

主业稳健经营, 转型空间广阔

- **事件:** 公司近日发布非公开发行 A 股股票预案, 拟以 18.5 元/股底价发行 7620 万股, 募资不超过 14.1 亿元, 去除发行费用后约 13.7 亿元, 分别投向服务机器人项目(4.9 亿元, 其中 8960 万元用于收购康力优蓝 56% 股份, 剩余 4 亿元用于增资), 智能电梯云服务平台项目(2.5 亿元), 电梯智能制造工厂项目(4.1 亿元) 以及电梯实验中心项目(3.2 亿元)。
- **点评:** 1、公司深思熟虑转型服务机器人, 行业未来空间广阔。公司继去年通过收购 40% 股份参股紫光优蓝后, 本次再次收购其剩余 56% 股份, 达到了 96% 的绝对控股, 是公司意识到房地产不景气对传统电梯行业带来一定影响后, 经过长期深思熟虑和战略考察, 看好服务机器人后的顺利转型实践。服务机器人行业虽然处于起步阶段, 但未来爆发趋势已初见苗头。康力优蓝拥有家用以及即将发布的商用两类产品, 技术水平一流, 与国外产品相比, 具有明显价格优势, 与国内产品相比, 外观、性能显著更强, 有望在即将到来的机器人浪潮中有所作为。
- **2、传统电梯业务开出新花。** 虽然受宏观经济及房地产等行业不景气影响, 公司电梯售价有所下滑, 但受益于原材料成本下降以及公司成本管理取得成效, 毛利率维持稳定。同时, 公司也在传统业务上积极寻求变通, 除了拟募投智能工厂增强产品制造水平、优化成本控制外, 还充分迎合“互联网+”大发展, 拟打造智能电梯云平台, 深化市场、深入服务, 增强现有积累资源的黏性和联系, 为安装维保业务的拓展打下基础。
- **3、双向对赌充分激发收购双方积极性。** 公司本次定增设计了创新性的双向对赌协议, 内容以康力优蓝的承诺业绩为基础, 在业绩达到某些指标时设计了股票回购惩罚或者不同等级的现金奖励制度, 同时还设计了对被收购标的的估值调整补偿办法, 最大化的调动了双方积极性, 有利于公司服务机器人业务快速发展。
- **业绩预测与估值:** 公司为国内电梯行业龙头企业, 电梯业务还存在充分挖掘空间, 同时服务机器人业务为新兴行业, 是未来发展趋势所向。考虑到康力优蓝并表后摊薄, 我们估计, 公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.81 元和 1.06 元, 对应 PE 分别为 37 倍、29 倍和 22 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 服务机器人行业发展低于预期的风险; 公司传统电梯业务下滑严重的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2821.28	3530.53	4404.77	5586.34
增长率	26.61%	25.14%	24.76%	26.82%
归属母公司净利润(百万元)	402.41	506.98	657.70	863.73
增长率	44.87%	25.99%	29.73%	31.32%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.62	0.81	1.06
净资产收益率 ROE	19.85%	6.08%	15.06%	17.07%
PE	46.73	37.09	28.59	21.77
PB	9.28	4.89	4.30	3.72

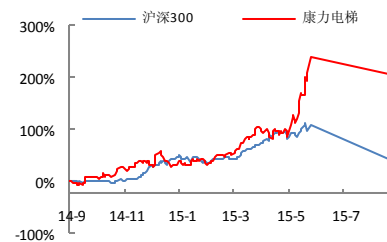
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 鹿琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜
电话: 010-57631198
邮箱: liuyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.39
流通 A 股(亿股)	4.6
52 周内股价区间(元)	7.48-28.49
总市值(亿元)	170.47
总资产(亿元)	36.82
每股净资产(元)	2.77

相关研究

1 本次定增情况

本次非公开发行，公司董事长拟认购 19800 万元，康力优蓝管理层刘雪楠和沈刚以股票支付对价 4480 万元参与认购，充分彰显大股东对于公司未来服务机器人发展的信心。本次募投资金去除发行费用后约 13.7 亿元，分别投向服务机器人项目（4.9 亿元，其中 8960 万元用于收购康力优蓝 56% 股份，剩余 4 亿元用于增资），智能电梯云服务平台项目（2.5 亿元），电梯智能制造工厂项目（4.1 亿元）以及电梯实验中心项目（3.2 亿元）。

康力优蓝作出业绩承诺，2015 年至 2018 年归属于母公司股东的净利润（合并报表中归属于母公司股东的扣除增资资金产生的利息收入后的税后净利润，以扣除非经常性损益前后孰低者为准分别不低于 -800 万元、500 万元、1000 万元和 1500 万元。

