营销网络等方面的竞争优势,打响了狙击外资的反击战;公司销售收入增长迅速,三年复合增长率超过 50%,公司的业务快速增长得益于电梯、扶梯、零部件的共同驱动。本次募集项目建成投产后,公司的销售规模将进一步扩大,整体竞争实力随之提高。
- 如果按照发行 3350 万股计算,预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.82/0.97/1.41 元,未来三年净利润增长率分别为 29.41%、18.62% 和 45.70%。通过对近期中小板上市公司分析,可给予公司 2010 年 PE 为 25.88 倍~28.75 倍,建议询价区间: 21.22~23.58 元,对应 2009 年 PE 为 33.68 倍~37.43 倍。
- 风险因素: 原材料价格波动、下游行业景气波动风险。

财务数据

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	82394	104529	134668	191933
同比增长	19.39%	26.86%	28.83%	42.52%
净利润 (万元)	8420	10897	12925	18832
同比增长	67.58%	29.41%	18.62%	45.70%
每股收益 (元)	0.63	0.82	0.97	1.41
毛利率	26.94%	25.53%	24.74%	24.97%

重要声明: 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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。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。



正文目录

一、公司概况	3
二、外资品牌主导国内电梯市场	3
1. 我国电梯行业发展迅速	3
2. 外资品牌主导国内电梯市场	4
3. 行业发展前景分析	4
三、公司是我国电梯行业内资第一品牌	5
1. 公司的竞争优势分析	5
2. 公司业务分析	6
四、募投项目分析	7
1. 公司定位高远	7
2. 募投项目有助于公司长远发展	7
五、盈利预测及询价建议	7
1. 假设及盈利预测	7
2. 询价区间：25.10 ~ 27.89 元	8
六、风险因素	9
1. 原材料波动风险	9
2. 下游行业景气变动风险	9

图目录

图 1：公司股权结构图（发行前）	3
图 2：1980 - 2008 年历年电梯生产量	4
图 3：国内电梯市场品牌占有率	4
图 4：我国电梯国内、出口市场预测	5
图 5：我国扶梯国内及出口市场预测	5
图 6：2009 年公司主营收入构成	6
图 7：公司各项业务毛利率	6

表目录

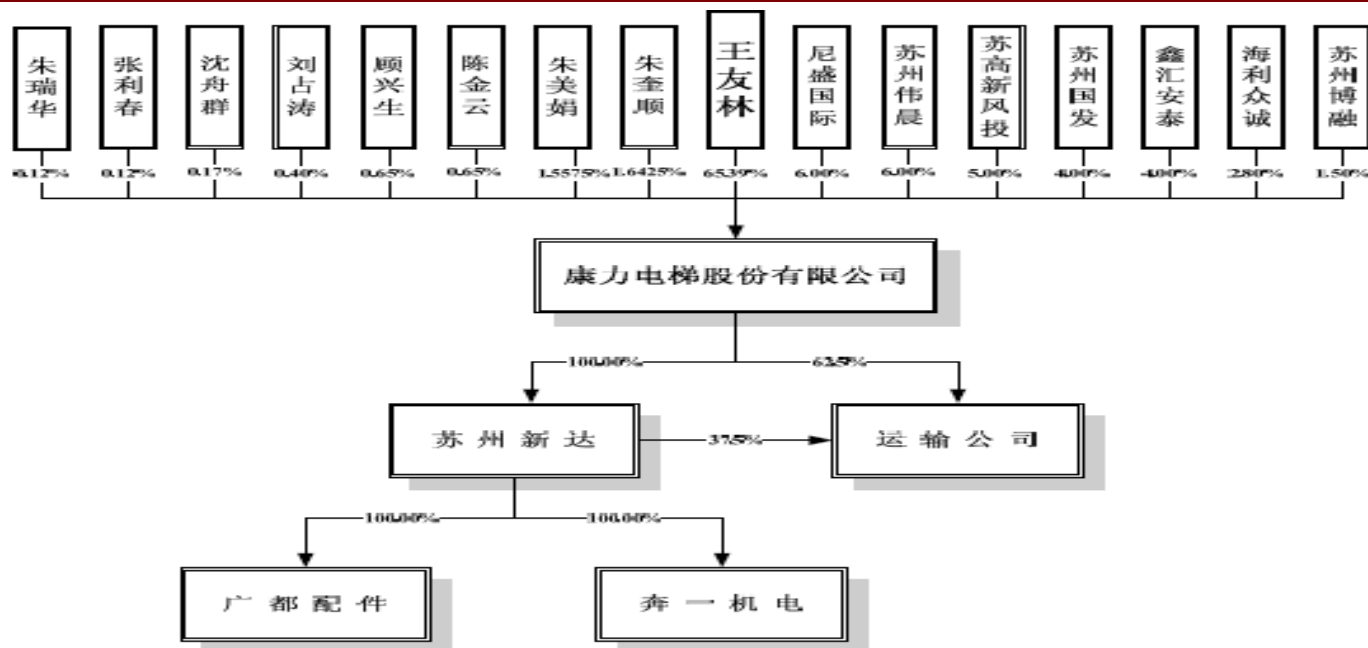
表 1：公司募集资金投向	7
表 2：公司各项业务假设	8
表 3：近期中小板上市公司发行市盈率一览	9
表 4：公司利润预测表格	10



