

电梯导轨龙头 受益于行业快速发展

投资要点:

(一) 电梯行业快速发展, 近期明显加速

中国是全球最大的电梯生产基地和需求市场。2004-2010 年中国电梯产量年均增长 22%, 近期明显加速, 产量增速接近 40%。

鉴于房地产项目、公共设施和大型商业设施对电梯需求的快速增长, 尤其是未来 5 年 3600 万套保障房建设的需求带动, 电梯使用高度、使用密度快速增长, 对电梯性能的要求也日益提升, 我们预计 2011 年中国电梯行业可保持 30% 左右的增长, 未来 5 年可维持 20% 以上的增速。

(二) 电梯安全标准提升, 公司产品需求看好

长江润发是国内电梯导轨第一民族品牌, 产品定位高端, 主要为三菱电梯、奥的斯、通力、蒂森等国际一流电梯企业配套。随着电梯安全标准的日益提升, 市场对电梯导轨的精度要求也越来越高, 公司高端电梯导轨产品优势将更加明显。公司将向国内二三线电梯厂商加大渗透力度。

(三) 电梯零部件龙头, 产业链整合值得期待

公司作为国内电梯零部件行业的龙头企业, 具有收购相关零部件企业的可能性。公司在招股书中明确指出: 要“通过收购、兼并、参股、控股等多种资本运营手段实现资本扩张, 并选择适当时机收购对公司盈利和业务拓展有贡献的企业, 实现低成本扩张”。

我们认为, 公司不仅仅可能在电梯导轨领域实现资产整合, 还可能在其他附加值高、用工量较少的电梯零配件领域实现扩张。作为国内唯一的电梯零部件上市公司, 公司在电梯零部件领域的产业链整合值得期待。

(四) 大股东增持公司股票, 未来发展前景看好

公司控股股东长江润发集团有限公司计划在未来 12 个月内, 增持不超过公司总股本 1% 的股份。我们认为, 大股东的增速表明了对公司的未来前景看好。

投资建议

如果不考虑外延式扩张, 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.42 元、0.53 元、0.65 元, 对应当前股价 PE 分别为 32 倍、25 倍、20 倍。我们认为公司合理估值区间为 14-17 元, 首次给予“谨慎推荐”评级。

长江润发 (002435.SZ)

谨慎推荐 首次评级

合理估值区间 14-17 元

分析师

鞠厚林 机械行业分析师

☎: (8610) 6656 8946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091557

邱世梁 联系人

☎: (8621) 20252602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0260511020020

邹润芳 联系人

☎: (8621) 20252629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

王华君 联系人

☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2011.08.04

A 股收盘价(元)	13.95
A 股一年内最高价(元)	17.86
A 股一年内最低价(元)	12.48
上证指数	2701.73
市净率	2.39
总股本(万股)	13200.00
实际流通 A 股(万股)	8002.50
限售的流通 A 股(万股)	5197.50
流通 A 股市值(亿元)	11.16

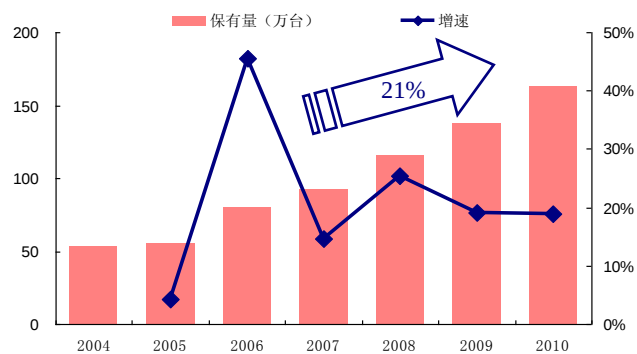
相关研究

一、电梯行业快速发展，近期明显加速

中国是世界电梯第一大生产国，也是世界电梯行业第一大市场。2004-2010 年，中国电梯保有量保持了年均 21% 左右的增长，保有量从 2004 年的 52.73 万台增长到 2010 年的 162.80 万台。电梯产量则从 2004 年的 11 万台增长到 2010 年的 36.5 万台，年均复合增长率达到 22%。

