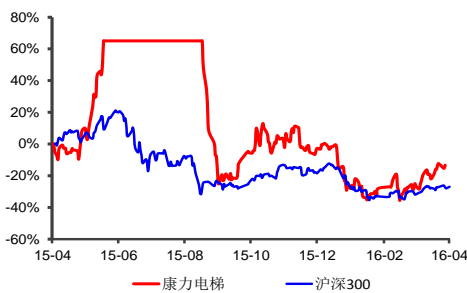


2016年4月12日

康力电梯（002367.SZ）调研纪要

评级：首次覆盖，给予“推荐”评级

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马松

执业证书编号：S0590515090002

联系人：

陈猛 周德生 马松 夏纾雨

电话：0510-85607670

Email：chenmeng@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：2016年04月11日，我们与康力电梯董事会秘书刘占涛先生和证券事务代表陆玲燕女士就公司发展战略和经营情况进行了深入交流，调研内容纪要和点评如下：

- **2015年业绩增速行业领先，主要受益于销售端的持续发力和毛利率的整体提升。**公司2015年实现营业收入32.70亿，同比增长15.92%，扣非净利润4.43亿元，同比增长19.76%，在电梯行业受房地产市场增速下滑不利影响的背景下，依然取得了很高的业绩增速。房地产市场方面，公司大客户战略成效显著，战略合作伙伴多为200强房地产企业，公司电梯业务逐渐下沉到县域市场，开拓新的蓝海；轨交和地铁方面，公司在开拓国内市场的同时，也获得了韩国地铁、印度地铁、墨西哥地铁等海外多个国家的订单。公司电梯零部件自制率显著提高，加之2015年原材料产品价格下降明显，整体毛利率提升1.91%。其中扶梯提升4.01%，零部件提升2.58%。此外，受益于维保业务向生产制造商集聚的趋势以及康力电梯存量市场规模的逐步扩大，公司维保业务量提升29%，毛利率提升4.20%，预计将继续维持较高增速。
- **电梯行业仍将持续稳定发展，维保业务占比提升空间较大，提升速度也将加快，公司主营业务无忧。**近年来，电梯行业受房地产市场下滑和产能过剩等因素影响，逐渐进入个位数增速区间。但基于以下几点，电梯行业仍将持续稳定健康发展：(1)消费升级带来电梯密度的提升。(2)国内城镇化的持续推进，农村和县域经济的持续发展。(3)轨交和城市地铁建设投入的加大。(4)维保市场规模随着电梯保有量的增多而持续扩大，使用15年以上电梯必须强制安全评估的规定也使得维保市场开始加速发展。国外成熟电梯公司维保业务收入占比最高可达50%左右，国内厂家目前远低于这个水平，提升空间巨大。电梯企业由制造向服务的转型

将使得业务结构更加稳定健康。

- **公司顺应发展潮流，积极拓展电梯智能化业务，是智慧城市建设重点标的。**公司计划定增募资 9.1 亿元，其中很大部分资金将用于电梯智能制造项目和基于物联网技术的智能电梯云服务平台，公司坚定走智能制造的路线，拓展电梯智能化业务。目前公司多个项目已实施物联网监控，及时解决电梯隐患和故障，保证消费者安全。公司建立 BW 数据库以及 BI 智能数据分析系统，利用大数据分析，实现快速精准的管理决策。此外，未来公司电梯亦可加载人脸识别、人机交互、媒体放送等多种智慧功能，为智慧城市的建设贡献力量。
- **康力优蓝提升业绩，机器人产业投资公司打开市场想象空间。**公司持有北京康力优蓝机器人科技有限公司 40% 股权，成功迈进机器人产业。康力优蓝依托康力电梯和清华紫光两大上市公司平台，大力发展民用机器人产品及应用方案，产品线覆盖幼教机器人、导购机器人、伴侣机器人、服务机器人等全线民用机器人产品，发展稳健。2015 年实现营收 2188.7 万，同比增长 51%，预计 2016 年将继续保持高速增长。此外不排除公司进一步提高股权比例的可能，康力优蓝将为公司提供优质增长极点。2015 年公司投资 2 亿元成立苏州工业园区机器人产业投资公司，致力于机器人行业公司的并购业务，为公司进一步拓展机器人市场提供可靠助力，打开公司估值想象空间。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**预计公司 2016~2018 年每股 EPS 分别为 0.80、0.94、1.09 元，按照 2016 年 04 月 11 日收盘价 14.96 元计算，估值分别为 18.7 倍、16.0 倍、13.7 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**风险一：房地产市场下滑超过预期；风险二：原材料价格上涨超过预期；

