

江南嘉捷(601313)新股定价报告

内资电梯第一品牌，定位大众电梯市场

工业/机械/电梯

定价区间
16.38-18.20 元

发布时间：2012 年 1 月 13 日

- **公司是内资电梯第一品牌，市场份额 4%。**公司主营垂直电梯、自动扶梯、自动人行道、电梯配件等产品。2011 年收入约 17 亿，净利润约 1.8 亿，出口占比超过 15%。其中，垂直电梯收入贡献占 50%，自动扶梯、自动人行道收入贡献各占 15%。

公司主要产品毛利率 23-30%，高于康力电梯 1-2 个百分点。

公司电梯（含扶梯）市场份额接近 4%，是唯一进入前十名的内资品牌。在自动扶梯（人行道）细分市场，优势明显，市场份额 8-10%。

- **下游保障房需求令人担忧，超市需求增长稳定。**电梯市场中 85%为垂直电梯，15%为自动扶梯和自动人行道。

垂直电梯下游主要为高层住宅、商务楼、工业企业等。目前房地产投资增速在 30%左右，呈下降趋势；保障房 2012 年计划开工 700 万套，但由于配套资金等诸多原因，开工率可能会低于预期。预计垂直电梯 2012 年需求增速 10-15%。

自动扶梯和自动人行道下游主要为大型超市、商场、地铁、机场等。近几年大型超市，特别是外资品牌超市正处于扩张阶段，新开门店增速较快，年均增速 20%；地铁、机场等公共交通投资增速稳定，约 10%。预计自动扶梯和人行道 2012 年需求增速在 15-20%。

- **定位大众市场，营销网络覆盖全球。**公司具有高速电梯以及大跨度自动扶梯等技术储备，但市场定位仍然以 0.5-2.5 米/秒大众电梯（扶梯）为主，避开与高端品牌的正面竞争。

营销网络覆盖全球 60 个国家和地区。国内拥有 12 家分公司、38 个服务网点、291 家安装维保代理商；国外拥有经销商 87 家。预计 2015 年营销网络规模将增加一倍。

- **募投项目：**募投扩建厂房毗邻现有厂区，预计 2013 年完工，新增产能垂直电梯 6200 台、自动扶梯 1400 台、自动人行道 400 台。

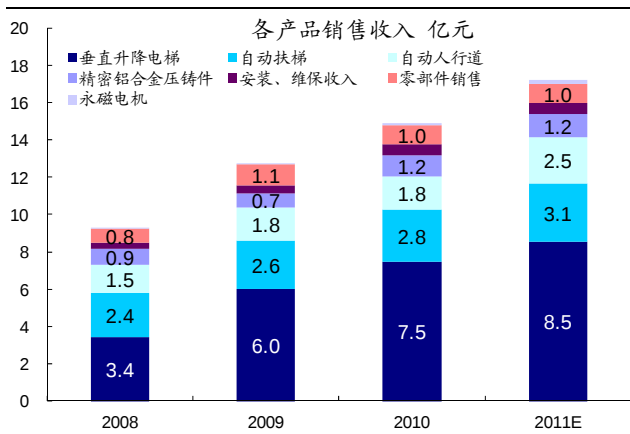
- **盈利预测：**预计公司 2012 垂直电梯收入增速 10-15%，自动扶梯（人行道）收入增速 15-20%。假设产品价格和毛利率不变，2011/12EPS 为 0.79、0.91 元。相对康力电梯 2012 年 PE16X，我们认为，公司 2012 年 PE 可以达到 18-20X，定价区间 16.38-18.20 元。

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益%
2010	151,907	16.4%	13,873	35.8%	0.83	33%		
2011E	173,913	28.2%	17,779	28.2%	0.79	30%		
2012E	198,225	14.0%	20,341	14.4%	0.91	26%		
2013E	224,442	13.2%	22,878	12.5%	1.02	23%		

发行数据	2010 年
发行前股本（万股）	16,800
发行数量（万股）	5,600
发行价格（元）	12.40
发行前 EPS（元）	0.83
发行后 EPS（元）	0.62
发行前每股净资产（元）	2.86
发行日期	2012-1-6
上市日期	2012-1-16
主承销商	华泰联合证券

