

康力电梯 (002367.SZ) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

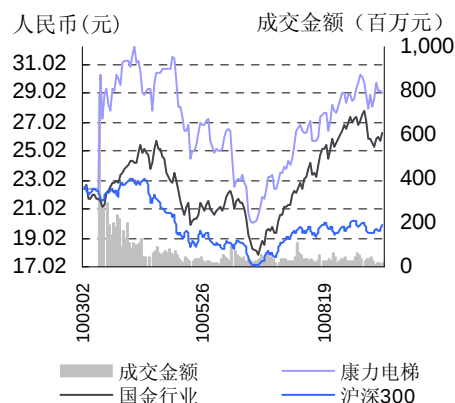
市价 (人民币): 29.27 元

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)	4,689.05
年内股价最高最低(元)	32.20/20.10
沪深 300 指数	3044.23
中小板指数	6864.57



相关报告

1. 《康力已非吴下阿蒙》，2010.7.30
2. 《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

快速成长的内资电梯龙头

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

投资逻辑

- **中国电梯行业未来 2-3 年仍能保持快速增长:** 我们测算中国电梯需求的构成来自三点: 城镇化新增需求、替换需求、出口。未来几年城镇化的新增需求可达 26-28 万台, 而由于房龄较老旧房重建的替换需求巨大, 此外出口也将贡献 10% 左右。
- **容积率的提升将提升电梯的需求结构:** 自 07 年以来全国房屋新开工面积增速一直高于购置土地面积、完成开发土地面积, 显示容积率在逐年提升。20 层以上的住宅占比逐渐提高, 意味着中速电梯需求增速要好于行业平均水平, 而中速电梯在单价、盈利能力要优于低速电梯。
- **房地产调控需看到增加供给是核心:** 我们认为投资者应该关注政府此次对于房地产调控的变与不变, 不变的是通过抑制投机性需求压制供给, 而变化的是强化了增加供给尤其是保障房的重要性。
- **二、三线城市房地产发展、保障房的建设有利于公司扩大市场份额:** 上述市场在电梯采购中以性价比为首要因素, 对于品牌形象不处于优势的内资品牌而言, 上述市场的快速发展可带来比一线城市更高的市场份额。
- **公司本身质地优良, 市场份额提升是看点:** 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) 我们看好公司管理层的执著、勤勉及进取精神; 2) 上市令公司品牌获得极大的提升; 3) 公司正下大力气进行营销网络的铺设, 在正确的时间做正确的事情; 4) 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; 5) 不断增加的典型工程为公司业内树立了更好的口碑, 尤其是近来公司成功研制出国内首部具有自主知识产权的 7m/s 的超高速电梯。

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。

内容目录

电梯行业简介	3
中国电梯市场仍有发展潜力	3
外资品牌占据很大的先发优势	4
内资品牌崛起是大势所趋	5
房地产行业加大供给对电梯行业是长远利好	6
增加供给是本轮房地产调控政策的核心	6
电梯行业未来 2-3 年仍处于高速增长期	7
房地产容积率提升改善电梯需求结构	8
公共设施对电梯需求旺盛	9
公司品牌正经历由低到高的快速提升	10
宏观背景有利于公司份额提升	10
公司过往业绩证明其优秀的管理能力	11
上市有助于品牌形象快速提升	12
盈利预测及估值	12
附录：电梯技术简介	13

图表目录

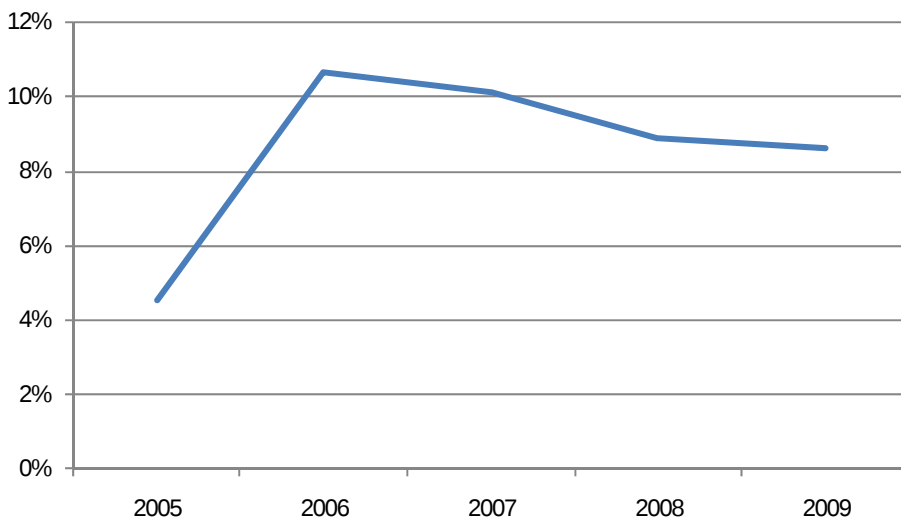
图表 1：上海三菱历年净利润率	3
图表 2：中国历年电梯产量	4
图表 3：八大外资品牌电梯在中国布局情况	5
图表 4：07 年中国电梯行业市场份额	6
图表 5：历年住宅竣工面积(亿平米)	8
图表 6：房地产新开工面积增速处于历史高位(累计增速)	8
图表 7：容积率提升是大势所趋	9
图表 8：中国各城市轨道交通规划	10
图表 9：中西部地区对房地产开发投资增量贡献比重加大	11
图表 10：中西部地区对房地产新开工面积增量贡献加大	11
图表 11：分项盈利预测	13
图表 12：电梯八大核心系统	14
图表 13：电梯系统结构图	15
图表 14：三张报表摘要	16