| 单位:百万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 现金流量表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 3270.31 | 3872.05 | 4588.38 | 5423.46 | 经营性现金净流量 | 188.61 | 1419.53 | 701.88 | 965.50 |
| 增长率(%) | 15.92% | 18.40% | 18.50% | 18.20% | 投资性现金净流量 | -232.79 | 3.81 | 3.81 | 3.81 |
| 归属母公司股东净利润 | 488.76 | 591.82 | 691.36 | 806.73 | 筹资性现金净流量 | -185.10 | -182.40 | -195.73 | -219.84 |
| 增长率(%) | 21.46% | 21.09% | 16.82% | 16.69% | 现金流量净额 | -227.77 | 1240.93 | 509.95 | 749.46 |
| 每股收益(EPS) | 0.662 | 0.801 | 0.936 | 1.092 | 收益率 | | | | |
| 每股股利(DPS) | 0.250 | 0.266 | 0.311 | 0.362 | 毛利率 | 36.34% | 35.90% | 35.60% | 35.40% |
| 每股经营现金流 | 0.255 | 1.922 | 0.950 | 1.307 | 三费/销售收入 | 18.24% | 18.24% | 18.07% | 18.02% |
| 销售毛利率 | 36.34% | 35.90% | 35.60% | 35.40% | EBIT/销售收入 | 17.80% | 17.44% | 16.83% | 16.47% |
| 销售净利率 | 14.99% | 15.32% | 15.10% | 14.90% | EBITDA/销售收入 | 20.33% | 22.20% | 20.85% | 19.87% |
| 净资产收益率(ROE) | 20.89% | 21.63% | 21.62% | 21.59% | 销售净利率 | 14.99% | 15.32% | 15.10% | 14.90% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 30.54% | 25.85% | 46.20% | 54.94% | 资产获利率 | | | | |
| 市盈率(P/E) | 22.61 | 18.67 | 15.98 | 13.70 | ROE | 20.89% | 21.63% | 21.62% | 21.59% |
| 市净率(P/B) | 4.72 | 4.04 | 3.46 | 2.96 | ROA | 15.10% | 14.28% | 14.74% | 14.06% |
| 股息率(分红/股价) | 0.017 | 0.018 | 0.021 | 0.024 | ROIC | 30.54% | 25.85% | 46.20% | 54.94% |
| 利润表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 增长率 | | | | |
| 营业收入 | 3270.31 | 3872.05 | 4588.38 | 5423.46 | 销售收入增长率 | 15.92% | 18.40% | 18.50% | 18.20% |
| 减: 营业成本 | 2081.77 | 2481.98 | 2954.92 | 3503.56 | EBIT 增长率 | 28.55% | 15.95% | 14.36% | 15.69% |
| 营业税金及附加 | 26.12 | 31.73 | 37.60 | 44.45 | EBITDA 增长率 | 28.81% | 29.31% | 11.28% | 12.66% |
| 营业费用 | 351.28 | 387.20 | 458.84 | 542.35 | 净利润增长率 | 21.17% | 21.00% | 16.76% | 16.65% |
| 管理费用 | 249.34 | 294.28 | 348.72 | 412.18 | 总资产增长率 | 6.64% | 22.68% | 10.77% | 21.30% |
| 财务费用 | -4.09 | 24.76 | 21.40 | 22.68 | 股东权益增长率 | 15.43% | 16.90% | 16.89% | 16.86% |
| 资产减值损失 | 28.07 | 17.48 | 17.64 | 15.67 | 经营营运资本增长率 | 96.32% | -96.13% | 400.45% | -39.44% |
| 加: 投资收益 | 46.25 | 50.00 | 52.00 | 54.00 | 资本结构 | | | | |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率 | 38.59% | 42.60% | 40.33% | 43.16% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资资本/总资产 | 57.96% | 30.22% | 26.53% | 18.71% |
| 营业利润 | 584.06 | 684.61 | 801.26 | 936.58 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 加: 其他非经营损益 | 3.48 | 4.48 | 4.48 | 4.48 | 流动比率 | 1.47 | 1.62 | 1.88 | 1.93 |
| 利润总额 | 587.54 | 689.09 | 805.74 | 941.05 | 速动比率 | 0.51 | 1.04 | 1.33 | 1.35 |
| 减: 所得税 | 97.26 | 95.86 | 113.06 | 133.06 | 股利支付率 | 37.78% | 33.18% | 33.18% | 33.18% |