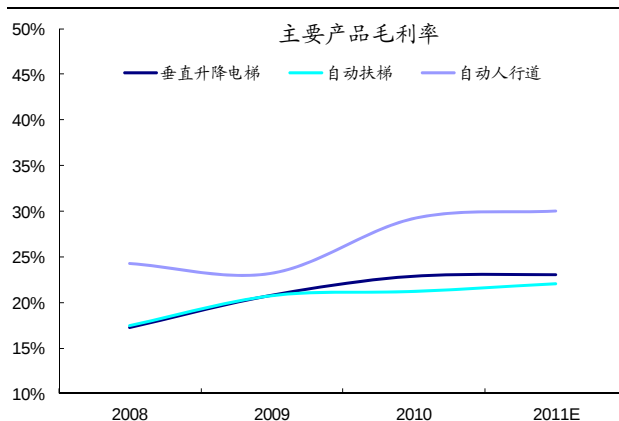
分析师：黄海培
执业证书编号：S0550511080004
TEL: (8621)2036 1132
FAX: (8621)2036 1159
Email: huanghp@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮编：200135

图 1: 2008-2011 年各产品收入



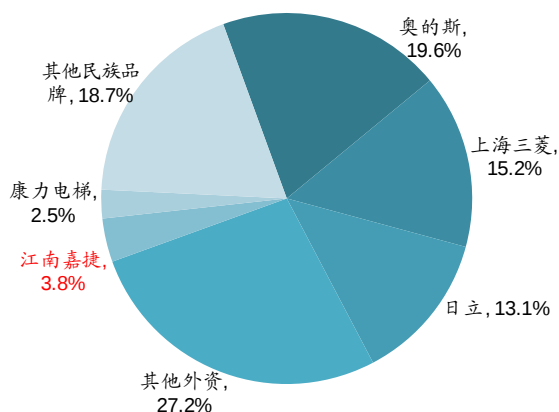
资料来源: 公司公告, 东北证券

图 2: 2008-2011 年各产品毛利率



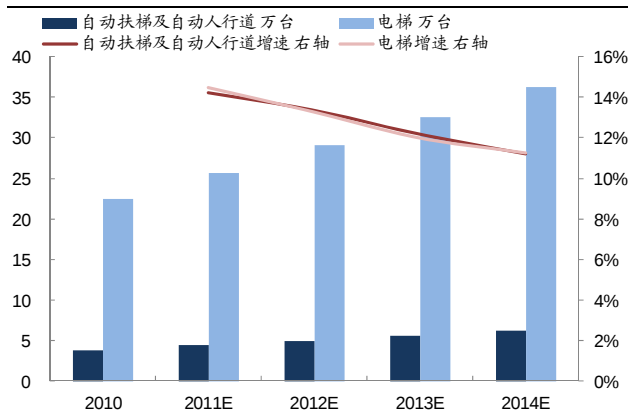
资料来源: 公司公告, 东北证券

图 3: 2010 年我国电梯市场品牌分布



资料来源: 东北证券

图 4: 2010-2014 我国电梯需求及增速预测



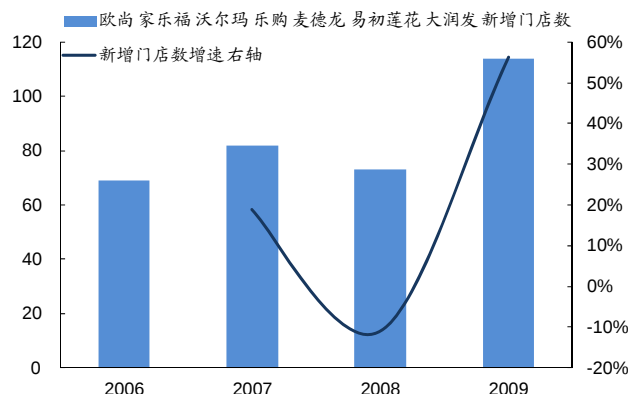
资料来源: 中国电梯协会, 东北证券

图 5: 房地产固定资产投资增速



资料来源: 东北证券

图 6: 主要大型超市历年合计新增门店数及增速 (家)



资料来源: 东北证券

表 1: 募投项目投资额及完工时间 (万元)

募集资金使用项目	投资额	新增销售收入	新增利润总额	新增产能	2013
扩建厂房电梯项目	31068	119300	13087	垂直电梯 6200 台 自动扶梯 1400 台 自动人行道 400 台	2013
技术研发中心	3480				2013
合计	34548			8000 台	