一、公司概况

公司为国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省高新技术企业。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。作为电梯领域内资第一品牌，公司充当了行业发展的领军企业，被中国电梯协会理事会理事长誉为“中国电梯业的希望和骄傲”。

图1：公司股权结构图（发行前）



数据来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

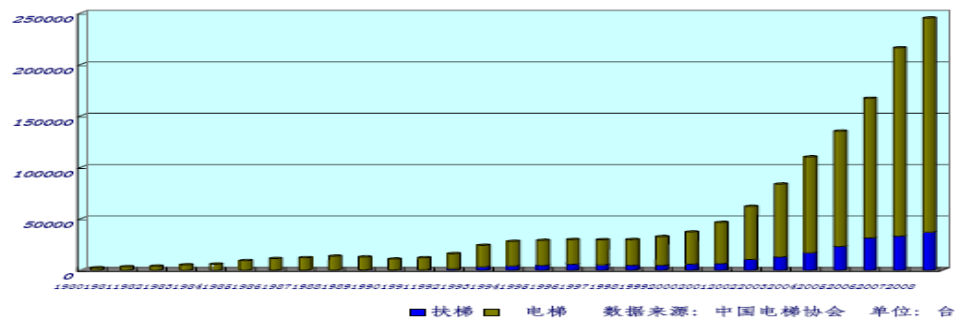
二、外资品牌主导国内电梯市场

1. 我国电梯行业发展迅速

我国经济的快速增长为电梯行业带来了空前的发展机遇，行业发展迅速，尤其是 2000 年以后，行业发展进入快车道（图 2）。



图2: 1980 - 2008年历年电梯生产量



数据来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

从人均拥有量的指标看, 2008 年, 我国电梯发展水平仅相当于世界平均水平的一半, 发达国家的 1/10 ~ 1/20。因此, 随着我国经济的持续增长, 城镇化水平的提高, 我国在今后相当长的时间内仍将是全球最大的电梯市场。

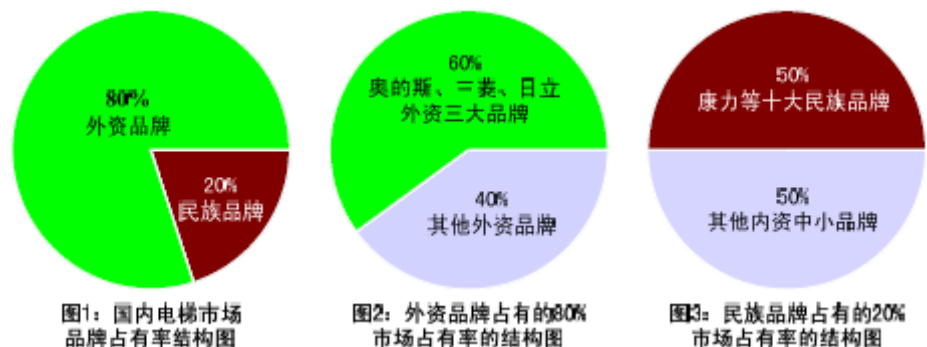
2. 外资品牌主导国内电梯市场

在电梯行业引进外资的进程中, 国内最早的电梯企业先后与外资知名品牌合资建厂, 国有企业基本从电梯行业退出。以奥的斯、三菱、日立为代表的外资品牌利用自身技术、品牌优势以及所享有的税后优惠, 垄断了我国电梯市场。

自上世纪 90 年代, 大量民企开始介入电梯制造行业, 并逐步转型为整机制造企业, 建立自主品牌, 并占据了目前国内市场份额的 1/4。

根据 2007 年行业协会数据, 外资品牌约占国内电梯市场 80% 左右的市场份额, 民族品牌约占 20%, 国内市场需求不大的高端产品均被外资垄断, 基本依赖进口 (图 3)。根据中国电梯协会相关报告, 2008 年, 内资企业的市场份额和出口数量均达到了 1/4 左右, 内资品牌市场占有率有所上升。

图3: 国内电梯市场品牌占有率



数据来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

3. 行业发展前景分析

根据中国电梯协会的预测, 2008 - 2012 年我国电梯、扶梯市场需求情况如下图 (图



4、5)。

图4：我国电梯国内、出口市场预测

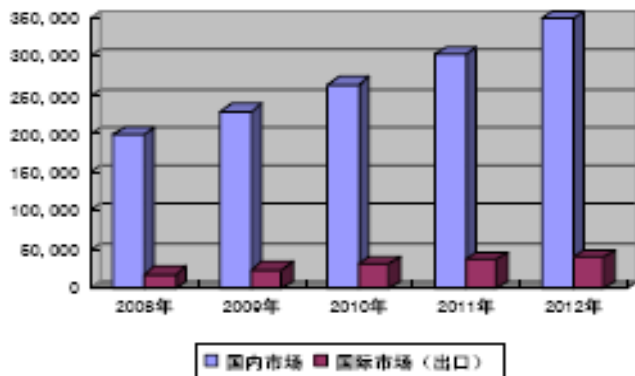
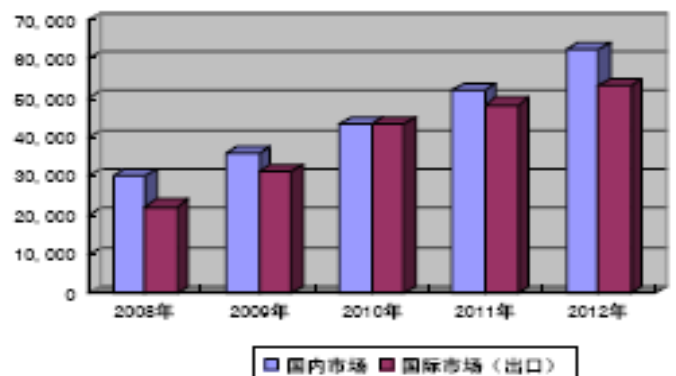


图5：我国扶梯国内及出口市场预测



资料来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

资料来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

推动电梯市场需求的因素主要包括：

- ◇ **城镇化**：2008 年我国城镇化水平 45.68%，2020 年，我国城镇化比例将增至 60%，城镇化所带动的城市基础设施建设、楼宇建设、住宅等市场的发展将会持续带动对电梯产品的需求。
- ◇ **房地产长期健康发展**：房地产是电梯行业的主要下游行业之一，当前国家调控政策的最终目标在于促进房地产行业的稳定健康发展，房地产行业的可持续发展有利于电梯行业的长期稳定发展，电梯的需求量仍将保持持续增长。
- ◇ **轨道交通、机场、人型天桥等城市公共设施建设将加大市场需求。**
- ◇ **电梯更新、改造市场及出口都构成了较好的市场商机。**

三、公司是我国电梯行业内资第一品牌

1. 公司的竞争优势分析

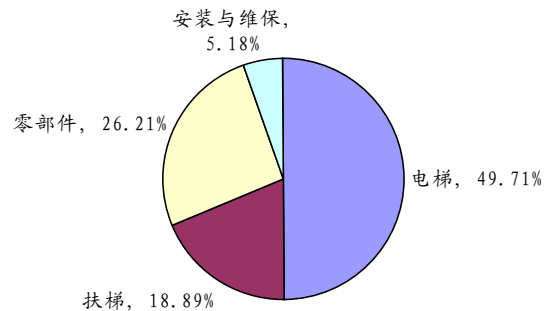
- ◇ **技术优势**：公司是“江苏省高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”，公司拥有电梯 VVVF（变频变压调速）驱动技术等行业先进技术，在整机整合设计、驱动技术、控制技术等领域拥有较强的技术实力。公司成为第一家打破外资品牌在国内高速电梯市场垄断地位的民族品牌整机企业。
- ◇ **成本优势**：公司整机关键部件采取自制生产、自主设计与外协加工相结合的方式，这种自供自给的生产模式，不仅可以有效的控制产品质量，而且可以有效的压缩成本。
- ◇ **营销网络优势**：电梯行业具有“产品制造、现场安装、售后维保”，营销服务体系的建设至关重要，公司的营销服务体系已经基本覆盖全国，市场营销网络在行业内已经楚剧竞争优势。



2. 公司业务分析

公司电梯、扶梯、零部件基本呈“三驾马车”形态，带动公司业务增长，其中的电梯是公司更为突出，销售收入保持快速增长势头，近三年复合增长率 54.10%，2009 年电梯占营运收入比重达到 50%；零部件业务基本保持稳定，收入占比为 26.21%；由于金融危机及大型项目执行周期较长，公司扶梯业务 2009 年收入同比下降，收入占比仅为 18.89%（图 6）。

图6：2009年公司主营收入构成

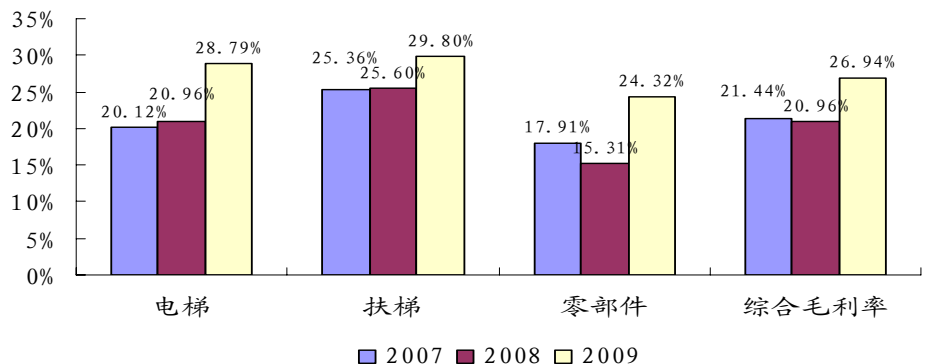


数据来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

公司的零部件业务是公司的核心竞争优势之一，其中的扶梯上下部驱动总成、子系统具有较强的市场竞争力，已经成为奥的斯、蒂森、富士达、通力等国际品牌电梯企业的主要供应商之一，公司将继续增强整机和零部件协同发展能力。

随着公司综合竞争优势的提升，公司产品结构不断优化，公司各项业务毛利率均有不同程度的提高，综合毛利率 2009 年为 26.94%，较 2008 年提升近 6 个百分点，分业务中，电梯提高了 7.83%（图 7）。此外，钢材价格的下降对公司盈利能力的提升也形成正面影响。

图7：公司各项业务毛利率



数据来源：招股意向书，齐鲁证券研究所



四、募投项目分析

1. 公司定位高远

公司主要业务经营目标：保持公司产品在内资品牌企业中的领先地位，力争实现销售不低于 30% 的年增长率，继续扩大国内市场份额。本次发行成功并募集资金项目达产后，2012 年公司生产各种电梯 6,500 台、扶梯 2,500 台、关键零部件 33,000 台套。在中低速电梯市场和外资品牌开展全面竞争，并打破高速电梯市场被外资品牌基本垄断的局面，争取进入世界电梯企业前十名。

2. 募投项目有助于公司长远发展

公司本次拟发行不超过 3350 万股 A 股，募集资金到位后，将按轻重缓急顺序投资以下项目（表 1）。

表 1：公司募集资金投向

序号	项目名称	项目承办单位	计划募集资金使用量（万元）
1	中高速电梯柔性生产线项目	公司	8200
2	大高速、公交型扶梯生产线项目	公司	6520
3	电梯、扶梯关键部件生产线项目	苏州新达	5480
4	建设国家级企业技术中心项目	公司	3200
合计			23400

资料来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

项目建成投产后，公司的盈利能力将进一步提升，公司的综合竞争实力也随之提高。

五、盈利预测及询价建议

1. 假设及盈利预测

- ✧ 假设行业政策不会有大的变动；
- ✧ 总股本按照发行后 1.335 亿股计算；
- ✧ 假设公司所得税率保持稳定。


表 2：公司各项业务假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计（单位：万元）					
总收入	68372	80603	104529	134668	191933
（+/-）		17.89%	29.68%	28.83%	42.52%
总成本	54104	58765	77843	101345	144015
毛利率%	20.87%	27.09%	25.53%	24.74%	24.97%
电梯					
收入	30669	40071	56100	75735	113602
（+/-）		30.66%	40.00%	35.00%	50.00%
成本	24242	28535	40392	55286	82930
毛利率%	20.96%	28.79%	28.00%	27.00%	27.00%
扶梯					
收入	19454	15230	18275	22844	31982
（+/-）		-21.72%	20.00%	25.00%	40.00%
成本	14473	10691	13341	16905	23667
毛利率%	25.60%	29.80%	27.00%	26.00%	26.00%
零部件					
收入	16884	21125	25351	30421	39547
（+/-）		25.12%	20.00%	20.00%	30.00%
成本	14299	15988	20027	24337	31637
毛利率%	15.31%	24.32%	21.00%	20.00%	20.00%
安装与维护					
收入	1365	4177	4803	5668	6801
（+/-）		205.96%	15.00%	18.00%	20.00%
成本	1090	3550	4083	4818	5781
毛利率%	-	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：齐鲁证券研究所

如果按照发行 3350 万股计算，预计公司 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.82/0.97/1.41 元，未来三年净利润增长率分别为 29.41%、18.62% 和 45.70%。

2. 询价区间：21.22 ~ 23.58 元

通过近期对中小板上市公司分析，2009、2010 年 PE 平均为 39.38 倍、28.75 倍（表 3）。

我国电梯行业竞争充分，虽然以公司为代表的内资品牌取得了一定的突破，但外资品牌依然主导行业的竞争格局。公司作为电梯行业内资第一品牌，前有外资品牌的堵截，后有内资其他品牌的追击，未来市场压力仍然很大。

参考近期中小板上市公司 2010 年的平均 PE（28.75 倍），向下折价 10%，给予公司 2010 年 PE 为 25.88 倍 ~ 28.75 倍，建议询价区间：21.22 ~ 23.58 元，对应 2009 年 PE 为 33.68 倍 ~ 37.43 倍。


表 3: 近期中小板上市公司发行市盈率一览

代码	公司	申购价	2009 年		2010 年		2011 年	
			EPS	PE	EPS _e	PE _e	EPS _e	PE _e
002360	同德化工	23.98	0.75	31.85	0.88	27.25	1.11	21.60
002361	神剑股份	17.00	0.48	35.54	29.82	37.1	0.72	23.61
002362	汉王科技	41.90	0.80	52.40	1.28	32.73	1.80	23.28
002363	隆基机械	18.00	0.51	35.57	0.68	26.47	0.86	20.93
002364	中恒电气	22.35	0.61	36.35	0.82	27.26	1.15	19.43
002365	永安药业	31.00	0.70	44.56	1.07	28.97	1.30	23.85
	平均		—	39.38	—	28.75	—	22.12

数据来源: wind, 齐鲁证券研究所 (注: EPS 全部以发行后总股本摊薄, 未覆盖公司 2009 年 EPS 取机构平均预测)

六、风险因素

1. 原材料波动风险

虽然公司可以通过各种举措降低成本压力, 但钢材价格的上涨仍会对公司的盈利能力产生影响。

2. 下游行业景气变动风险

电梯行业受固定资产投资影响较大, 与房地产、城市基础建设和商业服务设施建设密切相关, 受信贷紧缩的影响, 未来行业有效需求有下滑的风险, 这对公司的正常经营势必产生影响。


表 4：公司利润预测表格

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	52882	69014	82394	104529	134668	191933
增长率	NA	30.51%	19.39%	26.86%	28.83%	42.52%
减：主营业务成本	41543	54552	60201	77843	101345	144015
营业税金及附加	278	326	560	523	673	960
营业税金率	0.53%	0.47%	0.68%	0.50%	0.50%	0.50%
营业费用	2352	3415	5543	6794	8753	12476
销售费用率	4.45%	4.95%	6.73%	6.50%	6.50%	6.50%
管理费用	3035	4990	5830	7317	9427	13435
管理费用率	5.74%	7.23%	7.08%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用	286	193	298	314	673	960
财务费用率	0.54%	0.28%	0.36%	0.30%	0.50%	0.50%
资产减值损失	(385)	450	483	400	400	400
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	130	0	0	0	0	0
营业利润（亏损“-”）	5903	5089	9478	12384	14742	21607
营业外收入	289	956	414	400	400	400
减：营业外支出	146	165	106	120	120	120
利润总额	6046	5880	9786	12664	15022	21887
减：所得税	1610	846	1366	1768	2097	3055
实际税率	26.64%	14.39%	13.96%	13.96%	13.96%	13.96%
净利润	4436	5034	8420	10897	12925	18832
减：少数股东损益	280	9	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4156	5025	8420	10897	12925	18832
销售净利率	7.86%	7.28%	10.22%	10.42%	9.60%	9.81%
净利润增长率	NA	20.91%	67.58%	29.41%	18.62%	45.70%
EPS（元）	-	-	0.63	0.82	0.97	1.41

数据来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公 司	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行 业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

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，我公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791