

机械、设备、仪表

康力电梯 (002367)

推荐 (维持)

刘海博

联络人
S1060110080083
0755-22624437
liuhaibo106@pingan.com.cn

叶国际

S1060209050127
0755-22627084
yeguoji001@pingan.com.cn

事项：康力电梯公告了股权激励草案：

- 公司以定向发行新股的方式向10名高管和167名公司中层管理人员授予900万股限制性股票（授予812万股，预留88万股），发行价格为15.81元，公司股权激励方案的触发条件是2010年度净利润较2009年有30%以上增长。公司限制性股权解锁的比例在11、12、13年的比例为3:3:4。公司股权激励的解锁条件为11、12、13年扣除非经常性损益的净利润比09年增长69%、119.7%和185.6%，折合2010-2013年4年复合增长率为29%。假设授权日价格等于草案公告日前120日均价27.11元，公司行权的成本10170万元，将于2011-2014年分摊。
- 公司通过本次股权激励保障了员工同投资者利益的广泛一致性，充分解决上市公司的委托代理问题；公司上市之初仅高管层6人持有211万股，本次激励完成后公司高管层增持220万股，合计持有公司473.2万股。且在股权分配上对于上市之初持股较少及上市之后引入的高管层进行重点激励，保障高管层利益的一致性和均等性。本次股权激励的一大亮点是共计167名中层管理者得到广泛激励。研发、制造、质检和销售相关负责人合计认购限制性股权592万，为公司经营稳定增长和释放业绩增加保证。
- 公司经营状况良好，1-11月整梯新增订单超过11亿，零部件新增订单超过4亿，全年有望实现17-18亿新增订单的销售。公司1-10月在手未执行订单超过13亿，公司2011年业绩增长有保障。公司利用1.5亿募投资金建立在全国建立30个销售分公司有望在2011年见效，公司将建立售前、售中、售后由销售分公司统一负责的营销体系，母公司负责大客户营销。公司从上海机电聘请资深销售大区经理作为公司的销售总监，为保障2011年新增订单增添筹码。中山扶梯配件及ODM项目将于明年6月投产，年销售额达1亿元。
- 电梯行业仍然处于成长周期的快速增长阶段，保有量处于低位，行业增速保持在15%左右。公司目前市场份额不到2%，随着公司上市后品牌效应逐步显现和销售网络逐渐下沉，公司引进SAP的ERP系统加强对销售分公司管控，管理体系日趋完善。公司的新增订单有望持续快速增长。
- 基于公司基本面良好和股权激励解决管理层利益诉求问题，同时我们也看到公司行权条件较为宽松。预计在股权激励之后2010、2011和2012年的EPS分别为0.74、0.83和1.17元，对应2010年12月2日32.8元收盘价10、11和12年的PE分别为43.2、39.5和28.0倍，我们给予公司“推荐”评级。

