

谨慎申购

江南嘉捷（601313）

2012 年 1 月 6 日

民族电梯行业领跑者

江南嘉捷是内资电梯品牌龙头，2005-2009 年电梯整机销售额和出口额在内资企业中排名第一。公司主营各类电梯：自动扶梯和自动人行道国内市占率第一，海外订单、国内地铁建设以及超商新开门店可确保未来增长；垂直升降电梯可望受益于保障性住房需求带动，补偿增长空间巨大。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	151907.02	175138.13	205281.48	248319.45
母公司所有者净利（万元）	13872.91	15911.50	19319.82	23219.68
发行后股本摊薄 EPS（元）	0.62	0.71	0.86	1.04
母公司所有者净利增速（%）	35.80	21.59	18.19	20.15

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 22400 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **内资电梯品牌龙头，占据自动扶梯和自动人行道优势。**公司 2005-2009 年电梯整机销售额和出口额在内资企业中排名第一。公司的自动扶梯和自动人行道在国际市场上获得了众多地铁、展馆的大额订单，可望获得国内各地新建地铁的订单。扶梯和人行道的细分子行业国内市占率第一，与国内外多家大型超商建立长期战略合作伙伴关系，预计今明两年超商进入高速扩张期，对公司订单形成保障支撑。
- **增长补偿看垂直升降电梯。**中国电梯行业中垂直升降电梯占比超过 80%，是主流市场。公司 2009 年电梯总量的市场份额仅为 2.6%，垂直升降电梯的份额不足 2%，市场空间广阔。公司在国内保障房的垂直升降电梯市场具备一定竞争力，预计未来增速将主要来自垂直电梯。由于电梯的购置滞后开工时间 6-12 个月，假设 2012 年 600 万套保障房可完成封顶，楼层数 18 层、一梯两户估算，2012 年保障房可带动垂直升降电梯需求 16.7 万台，预计占 2011 年国内电梯需求的 56%，增量可观。
- **公司提前顺应行业趋势，向节能环保、智能化、高速化发展，方向明晰：**1）技术及成本优化：对高端产品进行研发及技术积累、提高中低端性价比；2）环保节能：加入“哥本哈根宣言”，执行低碳环保严格管理；3）一体化服务：未来计划进一步完善业务体系，从整机制造商向电梯设计、安装、维护保养的综合服务商提供发展。
- **募投项目：扩建厂房、扩充产能，技术研发中心与改造。**募投项目包括扩建厂房电梯项目、技术研发中心与改造项目，预计 2012 年底达产 50%、2013 年完全达产；项目的实施将助公司缩短产品开发周期、产能可望从每年 0.8 万台提升至 1.6 万台、满足电梯广阔的市场需求，从而巩固和提升公司的行业领先地位。
- **合理价值区间 12.07-14.66 元，建议谨慎申购。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、0.86 和 1.04 元，按 2012 年 14-17 倍的 PE 水平给予合理价值区间 12.07-14.66 元，公司股票发行价格区间为 12.40-13.00 元，建议谨慎申购。
- **主要不确定因素。**（1）国内基建投资增速下滑导致新增保障性住房及房地产、公共设施投资紧缩；（2）行业竞争或将加剧。