电梯行业概览

电梯行业简介

- 电梯是垂直方向的交通工具，在高层建筑和公共场所已经成为重要的建筑设备而不可或缺。同一般机电产品相比，电梯具备很多独特的特点。
 - **使用时间长。**电梯安装后即与建筑融为一体，作为永久性投资产品，降低日常运营成本、提高使用可靠性至关重要；
 - **制造、安装和维保不可分割。**精心的制造和安装还不能完全保证无故障运行，其运行可靠性在很大程度上依靠维修保养；
 - **购买者和使用者相分离。**绝大多数情况电梯是公共设施被人们广发使用，而电梯的真正购买者通常是集团采购者；
 - **进入门槛低、但做好很难。**在当前零部件全球化采购的时代，生产一部电梯不难，但如何把生产、渠道、维保整合成有机的整体，同时提高在大众心目中的品牌形象不是一朝一夕的事情。
 - **技术进步速度不快。**目前电梯采用的技术大多在 20 世纪 80、90 年代就已出现，技术进步的不快决定后进者有很大的机会实现追赶。
- **对于投资者而言，电梯行业的吸引力来自其轻资产、高周转的行业属性。**电梯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，对产业链的控制力较强。对于电梯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。
- 中国是目前全球仅靠生产、销售新梯就能获得高额利润的市场之一，且国内电梯行业现金流良好、盈利能力较高。虽然国内电梯市场竞争激烈，最大的电梯企业市场份额不足 20%，但由于主导的外资企业更多的采取完善服务、产品等方式的竞争，而不是价格战，电梯行业的净利润率仍然能保持在高位。

图表1：上海三菱历年净利润率



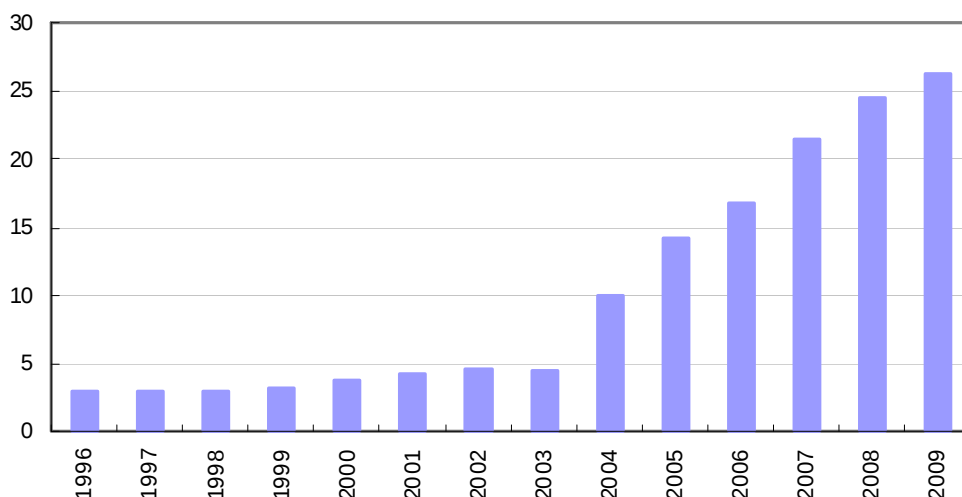
来源：上海机电年报、国金证券研究所

中国电梯市场仍有发展潜力

- 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。

- 2009 年中国电梯产量约为 26 万台，按 15~20 万/台计算，09 年中国电梯市场新机容量为 390~520 亿元。按一年 5000 元/台的维保费用计算，中国电梯维保市场容量为 60~70 亿元。
- 中国电梯需求由三大因素构成：1)城市化带来的新增需求；2)替换需求；3)出口。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。
 - 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。
 - 通常电梯的使用寿命为 15~25 年，存量平均每年的更替率为 4%~5% 替换需求，但由于目前中国房地产存量市场房龄较老，未来房地产的更新需求极大，将拉动电梯的替换需求。
 - 中国电梯产量已占全球比重达到 50%，是全球最重竞争最激烈的市场，因此中国电梯整体水平极高，在全球范围内竞争力较强。08、09 年中国电梯出口占比 10%~15%，未来仍能保持此比例。

图表2：中国历年电梯产量

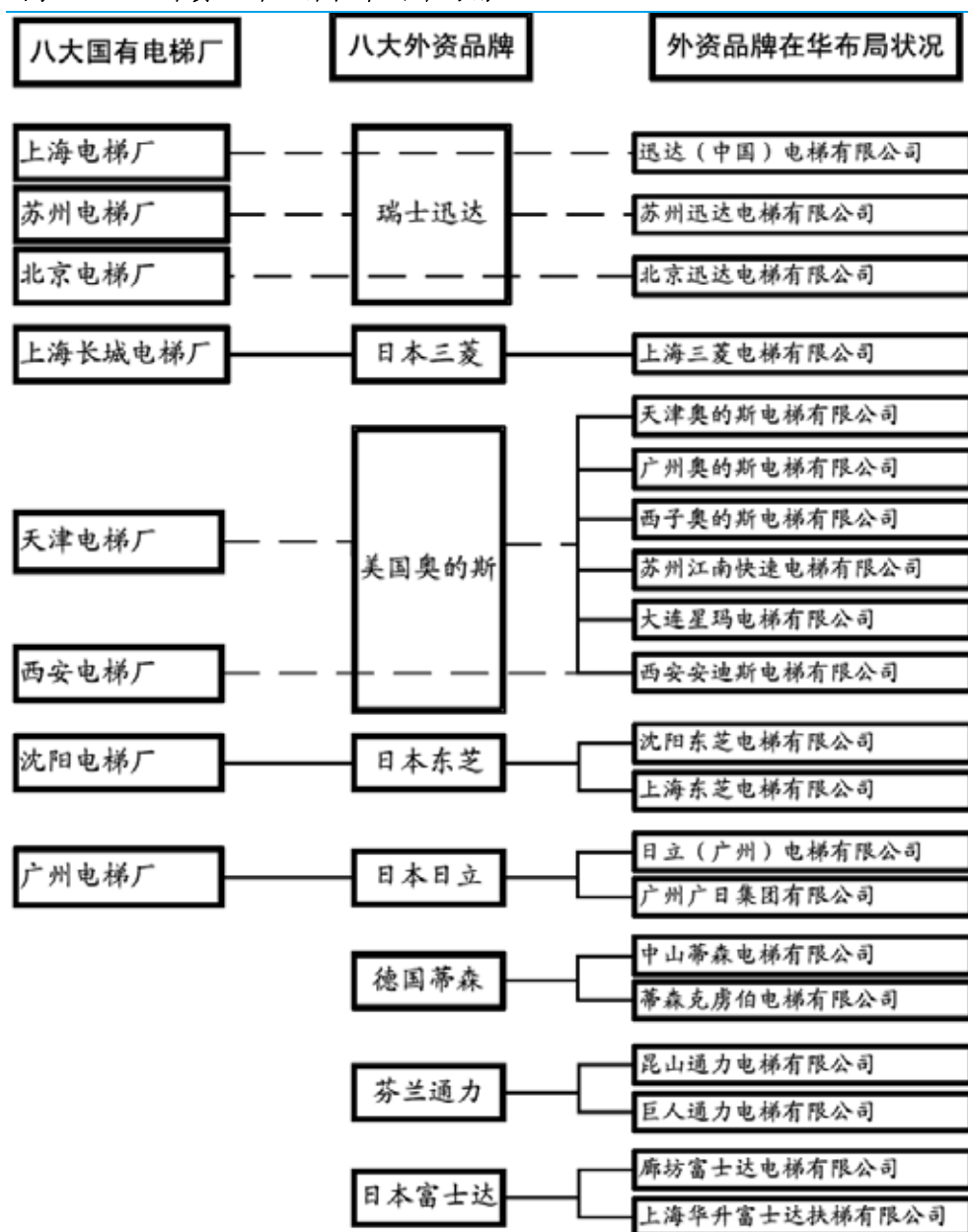


来源：国金证券研究所

外资品牌占据很大的先发优势

- 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，按产量计算，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，三菱、奥的斯、日立处于第一梯队，三者合计占据国内 50%的市场份额，其他外资品牌占据 30%份额。
- 目前外资品牌通过技术引入、核心部件进口、专业化维修保养队伍、零配件销售流通渠道控制等方式构建了品牌壁垒。

图表3：八大外资品牌电梯在中国布局情况



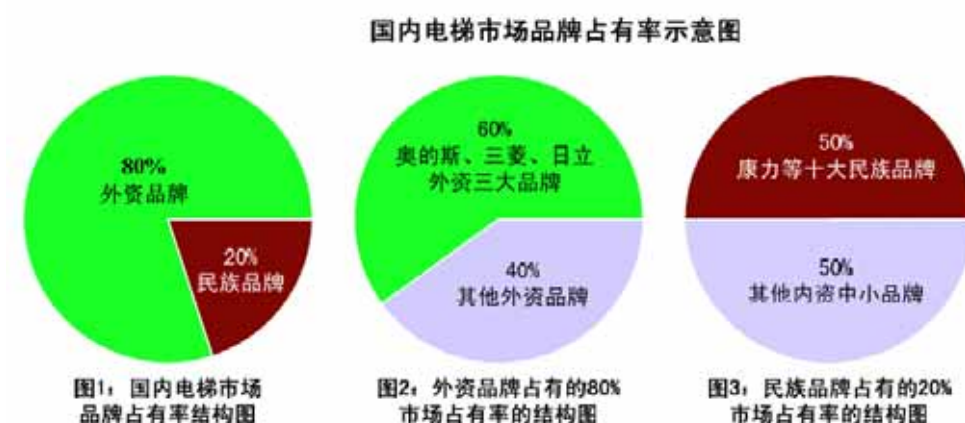
来源：国金证券研究所

内资品牌崛起是大势所趋

- 由于行业特性，品牌美誉度是电梯厂商的核心。外资品牌起初凭借雄厚的技术、人才、营销储备优势，迅速让其品牌为中国大众所接受，而内资品牌在当时几无还手之力。
- 然而在经过近 30 多年的发展，内资厂商的实力已发生重大变化。我们认为未来内资品牌市场份额提升将是大势所趋。
 - 1、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；

