

康力电梯 (002367) 点评报告

主业稳定增长符合预期，盈利能力稳中有升
投资评级：增持（维持）

2016年08月26日

投资要点

■ **2016年H1净利润同比21.8%，服务机器人量产后有望增厚业绩**
 公司上半年营收16.3亿，同比+11.1%；净利润2.44亿，同比+21.8%，其中母公司盈利1.7亿（+8.5%），贡献净利70.5%。我们认为，业绩增长主要是公司不断优化产品配置，规模化效益显现，有效控制了产品成本，未来康力优蓝机器人量产、商用机器人“优友”形成销售收入后将进一步增厚利润。分产品看，电梯、扶梯、安装维保、零部件营收分别为9.6/4.1/1.4/1.1亿，同比+10.7%/+2.2%/+35.3%/+23.5%，安装维保营收增幅较大系固定费用摊薄，毛利率增加。

■ **综合毛利率38.17%，同比+3.13pct，其中扶梯毛利率+5.9pct**
 H1毛利率38.17%，同比+3.13pct，主要因原材料价格走低。分产品看，电梯、扶梯、零部件、安装维保毛利率41.8%/35.8%/29.9%/25.1%，同比+2.1/+5.9/+3.5/+3.4pct，扶梯毛利率增幅大系毛利率较高产品（地铁、轨交项目）占比增加。三项费用率稳定，为19.32%，同比+0.7pct，财务费用率+0.29pct 系利息收入减少。

■ **传统主业稳定，控股股东增持彰显发展信心**
 公司主要产品连续九年国产品牌销量第一，市占率约3%。目前在手订单充足，上半年正执行的有效订单43.1亿。电梯行业目前受房地产景气度影响增速放缓，从中长期看，随着城镇化推进、公共基础设施（轨交、高铁等）和保障房建设，电梯占比仍有较大提升空间。2016年7月公司公告，控股股东计划增持0.5-0.7亿元公司股票（承诺半年内不转让），充分彰显大股东对公司未来持续发展、转型成功的信心。

■ **智能制造升级，服务机器人新业务引领未来**
 2012-2016年全球服务机器人增速达19%，2016年达607万台。随着人口结构调整，服务机器人的需求愈发旺盛，未来市场将超万亿。公司2014年投资康力优蓝，进入服务机器人领域，2015年以来产业布局加速，2亿元设立机器人投资公司（今年3月已完成工商登记），参股（出资300万，占总股本5%）苏州瑞步康。我们预计，公司在服务机器人产业将呈现双驱动，一方面通过机器人投资公司加大对该行业的外延并购，完善产业链布局；另一方面通过控股或参股等方式，投资拥有机器人关键核心零部件研发技术的公司，完善机器人核心技术。

■ **引入物联网、挖掘维保市场，延伸电梯主业价值链**
 公司定增9.1亿元用于电梯智能制造（4亿）、智能电梯云服务平台（2.5亿）等三个项目，为电梯产品转型升级提供源动力。通过加装电梯安全监控设备，利用混合云物联网电梯监控平台，实时记录电梯安全数据，对故障实施预警，**基于物联网技术，可充分挖掘电梯维保市场**。新增股份已于今年8月上市流通，限售期一年。我们预计随着募集资金到位，将有力促进高端电扶梯产品国产化进程。从全球电梯行业来看，电梯维保收入占行业总收入50%，目前中国维保市场是“小、散、乱”的格局，使用10年的电梯占比超过10%（约45万台），行业整合空间大。优质的原厂保养正成为电梯客户的首选，公司战略客户多数选用康力原厂保养，随着保有量的提升，维保业务前景可期。

■ **盈利预测与投资建议**
 预计公司2016/17/18年的EPS分别为0.75/0.89/1.00元，对应当前股价PE为20/17/15X。公司主业稳定，我们预计安装维保和服务机器人市场会成为未来驱动公司业绩增长的新动力，维持“增持”评级。

■ **风险提示：房地产投资继续下滑、服务机器人销售低于预期**

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

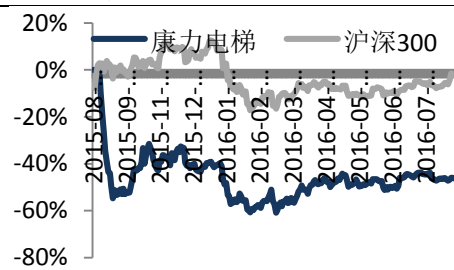
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 15.06 |
| 一年最低价/最高价 | 10.83/28.49 |
| 市净率 | 3.63 |
| 流通A股市值(百万元) | 6926.9 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 4.15 |
| 资产负债率 | 39.34 |
| 总股本(百万股) | 797.65 |
| 流通A股(百万股) | 459.95 |