资料来源: 公司公告, 东北证券

表 2: 公司分产品销量、单价预测

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
垂直电梯	收入 (万元)	603	749	854	948	1080	1210
	收入增速	77%	24%	14%	11%	14%	12%
	销量 (台)	4698	6222	7150	7900	9000	11000
	单价 (万元/台)	13	12	12	12	12	11
	毛利率	21%	23%	23%	23%	23%	23%
自动扶梯	收入 (万元)	256	277	314	366	425	480
	收入增速	6%	8%	13%	16%	16%	13%
	销量 (台)	1369	1649	1800	2150	2500	3000
	单价 (万元/台)	19	17	17	17	17	16
	毛利率	21%	21%	23%	23%	23%	23%
自动人行道	收入 (万元)	181	177	250	311	345	374
	收入增速	24%	-2%	41%	24%	11%	8%
	销量 (台)	725	752	1100	1350	1500	1700
	单价 (万元/台)	25	24	23	23	23	22
	毛利率	23%	29%	30%	30%	30%	30%
合计	收入 (万元)	1040	1203	1418	1624	1850	2064
	收入增速	43%	16%	18%	15%	14%	12%

资料来源: 公司公告, 东北证券 注: 蓝色为主要假设

表 3: 江南嘉捷可比上市公司

公司	主营业务	收盘价 12月29	总市值 (亿元)	EPS(全面摊薄)		PE		PB	PS	每股净资产	PEG
				11E	12E	11E	12E	11E	11E	11E	
康力电梯	电梯、扶梯	13.49	34	0.63	0.86	21	16	2.2	2.4	6.5	0.4
江南嘉捷	电梯、扶梯			0.79	0.91						

资料来源: WIND, 东北证券

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	301	300	409	565
应收款项	342	381	426	472
存货净额	119	143	161	181
其他流动资产	20	19	22	25
流动资产合计	783	843	1018	1244
固定资产	236	313	392	471
无形资产及其他	29	26	23	21
投资性房地产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1051	1186	1436	1738
短期借款及交易性金融负债	37	50	31	31
应付款项	364	358	408	463
其他流动负债	199	151	170	190
流动负债合计	600	559	608	684
长期借款及应付债券	0	10	21	33
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	1	11	22	34
负债合计	600	569	629	718
少数股东权益	24	30	37	45
股东权益	427	587	770	976
负债和股东权益总计	1051	1186	1436	1738

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.16	0.79	0.91	1.02
每股红利	0.36	0.08	0.09	0.10
每股净资产	3.55	2.62	3.44	4.36
ROIC	35%	31%	29%	30%
ROE	33%	30%	26%	23%
毛利率	23%	24%	24%	24%
EBIT Margin	12%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	13%	14%	14%	14%
收入增长	16%	14%	14%	13%
净利润增长率	36%	28%	14%	12%
资产负债率	59%	51%	46%	44%
息率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	3.1	2.4	2.3	2.3

资料来源：东北证券

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1519	1739	1982	2244
营业成本	1163	1317	1503	1708
营业税金及附加	7	7	8	9
销售费用	104	122	137	154
管理费用	67	81	91	102
财务费用	3	(3)	(3)	(5)
投资收益	2	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
其他收入	0	3	3	3
营业利润	171	218	249	280
营业外净收支	(0)	1	1	1
利润总额	170	219	250	281
所得税费用	25	33	38	42
少数股东损益	6	8	9	10
归属于母公司净利润	139	178	203	229

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	139	178	203	229
资产减值准备	4	5	3	3
折旧摊销	18	21	26	31
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	3	(3)	(3)	(5)
营运资本变动	(42)	(111)	6	9
其它	1	1	4	4
经营活动现金流	125	93	242	277
资本开支	(107)	(100)	(105)	(110)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(107)	(100)	(105)	(110)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	10	11	12
支付股利、利息	(43)	(18)	(20)	(23)
其它融资现金流	29	13	(19)	1
融资活动现金流	(56)	5	(29)	(10)
现金净变动	(38)	(1)	109	157
货币资金的期初余额	339	301	300	409
货币资金的期末余额	301	300	409	565
企业自由现金流	20	(8)	136	164
权益自由现金流	49	17	130	181

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。