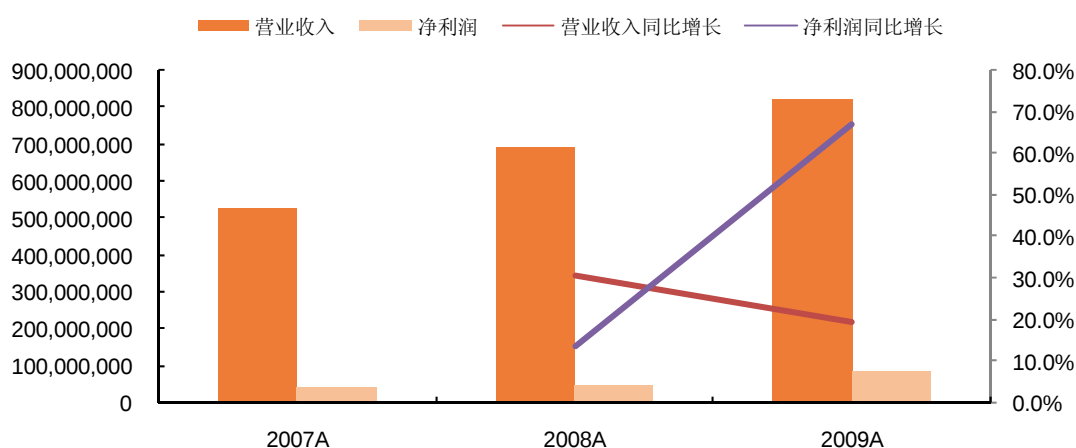
目录

一、	民族电梯品牌的龙头企业.....	2
二、	公司战略明确，股权激励立足长远	4
2.1	以民族电梯第一品牌为目标，研发和销售为支撑.....	4
2.2	以人为本，股权激励立足长远	4
三、	公司订单充足，经营状况良好.....	4
四、	纵观全球电梯市场，风景中国独好	5
五、	维持“推荐”评级	6

一、民族电梯品牌的龙头企业

康力电梯是国内第一家上市从事电梯整机制造的民族品牌企业。公司技术处于国内领先水平，其制造的 7m/s 的高速电梯已经通过质量部门认证，6m/s 电梯已经成功实现销售安装。公司在电梯产业链处于终端，拥有较强的议价能力，产品结构优化将提升公司的盈利能力。

图表 1：康力电梯收入及净利润情况



资料来源：Wind, 平安证券研究所

公司产品主要为电梯、扶梯及上下部总成系统等电梯零部件。公司的产品具有以下三个属性：

图表 2：康力电梯三大属性

产品特性

- 工程产品属性，“产品制造、现场安装、售后维保”，制造商对研发、制造、安装、维保和客户管理综合协调管理，提供“一揽子”设备和服务；
- 消费产品属性，品牌价值重要，尤其在一线城市尤为明显；

销售特性

- 代理商为主导的销售模式，电梯的销售客户相对较为分散；
- 大型地产商客户为辅助的销售模式，未来母公司将更多精力投入到大客户的营销服务上。

财务特性

- 公司销售收入确认需要电梯安装验收合格以后，一些基建及地产项目因为施工或者调控的原因收入确认时间难以确定；
- 公司属于轻资产公司，流动资产占据公司资产的80%以上，主要是新增订单预先缴纳20-30%定金，存货主要是发出商品未确认收入的价值较大，公司现金流充沛；

资料来源：平安证券研究所

二、公司战略明确，股权激励立足长远

2.1 以民族电梯第一品牌为目标，研发和销售为支撑

公司发展的**战略目标是打造中国电梯产业第一的民族品牌**，公司为此在研发和销售两端投入巨大，公司成为国内第一家实现6m/s高速电梯研制和销售的企业，7m/s高速电梯也已经研制成功。

在销售渠道方面，公司利用上市的机会，逐步**树立康力电梯的品牌和信誉**，承揽诸如世纪金源、上海龙之梦酒店高速电梯和韩国首尔地铁扶梯等形象工程。另一方面，将原公司**销售服务中心整合升级**，投入1.5亿资金在全国建立30个销售分公司，实现对电梯产品销售、安装和维保的一体化运作，加强售前代理商的公关、项目预案准备、售中的竞标、售后安装维保的协调服务，**销售分公司实现了原来母公司的基本职能，增加了客户渠道管理的有效性和维保服务的及时性。**

2.2 以人为本，股权激励立足长远

公司管理层深知公司的成功经营不仅要有好的产品和战略，**最终经营成果的实现还是要依赖每位管理人员和员工认真执行，以人为本、机制为纲成为本次公司股权激励的出发点。**

创业者眼光长远，奉行“财聚人散，财散人聚”的思路，并且在17年艰苦创业当中认识到中国的电梯企业“独木不成林”，应该形成合力，逐步争夺外资所掌握的75%的市场份额。

公司通过本次股权激励保障了员工同投资者利益的广泛一致性，充分解决上市公司的委托代理问题；公司上市之初仅高管层6人持有211万股，本次激励完成后公司高管层增持220万股，合计持有公司473.2万股。且在股权分配上**对于上市之初持股较少及上市之后引入的高管层进行重点激励**，使得公司各高管之间的股权基本持平，**保障高管层利益的一致性和均等性。**本次股权激励的一大亮点是共计167名中层管理者得到广泛激励。**研发、制造、质检和销售相关负责人合计认购限制性股权592万，为公司经营稳定增长和释放业绩增加保证。**本次股权激励另外值得注意的是董事长作为大股东并没有纳入激励范围，说明大股东是真正利用该方式将企业做大、做强，并非进行利益的转移。

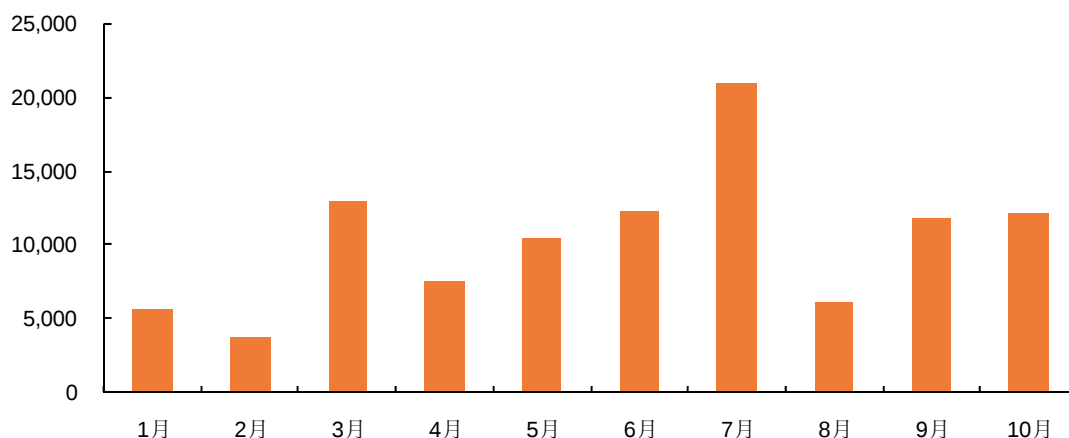
三、公司订单充足，经营状况良好

公司订单饱满，2010年1-11月累计整梯订单超过11亿，零部件新增订单超过4亿，全年新增订单有望达到17-18亿的水平。

公司1-10月在手未执行订单超过13亿，公司2011年业绩增长有保障。公司利用1.5亿募投资金建立在全国建立30个销售分公司有望在2011年见效，公司将建立售前、售中、售后由销售分公司统一负责的营销体系，母公司负责大客户营销。公司从上海机电聘请资深销售大区经理作为公司的销售总监，为保障2011年新增订单增添筹码。中山扶梯配件及ODM项目将于明年6月投产，年销售额达1亿元。

图表 3：康力电梯2010年1-10月新增整梯订单金额

(单位：万元)

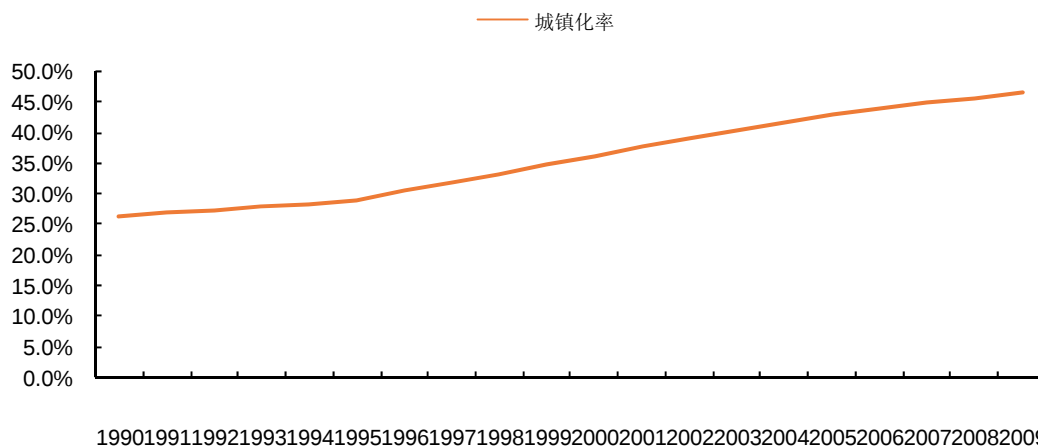


资料来源：平安证券研究所

四、纵观全球电梯市场，风景中国独好

中国电梯保有量将由09年的137万台，而欧洲的电梯保有量超过500万台，且中国电梯人均保有量仅欧洲的1/6左右，未来市场潜力巨大。

图表 4：中国城镇化率



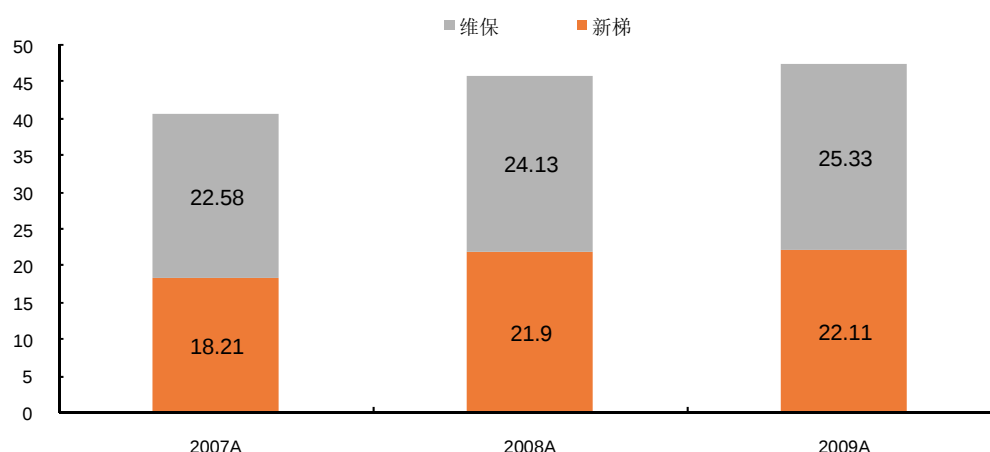
资料来源：CEIC, 平安证券研究所

中国在城市化建设、公共基础设施投资和商业设施高速成长的背景下，中国的新梯市场占全世界新梯市场份额已经超过50%，其余市场份额基本上为欧洲和印度、东南亚等新兴市场国家所占据。城市化末期的成熟欧美电梯市场新梯销售极少，其主要利润来自售后维保，约占利润总额的50%。中国电梯业目前尚处于高速成长期，2008之前的行业增长率超过23%，09年金融危机的环境下依然保持13%的增长。

中国电梯行业的售后维保市场秩序混乱，电梯企业集中精力争夺利润率较高的新梯市场，对维保重视程度较低。但是作为龙头企业的康力电梯致力于品牌建设，已经开始注重售后维保，其09年维保收入增长率超过200%，为将来电梯市场成熟情况下的维保业务奠定良好基础。

成熟的电梯企业诸如迅达、通力等公司维保收入占据公司50%以上的份额，上海三菱的维保服务收入已经占据收入的15%，康力电梯随着销售分公司的建立和机制的完善，有望在未来实现维保的高速成长。

图表 5：2007-2009年KONE收入构成 (单位：亿欧元)



资料来源：KONE annual report, 平安证券研究所

2008年欧洲电梯协会估计欧洲每年安装电梯15万部，北美大约2.9万部，中国17万部，印度大约在3.5万部。

蒂森克虏伯表示，在中国销售安装新梯的利润率高于售后维保，而成熟市场恰好相反，维保的利润率要高于新梯销售的利润率。

我们认为中国的电梯市场也在走向成熟，也在向主流模式发展。我们注意到中国的电梯市场对维保拥有大量的需求，客户要求更快的反应时间，对于表现不佳的企业严厉处罚。

五、维持“推荐”评级

基于公司基本面良好和股权激励解决管理层利益诉求问题，同时我们也看到公司行权条件较为宽松。预计在股权激励之后2010、2011和2012年的EPS分别为0.74、0.83和1.17元，对应2010年12月2日32.8元收盘价10、11和12年的PE分别为43.2、39.5和28.0倍，我们给予公司“推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257