- 2、由于国内电梯市场快速增长，外资品牌普遍加大了对中国的投资，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。
- 3、目前内资品牌的主导厂商基本为民营企业(与 80 年代国企主导电梯市场有很大不同)，民营企业拥有灵活的机制、对中国市场深入的了解等优势，在技术、人才等基础条件具备的前提下，未来市场份额的持续扩大具备极高的可能性。
- 4、龙头内资品牌正经历由电梯制造商向电梯制造-服务制造商的转变，在业务模式上全面向外资企业靠拢。随着营销服务网络的完善、制造服务经验的积累，内资品牌电梯企业必然要走通过服务提升品牌的行业必经之路，从而带动内资品牌的品牌知名度向外资品牌接近。

图表4: 07 年中国电梯行业市场份额



来源：国金证券研究所

- 从以下例证可以说明我们对内资品牌的电梯报有极高的信心，目前内资品牌电梯已经在民营的二线城市商业地产占据一定的份额，而在住宅方面份额偏低，而商业地产对电梯的要求要远高于住宅，因为商业地产拥有更高的人口密度和需要更快速的电梯。我们认为其中的原因在于商业地产的采购中承租人也即是开发商商业地产的公司话语权更大，而住宅中业主也即是购房人对电梯采购的话语权更大。内资品牌的电梯在性价比上已经和外资品牌接近，但在普通大众的心理层面上还有较大的差距。
- 以康力电梯为例，公司最大的两个客户来自世纪金源、上海长峰，都是商业地产或商住混合地产的开发上，而公司尚未打入全国性的住宅开发商的供应体系。

房地产行业加大供给对电梯行业是长远利好

增加供给是本轮房地产调控政策的核心

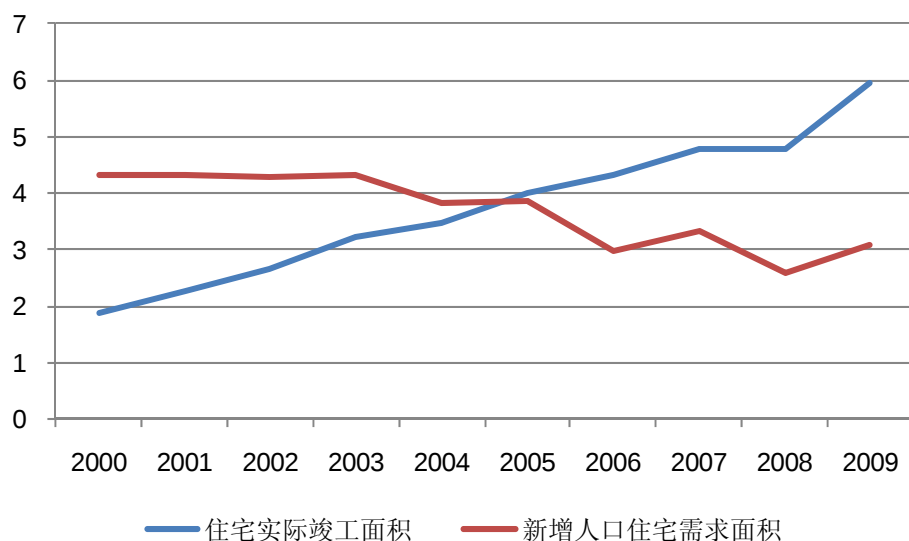
- 我们预计住宅占电梯市场下游需求 60%以上，房地产市场与电梯行业的景气度息息相关，因此 2010 年以来的房地产调控成为国内电梯市场挥之不去的阴霾。
- 但我们认为投资者应该关注政府此次对于房地产调控的变与不变，不变的是通过抑制投机性需求压制供给，而变化的是强化了增加供给尤其是保障房的重要性。
- 从国家领导人及相关政府部门近期的表态也可以看出，增加住房供给是本轮房地产市场调控的核心。

- 温总理在 9 月 14 日达沃斯论坛开幕时说：“我们要进一步规范市场秩序，完善土地、财税、金融政策，加快建立促进房地产市场健康发展的长效机制，抑制投资投机性需求，**引导市场增加普通商品房的供给，加快保障性住房的建设，发展公共租赁住房**，促进形成合理的住房供给结构，满足多层次的住房需求。”
- 李克强副总理 8 月 13 日考察北京市保障性住房建设时说：“实施保障性安居工程，是保障和改善民生的重大举措，也是保持经济平稳较快发展的重要措施。**各级政府特别是城市政府要加快推进保障性安居工程，尽快增加基本住房供给**，使群众有房可租、有房可买。”
- 2010 年 1 月 7 日，国务院颁布的《国务院办公厅关于促进房地产平稳健康发展通知》(简称国 11 条)核心之一在于增加供给，国 11 条中的 2 条与增加供给有关：1) **加快中低价位、中小套型普通商品住房建设**。对已批未建、已建未售的普通商品住房项目，要采取促开工、促上市措施，督促房地产开发企业加快项目建设和销售；2) **增加住房建设用地有效供应，提高土地供应和开发利用效率**。城市人民政府要重点明确中低价位、中小套型普通商品住房和限价商品住房、公共租赁住房、经济适用住房、廉租住房的建设规模，并分解到住房用地年度供应计划。