表 1：募投项目资金情况

项目名称	投资总额（亿元）	募投资金额（亿元）
康力优蓝服务机器人项目	4.9	4.9
基于物联网技术的智能电梯云服务平台项目	2.5	2.5
康力电梯智能制造工厂项目	4.1	3.9
康力电梯试验中心项目	3.2	2.4
合计	14.7	13.7

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：康力优蓝近一年经营状况（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年
营业收入	691.87	1,449.15
营业成本	383.3	795.57
营业总成本	1217.57	2,377.31
营业利润	-525.70	-928.16
利润总额	-454.13	-818.75
净利润	-451.77	-820.44

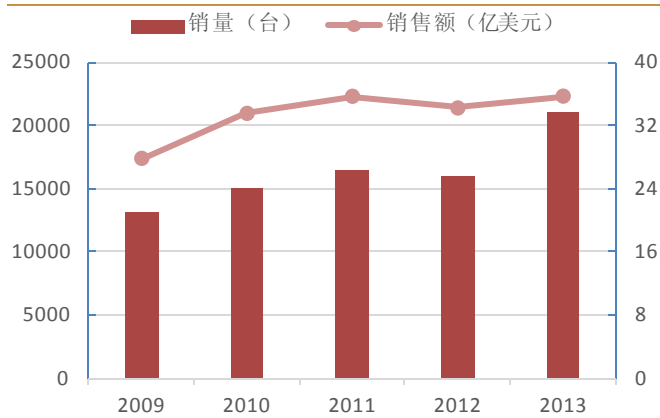
数据来源：公司公告，西南证券

同时，公司与康力优蓝设计了创新性的双向对赌协议，分别就被收购标的业绩的不同达成程度商定了股份回购惩罚、现金奖励、估值调整补偿等方案，最大化激发了两方的积极性。

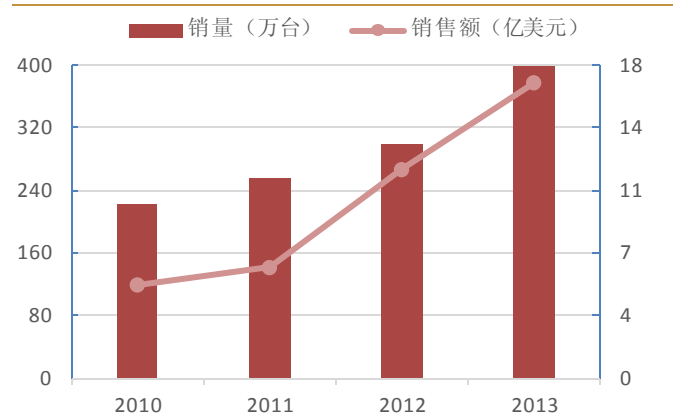
2 服务机器人行业空间广阔

服务机器人是一种半自主或全自主工作的机器人，它能完成有益于人类健康的服务工作，但不包括从事生产的设备，服务机器人的定位就是服务。目前主要的服务机器人可以分为家用（个人）和专业两类，前者包括了助老助残机器人、康复机器人、护理机器人、吸尘机器人、教育娱乐机器人等，后者包括医疗机器人、工业机器人、科考机器人、救援机器人、军用机器人、反恐防暴机器人等。

虽然目前服务机器人尚处于起步阶段，但在人口红利消失、老龄化等客观原因要求以及人们生活水平提高，产业智能化成为趋势等主观需求的驱动下，市场空间广阔。

图 1: 全球专业服务机器人近年发展情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 2: 全球家庭服务机器人近年发展情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

3 盈利预测

我们预测,公司传统电梯业务在优化成本以及公司着力市场营销、提高市占率的影响下,有望维持稳定增长;安装维保业务将成为未来电梯业务重要市场,且随着募投项目完成将实现较大增长;同时,以本次定增年内完成,康力优蓝年底实现并表,我们进行盈利预测如下:

表 3: 盈利预测

单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
合计				
收入	2,797.01	3,530.53	4,404.77	5,586.34
增速	26.83%	26.23%	24.76%	26.82%
毛利率	34.40%	34.89%	34.94%	35.38%
电梯				
收入	1,758.46	2286.00	2857.50	3571.87
增速	26.09%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	38.98%	39.00%	38.50%	38.00%
扶梯				
收入	553.42	653.04	770.58	909.29
增速	16.59%	18%	18%	18%
毛利率	28.51%	29.00%	29.00%	29.00%
安装与维保				
收入	236.67	331.34	497.01	795.21
增速	71.18%	40%	50%	60%
毛利率	22.29%	25.00%	28.00%	33.00%
零部件				
收入	233.97	245.67	257.95	270.85
增速	18.36%	5%	5%	5%
毛利率	25.46%	25.00%	25.00%	25.00%