| 净利润 | 490.28 | 593.22 | 692.68 | 808.00 | 收益留存率 | 62.22% | 66.82% | 66.82% | 66.82% |
| 减: 少数股东损益 | 1.53 | 1.40 | 1.32 | 1.27 | 资产管理效率 | | | | |
| 归属母公司股东净利润 | 488.76 | 591.82 | 691.36 | 806.73 | 总资产周转率 | 0.85 | 0.82 | 0.88 | 0.85 |
| 资产负债表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 固定资产周转率 | 3.07 | 3.50 | 4.91 | 7.11 |
| 货币资金 | -0.10 | 1240.83 | 1750.79 | 2500.25 | 应收账款周转率 | 7.04 | 10.67 | 7.43 | 10.02 |
| 应收和预付款项 | 741.74 | 829.31 | 1036.04 | 1171.68 | 存货周转率 | 2.68 | 2.16 | 2.58 | 2.22 |
| 存货 | 777.26 | 1149.45 | 1144.38 | 1575.35 | 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 其他流动资产 | 624.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT | 582.23 | 675.13 | 772.08 | 893.23 |
| 长期股权投资 | 47.38 | 47.38 | 47.38 | 47.38 | EBITDA | 664.85 | 859.68 | 956.64 | 1077.79 |
| 投资性房地产 | 12.86 | 11.25 | 9.64 | 8.04 | NOPLAT | 482.81 | 577.55 | 660.26 | 763.54 |
| 固定资产和在建工程 | 1279.02 | 1106.54 | 933.89 | 763.22 | 净利润 | 488.76 | 591.82 | 691.36 | 806.73 |
| 无形资产和开发支出 | 239.42 | 211.47 | 183.52 | 155.57 | EPS | 0.662 | 0.801 | 0.936 | 1.092 |
| 其他非流动资产 | 133.00 | 133.00 | 133.00 | 133.00 | BPS | 3.168 | 3.704 | 4.329 | 5.059 |
| 资产总计 | 3854.98 | 4729.23 | 5238.65 | 6354.49 | PE | 22.61 | 18.67 | 15.98 | 13.70 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | PEG | 1.24 | N/A | N/A | N/A |
| 应付和预收款项 | 1462.46 | 1989.84 | 2087.97 | 2717.49 | PB | 4.72 | 4.04 | 3.46 | 2.96 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | PS | 3.38 | 2.85 | 2.41 | 2.04 |
| 其他负债 | 25.03 | 25.03 | 25.03 | 25.03 | PCF | 58.58 | 7.78 | 15.74 | 11.44 |
| 负债合计 | 1487.49 | 2014.87 | 2113.00 | 2742.52 | EV/EBIT | 18.80 | 14.43 | 11.97 | 9.52 |
| 股本 | 738.60 | 738.60 | 738.60 | 738.60 | EV/EBITDA | 16.46 | 11.33 | 9.66 | 7.89 |
| 资本公积 | 349.77 | 349.77 | 349.77 | 349.77 | EV/NOPLAT | 22.67 | 16.87 | 14.00 | 11.13 |
| 留存收益 | 1251.70 | 1647.16 | 2109.13 | 2648.19 | EV/IC | 4.90 | 6.82 | 6.65 | 7.15 |
| 归属母公司股东权益 | 2340.06 | 2735.52 | 3197.49 | 3736.55 | ROIC-WACC | 30.54% | 25.85% | 46.20% | 54.94% |
| 少数股东权益 | 27.43 | 28.83 | 30.15 | 31.42 | 股息率 | 0.017 | 0.018 | 0.021 | 0.024 |
| 股东权益合计 | 2367.50 | 2764.36 | 3227.65 | 3767.98 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3854.98 | 4779.23 | 5340.65 | 6510.49 | | | | | |

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话：010-68790997

传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|---|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来6个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来6个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来6个月内弱于大盘 |
| | 关注 | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

免责声明：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。