合理价值区间 12.07-14.66 元
股本结构（预计发行后）

总股本（万股） 22400
流通 A 股（万股） 5600
B 股/H 股（万股） 0/0

主要估值指标

	2011E	2012E	2013E
EPS（元）	0.71	0.86	1.04
净利润增长率（%）	21.59	18.19	20.15

注：每股收益按全部摊薄后股本计算。

机械行业首席分析师
龙 华
SAC 执业证书编号：
S0850511020001
电 话：021-23219411
Email: longh@htsec.com

联系人

何继红
电 话：021-23219674
Email: hejh@htsec.com

熊哲颖
电 话：021-23219407
Email: xzy5559@htsec.com

分产品主营收入和毛利率。

表 1 主营业务分产品收入和毛利率

分产品销售收入（万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
垂直升降电梯	60289.67	74864.82	84892.59	95693.33	121130.79
自动扶梯	25558.95	27701.90	29700.00	38099.26	45394.86
自动人行道	18096.40	17723.64	25040.48	31472.81	37301.11
精密铝合金压铸件	7208.74	11532.25	12685.48	14588.30	16047.13
安装、维保收入	4401.75	5721.50	7437.95	8925.54	10710.65
零部件销售	11405.65	10187.32	11206.05	12326.66	13559.32
其他收入	1067.91	1317.45	1317.45	1317.45	1317.45
永磁电机	242.34	1125.88	1125.88	1125.88	1125.88
数控机床设备	450.74	401.38	401.38	401.38	401.38
合计主营业务收入	126961.16	147731.43	172279.99	202423.34	245461.31
分产品销售增长率（%）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
垂直升降电梯	76.84	24.18	13.39	12.72	26.58
自动扶梯	5.98	8.38	7.21	28.28	19.15
自动人行道	23.61	-2.06	41.28	25.69	18.52
精密铝合金压铸件	-17.90	59.98	10.00	15.00	10.00
安装、维保收入	47.47	29.98	30.00	20.00	20.00
零部件销售	9.78	-10.68	10.00	10.00	10.00
其他收入	166.07	23.37	0.00	0.00	0.00
永磁电机	7333.74	364.59	0.00	0.00	0.00
数控机床设备	-49.11	-10.95	0.00	0.00	0.00
合计主营业务收入同比增长	37.66	16.36	16.62	17.50	21.26
分产品销售毛利率（%）	2009	2010	2011	2012	2013
垂直升降电梯	20.76	22.83	23.55	23.00	23.00
自动扶梯	20.70	21.16	21.76	23.00	23.00
自动人行道	23.18	29.19	31.39	28.00	28.00
精密铝合金压铸件	17.96	14.99	18.59	17.00	17.00
安装、维保收入	19.82	28.08	24.48	25.00	25.00
零部件销售	33.05	34.50	35.32	35.00	35.00
其他收入	18.60	34.86	32.09	30.00	30.00
永磁电机	13.93	-5.33	15.04	15.00	15.00
数控机床设备	4.59	17.12	18.20	18.00	18.00
合计主营业务毛利率	22.00	23.10	24.89	24.21	24.16

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

利润表主要数据。

表2 利润表主要数据(万元)

利润表分项预测	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售净利率(%)	8.21	9.55	9.55	9.89	9.83
净利润增长率(%)	73.21	35.80	14.69	21.42	20.19
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	130493.17	151907.02	175138.13	205281.48	248319.45
二、营业成本	101748.33	116253.36	131676.86	155704.21	188455.94
营业税金及附加	526.93	654.36	867.76	1026.41	1241.60
销售费用	9157.87	10405.62	12442.52	14574.99	17630.68
管理费用	6003.11	6725.69	9083.85	10440.97	12632.87
财务费用	619.42	280.87	425.21	-1000.00	-1000.00
资产减值损失	340.86	717.02	1000.12	800.00	800.00
三、其他经营收益	174.26	213.60	10.38	10.38	10.38
四、营业利润	12270.92	17083.71	19652.20	23745.29	28568.75
加: 营业外收入	455.52	194.98	242.14	200.00	200.00
减: 营业外支出	76.75	234.51	50.75	50.00	50.00
五、利润总额	12649.68	17044.17	19843.59	23895.29	28718.75
减: 所得税	1934.62	2540.38	3116.05	3584.29	4307.81
六、净利润	10715.06	14503.79	16727.55	20311.00	24410.93
减: 少数股东损益	499.74	630.88	816.04	991.18	1191.25
归属于母公司所有者的净利润	10215.33	13872.91	15911.50	19319.82	23219.68
完全摊薄每股收益(元)	0.46	0.62	0.71	0.86	1.04

资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。