电梯行业未来 2~3 年仍处于高速增长期

- 从更本质的角度来看，中国住宅供给仍然处于供不应求的状态，从与电梯需求联系更紧密的住宅竣工面积看，中国住宅竣工面积未来 2~3 年尚有 50% 的增长空间。因此电梯行业未来 2~3 年将保持 15% 左右的复合增长率。
- 我们测算未来相当长时间内中国每年需提供 3500~4000 万人口的住宅，而 09 年中国住宅竣工面积不到 6 亿平米，仅解决不足 3000 万人口的居住。此外，由于前几十年积累的欠帐，大量改善性需求被高房价所压制，假如房价回归到大众所能接受的程度，顶峰时中国或需提供 4000~5000 万人口的住宅。
- 我们将城市人口居住需求分为两部分：一部分是当年新增城市人口需求，按每年 0.9% 的城市化率提高计算，每年城市新增人口 1400 万；一部分是已有城市人口的更替需求，中国住宅假设 25 年寿命(日本、韩国为 20 年左右)，住宅更新率为 4%，现有 6 亿多城市人口，每年 2400 万人的更新需求需要满足。因此，理论上每年中国需提供近 4000 万人口的住房。
- 从积压的改善性需求看，00-09 年 10 年间，中国住宅竣工面积累计 37.34 亿平米；而根据 10 年间城市新增人口，假设人均居住面积 20 平米计算，仅新增人口住宅需求即达到 36.9 亿平米。也即过去 10 年，中国房地产的供给仅能满足新增人口的需求。在住宅长期供不应求的状态下，只能通过高价抑制旺盛的需求。从这个角度看，国家对房价的打压对住宅需求量将呈长期正面的影响。

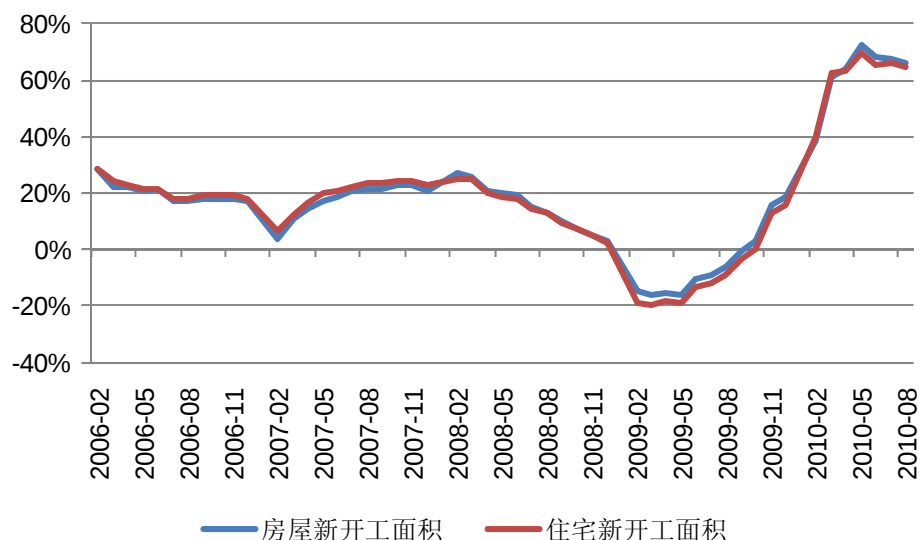
图表5: 历年住宅竣工面积(亿平米)



来源: 国金证券研究所

- 电梯需求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 1-8 月, 国内商品房新开工面积累计增速达到 60% 以上, 为历年最高, 预示着未来 2 年电梯行业的需求仍将保持较高增长。

图表6: 房地产新开工面积增速处于历史高位(累计增速)

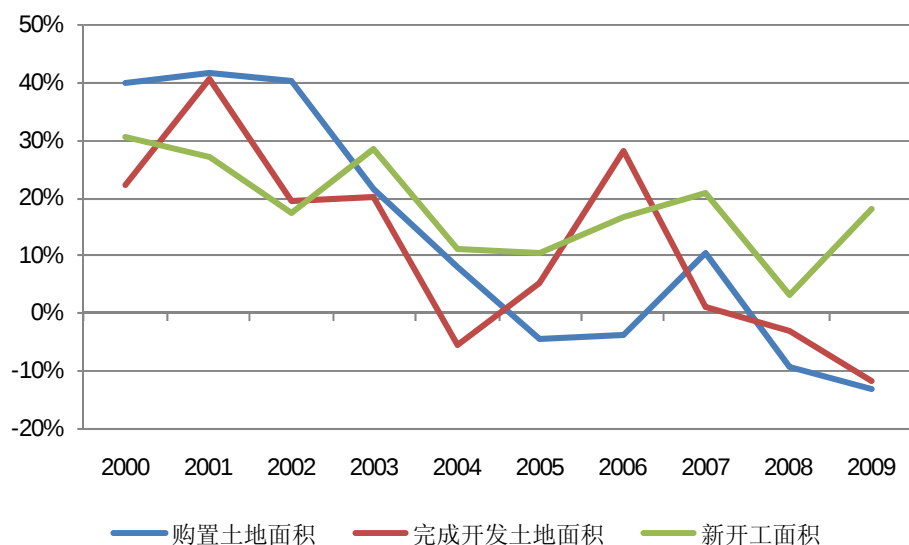


来源: 国金证券研究所

房地产容积率提升改善电梯需求结构

- 近年来房地产行业的另一个对电梯需求影响深远的趋势来自容积率的提升。自 07 年以来全国房屋新开工面积增速一直高于购置土地面积、完成开发土地面积, 显示容积率在逐年提升。实际上, 自 07 年以来土地购置面积、完成开发土地面积基本处于负增长状态, 而房屋新开工面积主要的增量就来自容积率的提升。

图表7：容积率提升是大势所趋



来源：国金证券研究所

- 容积率的提升对电梯需求数量、结构有显著的拉动作用，其中对电梯需求结构的改善效果更为明显。
 - 随着城市化进程的深入，地少人多必然需要提高土地利用效率，提升住宅容积率，全国各省市基本规定 7 层及以上必须安装电梯，而新建楼房为了获得良好的口碑，即使 3、4 层高也要安装电梯。
 - 容积率提高对电梯的另一个好处是结构的改善。通常低速电梯(速度 <1m/s)用于 15 层楼及以下居多，中速电梯(速度为 1m/s~2m/s)用于 15~40 层。目前 20 层以上的住宅占比逐渐提高，中速电梯需求增速要好于行业平均水平，而中速电梯在单价、盈利能力要优于低速电梯。

公共设施对电梯需求旺盛

- 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8：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		16	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

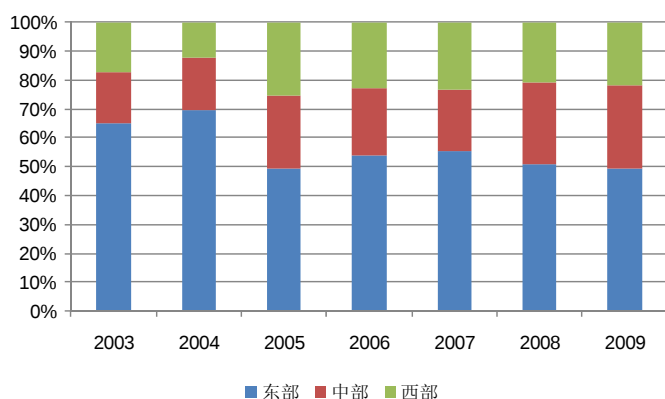
来源：国金证券研究所

公司品牌正经历由低到高的快速提升

宏观背景有利于公司份额提升

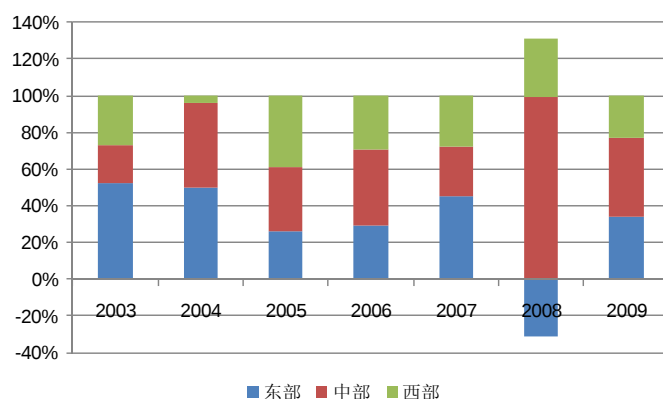
- **保障性住房建设给予了公司较为公平的竞争环境。**以公司目前的品牌沉淀，进入一线城市的高端市场难度较大。然而在以性价比为主要评判标准的保障房市场中，公司的优势得以发挥。根据政府相关规划，2010 年要开工 580 万套保障房，保守按每 50 套配 1 台电梯，每台电梯 13 万元，仅 2010 年新开工的保障房电梯需求即可达到 150 亿元。
- **中、西部城市房地产市场大有可为。**目前中、西部地区占房地产开发投资增量贡献 50%以上、房屋新开工面积 60%以上。对于以“农村包围城市”为策略的公司而言，其“根据地”扩大的速度要高于外资品牌。

图表9：中西部地区对房地产开发投资增量贡献比重加大



来源：统计局、国金证券研究所

图表10：中西部地区对房地产新开工面积增量贡献加大



公司过往业绩证明其优秀的管理能力

- 我们认为公司与其它内资品牌的优势在于：持续的专注、正确的战略。公司自 97 年以来进入电梯零部件生产领域，01 年才介入整机制造，而公司 05 年以来已连续五年成为内资品牌销量第一。
- 公司的领军人物——董事长王友林先生致力于将公司打造成为中国电梯行业的领军企业。在调研过程我们对王总的执着、勤勉、进取的精神留有深刻印象，这也是我们看好公司的重要理由。
- 公司的管理团队具备良好的战略眼光。康力进入整机制造的时间不长，但其紧紧抓住了中国电梯行业成长的黄金发展期，总结其中最大的经验来自对准确的市场判断。04 年以来，中国电梯行业虽然处于高速发展期，但其间经历了数次严厉的房地产或宏观调控，而康力电梯始终在按部就班的扩大生产基地，扩张产能，扩大营销网络，最终抓住了市场的机遇。
- 公司的管理团队稳定。细数公司的核心管理层基本上都在公司任职 5 年以上，经历了公司创业之初的艰难和日后的快速扩张阶段。同时公司兼容并包的管理风格也吸引了更多的优秀人才不断加入的公司的团队中来。
- 公司的技术实力在国内翘楚，未来将向外资品牌全面靠拢。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”。
- 公司承接的典型工程日渐增多，在业界逐步树立良好的口碑。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。
- 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。

- 10 年 9 月，公司获得安装、改造、维修 7m/s 电梯的许可证，标志着公司研发的 7m/s 的超高速电梯研发成功。该电梯是国内首台具有自主知识产权的运行速度达到 7m/s 的超高速电梯，标志着公司的技术水平达到国际先进水平，对公司拓展市场将起到积极作用。该型号超高速电梯将安装于上海三泾北宅写字楼(6 台)和沈阳龙之梦亚太中心一期(12 台)。
- **未来营销网络将逐步发力。**外资品牌电梯尤其是三菱在渠道建设方面是公司的标杆，三菱的销售、安装、维保人员占员工总数 3/4 左右，而公司目前仅为 1/2 不到。目前公司已经意识到上述差距，大力发展营销网络。目前公司拥有 28 个营销服务中心和 3 个海外部，未来 3 年内公司将在全国建成 30 个分公司。将营销网络升级成分公司的好处在于公司拥有更多的资源直接面对客户，提供产品生命周期全过程服务，包括设计、安装、维修、保养等。我们认为此举将十分有助于公司更好的满足客户的全方位需求，对于提升公司的品牌形象意义重大。

上市有助于品牌形象快速提升

- 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。如何构建良好的品牌壁垒是公司需要解决的头等大事。
- **公司目前正将最重要的精力用于品牌形象的提升方面，我们认为管理层正是在正确的时间做正确的事情，公司的品牌在上市后将发生重大变化。**
 - 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人数，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。

盈利预测及估值

- 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。

图表11：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

附录：电梯技术简介

当代电梯关键技术主要涵盖以下几部分：

- **电能回馈：**就是将运动中负载上的机械能（含位能和动能）通过专用装置转换成电能并回馈给交流局域电网，供附近其他用电设备使用，使系统在单位时间内消耗电量下降，从而达到节约电能的目的。国外如西门子、富士公司已有成熟产品，而我国针对电梯能耗及电梯能量回馈装置的相关标准、管理规定等尚未出台，国内电能回馈装置产品良莠不齐，节能效果不理想。
- **电梯群控系统：**电梯群控系统(Elevator Group Control System，简称EGCS)是指在一座大楼内安装多台电梯，并将这些电梯与一个计算机连接起来。该计算机可以采集到每个电梯的各种信号，经过调度算法的计算向

每个电梯发出控制指令。通过优化调度达到减少等待时间和节能的效果。当前国内的群控系统主要以进口为主。

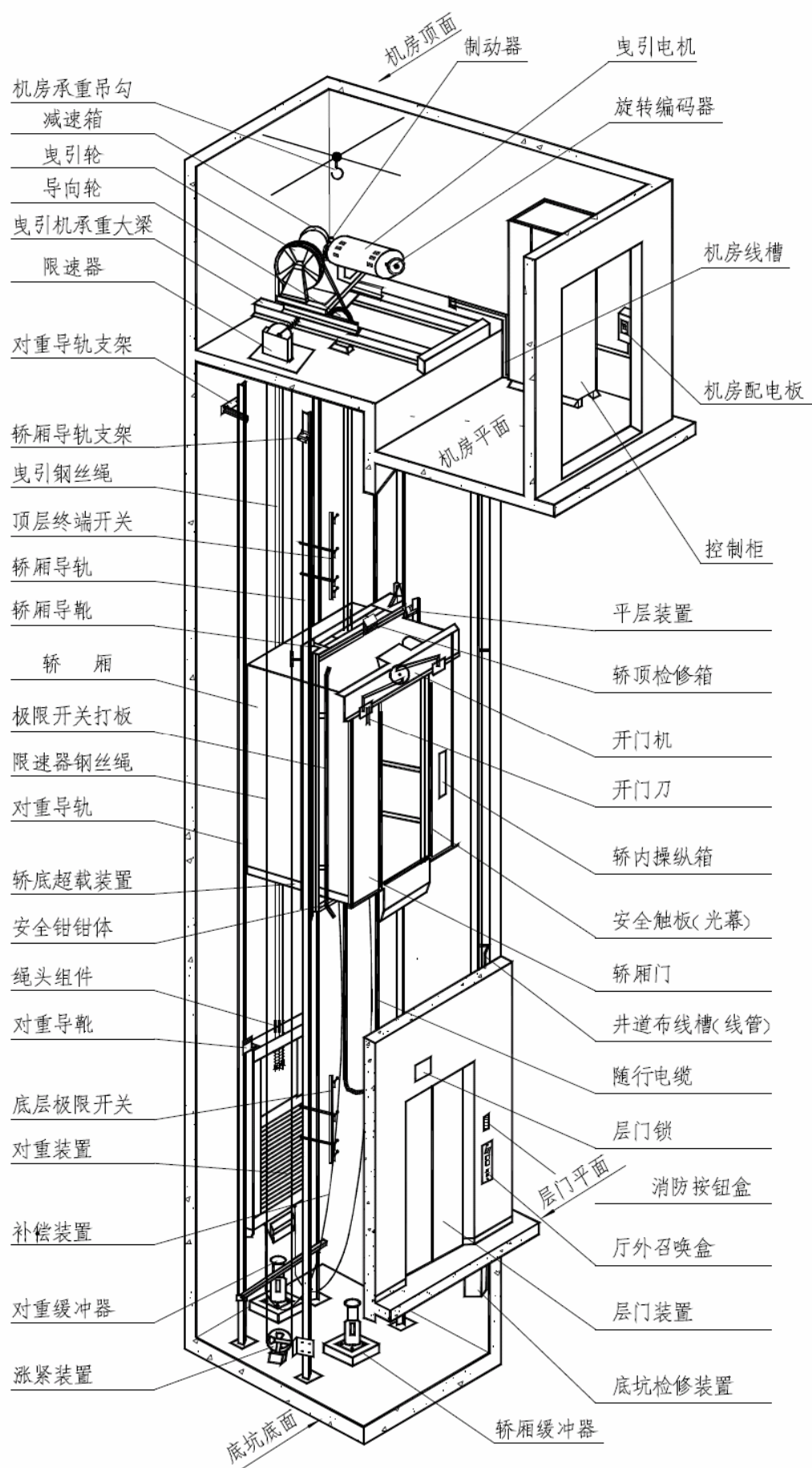
- **无机房电梯：**在不设机房的条件下，将轿厢、对重、驱动主机、控制柜、限速器等关键部件布置在一般电梯井道内。解决无机房井道布置的主要途径是利用井道空间、研制特殊电梯部件和开发新型驱动方式。
- **使用永磁同步无齿轮曳引机：**从永磁同步电机工作原理可知其励磁是由永磁铁来实现的。不需要定子额外提供励磁电流，因而电机的功率因数可以达到很高，理论上可以达到 1。同时永磁同步电机的转子无电流通过，不存在转子耗损问题，一般比异步电机降低 45% ~ 60% 耗损。由于没有效率低、高能耗蜗轮蜗杆传动副，能耗进一步降低。
- **远程监控技术：**电梯困人故障一直困扰着电梯的承包商，上世纪 80 年代初就有电梯厂商对电梯增加了过程监视系统。即在电梯轿厢内装设摄像和通讯系统，被困轿厢中的乘客可以同大楼的监视人员建立联系。而现在提出的远程监控服务系统是在远程监视系统上更进了一步。这种先进装置集通讯、故障诊断、微处理机为一体，它可以通过市话线传递电梯的运行和故障信息到远程服务中心(即电梯远程监控维修中心)，远程维修监控中心始终监控着他们所承包的电梯，随时可以知道电梯的运行状态和发生故障的属性。维修人员去故障梯之前就已知道该维修的项目，减少了维修服务的成本和时间。

图表12：电梯八大核心系统

电梯系统	主要功能	组成部件
曳引系统	输出与传递动力，使电梯运行	由曳引机、曳引钢丝绳，导向轮，反绳轮组成
安全保护系统	保证电梯安全使用	由限速器，安全钳，缓冲器，端站保护装置组成
电梯导轨系统	限制轿厢和对重的活动自由度，使轿厢和对重只能沿着导轨作升降运动，是电梯的安全部件。	由电梯导轨，导靴和导轨支架、连接板、压导板组成
电力拖动系统	提供动力，实行电梯速度控制	由曳引电动机，供电系统，速度反馈装置，电动机调速装置等组成
载客系统	运送乘客和货物的电梯组件，是电梯的工作部分	由轿厢架和轿厢体组成
门系统	封住层站入口和轿厢入口	由轿厢门，层门，开门机，门锁装置组成
重量平衡系统	相对平衡轿厢重量，在电梯工作中能使轿厢与对重间的重量差保持在限额之内，保证电梯的曳引传动正常	由对重和重量补偿装置组成
电气控制系统	对电梯的运行实行操纵和控制	由操纵装置，位置显示装置，控制屏（柜），平层装置，选层器等组成

来源：长江润发招股书、国金证券研究所

图表13：电梯系统结构图



来源：国金证券研究所

图表14：三张报表摘要
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	0
买入	0	3	5	9	10
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

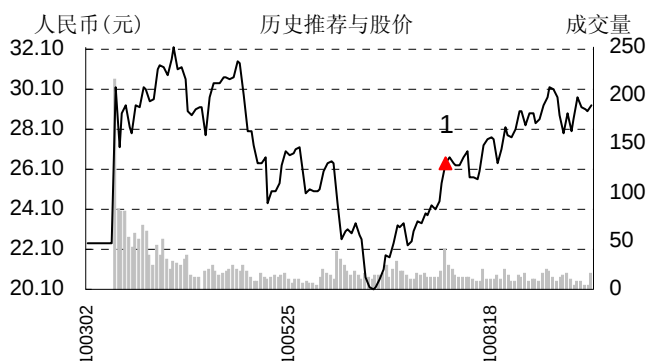
来源：国金证券研究所

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