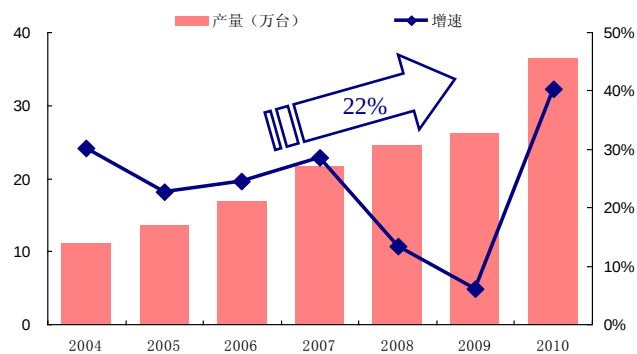
值得注意的是，2010 年电梯产量同比增长接近 40%。这一方面是由于金融危机后 2009 年的基础较低；另一方面，随着近期国内电梯使用高度、使用密度的快速增长和对性能要求的日益提升，房地产项目、公共设施和大型商业设施对电梯需求的增长，使得电梯需求比前几年有了一个更快的增长。

图 1: 2004-2010 年中国电梯保有量保持年均 21% 的增长



资料来源：中国电梯协会，中国银河证券研究部整理

图 2: 2010 年中国电梯产量明显加速，同比增长近 40%



资料来源：中国电梯协会，中国银河证券研究部整理

根据中国电梯协会统计，2011 年上半年，中国电梯产量同比增长 40% 左右。我们预计 2011 年全年中国电梯产量可以保持 30% 左右的增长。

鉴于房地产项目、公共设施和大型商业设施对电梯需求的快速增长，尤其是未来 5 年 3600 万套保障房建设，以及大型商场、地铁、高铁站台、机场等公共设施的需求增长，我们预计未来 5 年中国电梯行业可以维持 20% 以上的增速。

电梯导轨作为电梯系统重要基础部件，电梯行业的长期向好为电梯导轨行业提供了广阔的市场前景。据中国电梯协会预测，未来几年电梯导轨的需求量每年将递增 20% 以上，市场潜力很大。

表 1: 中国电梯协会预测未来几年电梯导轨需求量将保持 20% 以上的增长

类别	2011 年	2012 年	2013 年
实心导轨 (万吨)	56.11	67.82	81.74
空心导轨 (万吨)	11.72	14.15	16.71
扶梯导轨 (万吨)	4.37	5.33	6.45
合计 (万吨)	72.2	87.3	104.9
增长率 (%)	20.74%	20.91%	20.16%

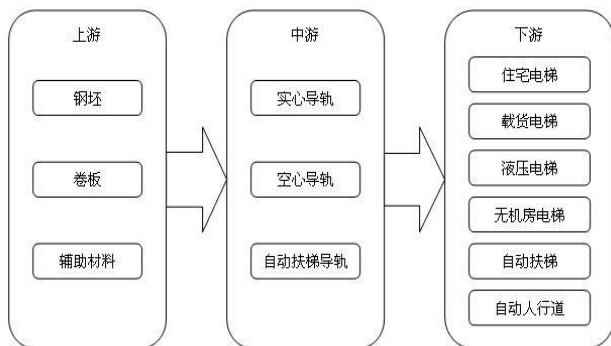
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

二、电梯安全标准提升，公司产品定位高端、需求看好

公司是国内电梯导轨第一民族品牌，产品定位高端，主要为三菱电梯、奥的斯、通力、蒂森等国际一流电梯企业配套，较少供应内资品牌电梯厂商。随着近期国内众多电梯事故的持续发酵，民众对电梯安全日益重视，国家对电梯安全的行业标准也在日益提升，这将有利于公司产品向国内二三线电梯厂商加大渗透。

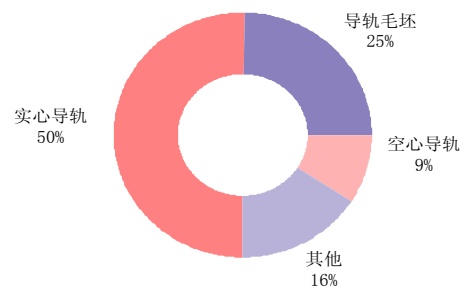
目前，国内内资品牌电梯厂商电梯导轨多采购自杭州申菱、天津桑瑞斯、苏州亿鑫、杭州中豪等中小规模的电梯导轨制造商。长江润发的电梯导轨通常贵于国内中小规模电梯导轨制造商。我们预计，随着国内电梯安全标准的日益提升，速度在 5 米/秒以上的超高速电梯对电梯导轨的精度要求越来越高，电梯导轨的市场需求也日益向高端厂商集中。公司高端电梯导轨产品优势将更加明显，未来市场需求看好。