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
康力优蓝				
收入	14.49	14.49	21.74	39.12
增速		0%	50%	80%
毛利率	45.00%	45.00%	55.00%	65.00%

数据来源：西南证券

公司为国内电梯行业龙头企业，电梯业务还存在充分挖掘空间，同时服务机器人业务为新兴行业，是未来发展趋势所向。考虑到康力优蓝并表后利润摊薄，我们估计，公司2015-2017年EPS分别为0.62元、0.81元和1.06元，对应PE分别为37倍、29倍和22倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2821.28	3530.53	4404.77	5586.34	净利润	404.62	506.98	657.70	863.73
营业成本	1846.10	2298.84	2865.56	3609.78	折旧与摊销	63.20	71.28	76.28	101.23
营业税金及附加	23.59	29.52	36.83	46.71	财务费用	-4.00	-15.64	-33.41	-35.97
销售费用	287.71	338.93	414.05	513.94	资产减值损失	14.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	287.71	282.44	347.98	435.73	经营营运资本变动	-41.29	-450.10	346.27	-470.21
财务费用	-4.00	-15.64	-33.41	-35.97	其他	129.21	31.93	39.31	53.49
资产减值损失	14.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	566.39	144.45	1086.14	512.27
投资收益	23.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-293.99	-100.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-489.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-783.43	-100.00	-500.00	-500.00
营业利润	445.12	596.44	773.77	1016.15	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.58	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	460.70	596.44	773.77	1016.15	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	56.08	89.47	116.07	152.42	支付股利	-110.65	-101.40	-131.54	-172.75
净利润	404.62	506.98	657.70	863.73	其他	-5.78	1428.87	37.82	41.55
少数股东损益	2.21	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-116.43	1327.48	-93.72	-131.19
归属母公司股东净利润	402.41	506.98	657.70	863.73	现金流量净额	-333.47	1371.93	492.42	-118.92
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	272.76	1644.68	2137.10	2018.18	成长能力				
应收和预付款项	582.18	848.48	935.76	1320.41	销售收入增长率	26.61%	25.14%	24.76%	26.82%
存货	759.91	1050.02	1206.11	1635.95	营业利润增长率	39.36%	34.00%	29.73%	31.32%
其他流动资产	533.00	533.00	533.00	533.00	净利润增长率	45.91%	25.30%	29.73%	31.32%
长期股权投资	53.30	53.30	53.30	53.30	EBITDA 增长率	43.96%	25.65%	25.24%	32.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	947.53	989.68	1426.84	1838.99	毛利率	34.57%	34.89%	34.94%	35.38%
无形资产和开发支出	238.12	224.74	211.36	197.97	三费率	18.27%	17.16%	16.54%	16.36%
其他非流动资产	228.10	228.05	228.00	228.00	净利率	14.34%	14.36%	14.93%	15.46%
资产总计	3614.90	5571.96	6731.46	7825.80	ROE	19.85%	13.19%	15.06%	17.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.53%	10.36%	10.93%	12.45%
应付和预收款项	1539.79	1681.56	2314.90	2718.26	ROIC	30.37%	28.97%	28.79%	36.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.29%	18.37%	18.44%	19.26%
其他负债	21.53	21.53	21.53	21.53	营运能力				
负债合计	1561.32	1703.09	2336.43	2739.79	总资产周转率	0.78	0.63	0.65	0.71
股本	738.60	814.80	814.80	814.80	固定资产周转率	3.85	3.97	4.75	4.17
资本公积	345.49	1678.99	1678.99	1678.99	应收账款周转率	9.46	8.20	9.20	8.28
留存收益	943.13	1348.72	1874.88	2565.86	存货周转率	2.43	2.19	2.38	2.21
归属母公司股东权益	2027.23	3842.51	4368.67	5059.65	销售商品、提供劳务收到的现金	1.10	—	—	—
少数股东权益	26.36	26.36	26.36	26.36	资本结构				
股东权益合计	2053.58	3868.87	4395.03	5086.01	资产负债率	43.19%	30.57%	34.71%	35.01%
负债和股东权益合计	3614.90	5571.96	6731.46	7825.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.39	2.42	2.08	2.03
					速动比率	0.56	1.48	1.33	1.23
					股利支付率	27.50%	20.00%	20.00%	20.00%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.62	0.81	1.06
					每股净资产	2.49	4.72	5.36	6.21
					每股经营现金	0.70	0.18	1.33	0.63
					每股股利	0.14	0.12	0.16	0.21
业绩和估值指标									
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	516.13	648.55	812.23	1075.82					
PE	46.73	37.09	28.59	21.77					
PB	9.28	4.89	4.30	3.72					
PS	6.67	5.33	4.27	3.37					
EV/EBITDA	32.38	26.42	20.54	15.68					
股息率	0.59%	0.54%	0.70%	0.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn