

# 行业巨头间竞争加剧 公司利润率保持高位

2016年04月01日

强烈推荐/首次

康力电梯

财报点评

## ——康力电梯（002367）年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
		zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任天辉	联系人		
		rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037

### 事件：

公司报告期内营业收入 32.70 亿，归属上市公司股东净利润 4.89 亿，扣非后归属上市公司净利润 4.43 亿，同比增长 15.92%、21.46%、19.76%。

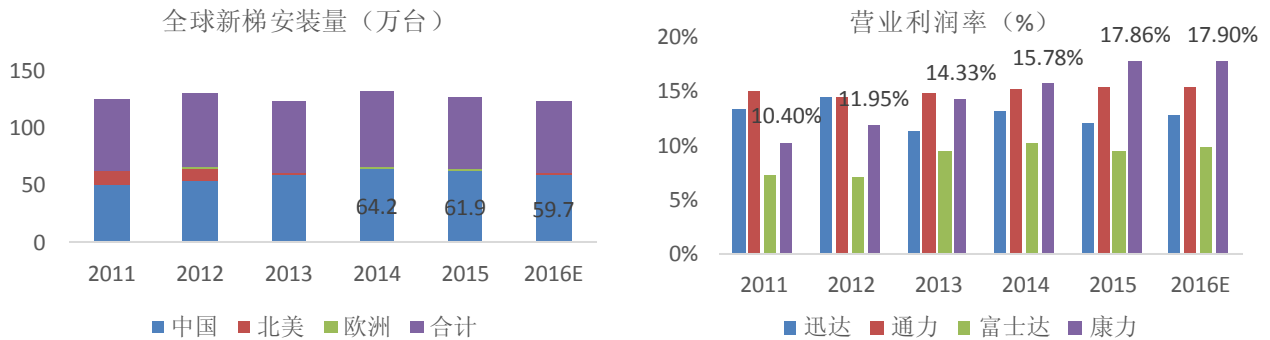
### 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	704.27	768	831.2	658.56	811.01	859.14	941.6
增长率（%）	27.52%	28.37%	27.55%	27.18%	15.16%	11.87%	13.28%
毛利率（%）	34.89%	34.63%	34.57%	33.38%	36.39%	37.07%	37.71%
期间费用率（%）	17.96%	17.42%	18.00%	18.67%	18.57%	18.24%	17.66%
营业利润率（%）	15.52%	17.09%	16.62%	14.62%	18.19%	18.37%	19.37%
净利润（百万元）	95.10	111.01	139.86	76.97	123.71	131.23	158.38
增长率（%）	42.36%	58.19%	43.50%	31.21%	30.08%	18.22%	13.24%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.15	0.19	0.10	0.17	0.18	0.21
资产负债率（%）	48.22%	49.10%	45.65%	40.67%	43.65%	42.72%	41.53%
净资产收益率（%）	5.29%	5.80%	6.81%	3.61%	5.96%	5.94%	6.69%
总资产收益率（%）	2.74%	2.95%	3.70%	2.14%	3.36%	3.40%	3.91%

### 观点：

- **新梯市场巨头竞争加剧，公司利润率保持高位。**2015年中国新装电梯数量20年来第一次出现下滑，迅达电梯统计数据2015年中国新梯安装量减少了2.3万台。与此同时除中国外全球其他主要新梯市场增长乏力，国际电梯巨头在中国市场竞争加剧。通力、迅达、富士达等国际电梯巨头报告期内纷纷压低价格以保持在中国市场份额，营业利润率出现下降。民族品牌电梯龙头康力报告期内营业利润率逆势上升至17.90%。我们认为一方面公司多年来坚持自主研发、提升配件自配率，压缩供货成本；另一方面公司市场占有率不断提升导致产量增加，规模效应降低固定成本，这两方面因素使得公司在压价销售的情况下，依旧不断提升营业利润率。

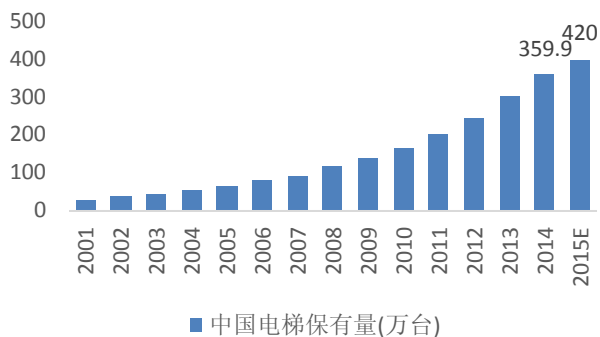
图 1:全球新梯安装量及主要企业营业利润率



资料来源: Schindler, Kone, 富士达, 东兴证券研究所

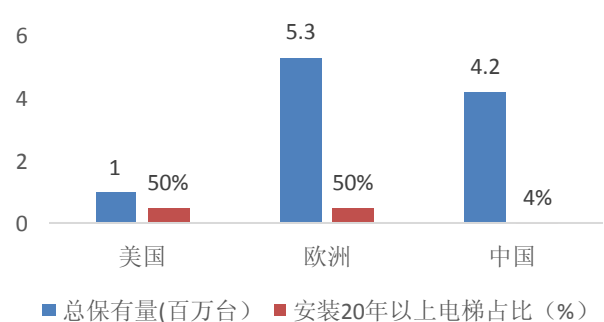
- 旧梯更换市场规模有限, 维保市场高速发展。** 统计数据显示我国电梯保有量快速上升, 2015年保有量将达到420万台之巨, 据我们测算维保市场规模2015年达到400亿元。与此相比, 我国安装20年以上的电梯在保有量中占比只有4%, 市场规模较小。公司报告期内安装维保收入同比增加29.32%, 占营收比重由2014年的8.39%提升至9.36%, 国际大型电梯企业的维保收入占比接近50%, 我们判断公司维保收入未来将快速增长, 随之而来的是公司安装维保方面的固定费用摊薄: 本期维保业务毛利率为26.49%, 较去年增加4.20%。目前我国电梯制造企业的自保率不到20%, 《特种设备安全法》的持续推进将使得公司承担更多的电梯维保业务, 带动业绩提升。

图 2:中国电梯保有量 (万台)



资料来源: 国家质检总局, 东兴证券研究所

图 3:中国旧梯更换市场规模较小



资料来源: Kone, 东兴证券研究所

- 轨道交通和保障住房带来机遇。** “十三五”期间我国将新增地铁里程约 3000 公里, 假设按照每 1.5 公里一个轨道交通站的密度, 未来 5 年我国将新增大约 2000 多个轨道交通站, 平均每个轨交站安装 10 部电梯, 将新增 2 万台电梯, 平均每年为 0.4 万台; “十二五”期间累计建设约 4000 万套保障性住房, 假设“十三五”期间保障性住房建设规模不变, 平均每年建设 800 万套住房, 电梯密度为 1 台/50 套, 则每年新增需求 16 万台。加上传统地产、旧梯更换、出口, 我们测算 2016-2018 年我国电梯市场销量分别为 80.8, 86.4, 92.4 万台。

**表 1: 未来三年电梯市场空间测算**

时间	传统地产	轨道交通	保障性住房	旧梯更换	出口
2016E	53.16	0.40	16.00	3.38	7.85
2017E	57.66	0.40	16.00	3.97	8.33
2018E	62.35	0.40	16.00	4.87	8.83

资料来源: 东兴证券研究所

**结论:**

康力电梯是我国民族电梯龙头, 随着自主研发投入不断加大, 以及未来机器人产业布局的完善, 业绩持续增长确定性较高, 我们预计公司2016年-2018年的营业收入分别为36.89亿元、40.67亿元和46.89亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为5.74亿元、6.19亿元和7.18亿元, 每股收益分别为0.78元、0.84元和0.97元, 对应PE分别为18.65X、17.28X、14.90X。首次覆盖给予“**强烈推荐**”评级, 给予6个月目标价21元。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2281	2296	3575	4348	5141	<b>营业收入</b>	2821	3270	3689	4067	4689
货币资金	406	153	1312	1883	2360	<b>营业成本</b>	1846	2082	2390	2627	3020
应收账款	282	439	426	474	572	营业税金及附加	24	26	30	33	38
其他应收款	30	41	46	51	58	营业费用	288	351	346	397	459
预付款项	254	236	361	404	465	管理费用	232	249	278	306	349
存货	760	777	987	1049	1193	财务费用	-4	-4	-4	-7	-9
其他流动资产	473	374	419	460	460	资产减值损失	14.64	28.07	16.91	19.87	21.62
<b>非流动资产合计</b>	1498	1753	1444	1268	1092	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	53	47	47	47	47	投资净收益	23.69	46.25	46.25	46.25	46.25
固定资产	733.64	1066.1	1126.8	974.72	822.57	<b>营业利润</b>	445	584	677	737	858
无形资产	236	237	214	190	166	营业外收入	24.36	11.90	20.14	18.80	16.95
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	8.77	8.42	3.00	6.73	6.05
<b>资产总计</b>	3778	4049	5019	5616	6233	<b>利润总额</b>	461	588	694	749	868
<b>流动负债合计</b>	1634	1583	1928	2176	2399	所得税	56	97	115	124	144
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	405	490	579	625	725
应付账款	543	638	667	763	878	少数股东损益	2	2	5	6	7
预收款项	760	582	928	1009	1102	归属母公司净利润	402	489	574	619	718
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	731	889	849	905	1024
<b>非流动负债合计</b>	90	99	87	79	71	<b>BPS (元)</b>	0.54	0.66	0.78	0.84	0.97
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	1725	1681	2015	2255	2470	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	26	27	33	38	45	营业收入增长	26.61%	15.92%	12.80%	10.25%	15.29%
实收资本(或股本)	739	739	739	739	739	营业利润增长	39.36%	31.21%	15.89%	8.88%	16.37%
资本公积	345	350	582	582	582	归属于母公司净利润	17.43%	7.88%	17.43%	7.88%	15.97%
未分配利润	839	1108	1276	1458	1658	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	2027	2340	2971	3323	3719	毛利率(%)	34.57%	36.34%	31.00%	34.00%	37.00%
<b>负债和所有者权</b>	3778	4049	5019	5616	6233	净利率(%)	14.34%	14.99%	15.70%	15.37%	15.45%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2018E	10.65%	12.07%	11.44%	11.03%	11.52%	
<b>经营活动现金流</b>						<b>偿债能力</b>					
563	187	697	814	773	773	资产负债率(%)	46%	42%	40%	40%	
净利润	405	490	579	625	725	流动比率	1.40	1.45	1.85	2.00	
折旧摊销	289.68	309.37	0.00	175.89	175.89	速动比率	0.93	0.96	1.34	1.52	
财务费用	-4	-4	-4	-7	-9	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	13	-48	-98	总资产周转率	0.84	0.84	0.81	0.76	
预收帐款增加	0	0	346	81	93	应收账款周转率	11	9	9	9	
<b>投资活动现金流</b>	-783	-233	412	26	25	应付账款周转率	6.12	5.54	5.65	5.69	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	383	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.66	0.78	0.84	
投资收益	24	46	46	46	46	每股净现金流(最新)	-0.46	-0.31	1.57	0.77	
<b>筹资活动现金流</b>	-116	-185	50	-269	-320	每股净资产(最新摊)	2.74	3.17	4.02	4.50	
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	26.62	21.90	18.65	17.28	
普通股增加	358	0	0	0	0	P/B	5.28	4.57	3.60	3.22	
资本公积增加	-461	4	233	0	0	EV/EBITDA	14.09	11.86	11.06	9.74	
<b>现金净增加额</b>	-337	-230	1159	571	477						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

---

### 任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015 年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。