图 3：电梯导轨上下游产业链



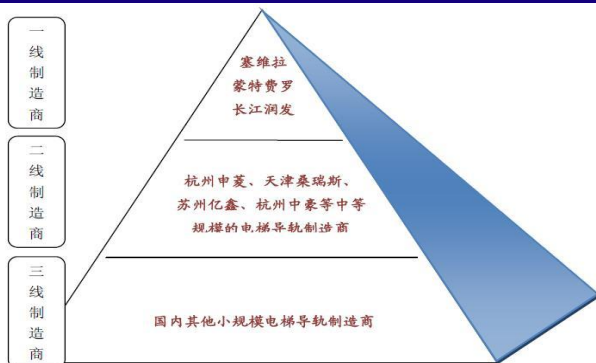
资料来源：中国银河证券研究部

图 4：实心导轨占公司 2011 年收入的 50%



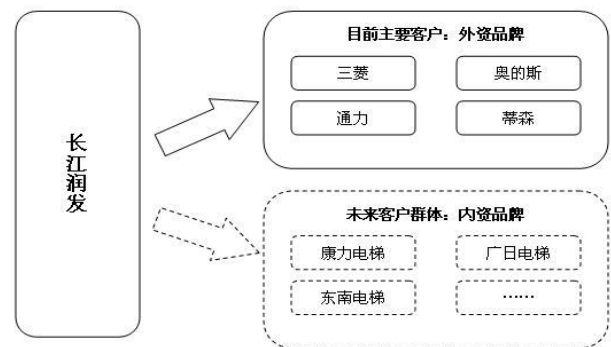
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 5：公司定位高端，处于电梯导轨第一梯队



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 6：公司未来将加大对内资电梯品牌企业的渗透



资料来源：中国银河证券研究部

三、电梯零部件龙头，产业链整合值得期待

公司作为国内电梯零部件行业的龙头企业，具有收购相关零部件企业的可能性，产业链整合值得期待。公司在招股书中明确指出：要“通过收购、兼并、参股、控股等多种资本运营手段实现资本扩张，并选择适当时机收购对公司盈利和业务拓展有贡献的企业，实现低成本扩

张”。

纵观全球最大的两家电梯导轨企业，无一不是通过收购兼并发展壮大。在中国市场，塞维拉、蒙特费罗通过收购、兼并国内企业或者与国内企业合资，逐渐蚕食国内市场，并在一段时间内形成垄断之势，成为电梯导轨市场的两大寡头。例如塞维拉先后控股天津市导轨厂、上吴导轨厂、广州中联导轨厂等；蒙特费罗先后控股了上海西张导轨厂、杭州三杭导轨厂等。

我们认为，长江润发不仅仅可能在电梯导轨领域实现资产整合，还可能在其他附加值高、用工量较少的电梯零配件领域实现扩张。作为国内唯一的电梯零部件上市公司，公司在电梯零部件领域的产业链整合值得期待。

四、大股东增持公司股票，未来发展前景看好

公司控股股东长江润发集团有限公司计划在未来 12 个月内，增持不超过公司总股本 1% 的股份。2011 年 6 月 29 日，长江润发集团有限公司通过二级市场增持公司 10 万股股票，平均价格 13.24 元/股，占公司股份总额的 0.076%。上述增持后，截止到 2011 年 6 月 29 日，润发集团及其一致行动人合计持有公司 51,043,750 股股份，合计占公司股份总额的 38.670%。我们认为，大股东的增速表明了对公司的未来前景看好。

五、盈利预测

如果不考虑外延式扩张，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.42 元、0.53 元、0.65 元，对应当前股价 PE 分别为 32 倍、25 倍、20 倍。我们认为公司合理估值区间为 14-17 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.SH）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、航空动力（600893.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908