相关研究

公司点评：2015年业绩逆势增长，看好服务机器人量产
 20160330
 公司点评：康力电梯：向百亿康力进军
 20140424

财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 2296.2 | 2525.6 | 3250.4 | 4069.4 | 营业收入 | 3270.3 | 3597.3 | 3885.1 | 4195.9 |
| 现金 | 152.7 | 556.4 | 1131.1 | 1788.7 | 营业成本 | 2081.8 | 2230.4 | 2389.4 | 2559.5 |
| 应收款项 | 505.3 | 394.2 | 425.8 | 459.8 | 营业税金及附加 | 26.1 | 28.8 | 31.1 | 33.6 |
| 存货 | 777.3 | 855.5 | 916.5 | 981.7 | 营业费用 | 351.3 | 370.5 | 388.5 | 419.6 |
| 其他 | 860.9 | 719.5 | 777.0 | 839.2 | 管理费用 | 259.9 | 281.3 | 279.9 | 301.6 |
| 非流动资产 | 1752.8 | 2098.1 | 2004.5 | 1899.9 | 财务费用 | -4.1 | -10.6 | -25.3 | -43.8 |
| 长期股权投资 | 47.4 | 47.4 | 47.4 | 47.4 | 投资净收益 | 46.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 1279.0 | 1632.2 | 1546.5 | 1449.9 | 其他 | -17.5 | 7.9 | 7.9 | 7.9 |
| 无形资产 | 237.4 | 229.5 | 221.6 | 213.6 | 营业利润 | 584.1 | 704.9 | 829.5 | 933.3 |
| 其他 | 189.0 | 189.0 | 189.0 | 189.0 | 营业外净收支 | 3.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 4049.0 | 4623.7 | 5254.9 | 5969.4 | 利润总额 | 587.5 | 704.9 | 829.5 | 933.3 |
| 流动负债 | 1582.9 | 1717.8 | 1831.4 | 1963.6 | 所得税费用 | 97.3 | 84.6 | 99.5 | 112.0 |
| 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 少数股东损益 | 1.5 | 18.6 | 21.9 | 24.6 |
| 应付账款 | 822.9 | 855.5 | 916.5 | 981.7 | 归属母公司净利润 | 488.8 | 601.7 | 708.1 | 796.7 |
| 其他 | 759.9 | 862.3 | 914.9 | 981.9 | EBIT | 561.8 | 694.3 | 804.2 | 889.5 |
| 非流动负债 | 98.6 | 98.6 | 98.6 | 98.6 | EBITDA | 644.3 | 831.8 | 970.2 | 1068.7 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其他 | 98.6 | 98.6 | 98.6 | 98.6 | 重要财务与估值 | | | | |
| 负债总计 | 1681.5 | 1816.4 | 1930.0 | 2062.2 | 指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 少数股东权益 | 27.4 | 46.0 | 67.9 | 92.6 | 每股收益(元) | 0.66 | 0.75 | 0.89 | 1.00 |
| 归属母公司 | | | | | 每股净资产(元) | 3.17 | 3.46 | 4.08 | 4.78 |
| 股东权益 | 2340.1 | 2761.3 | 3256.9 | 3814.6 | 发行在外股份(百万股) | 738.6 | 797.7 | 797.7 | 797.7 |
| 负债和股东权益 | | | | | ROIC(%) | 23.4% | 26.9% | 29.2% | 33.2% |
| 益总计 | 4049.0 | 4623.7 | 5254.9 | 5969.4 | ROE(%) | 20.9% | 21.8% | 21.7% | 20.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 35.5% | 37.2% | 37.7% | 38.2% |
| 现金流量表 (百万 | | | | | EBIT Margin(%) | 17.2% | 19.3% | 20.7% | 21.2% |
| 元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 销售净利率(%) | 14.9% | 16.7% | 18.2% | 19.0% |
| 经营活动现金流 | 187.4 | 788.9 | 859.6 | 971.1 | 资产负债率(%) | 41.5% | 39.3% | 36.7% | 34.5% |
| 投资活动现金流 | -232.8 | -204.7 | -72.4 | -74.6 | 收入增长率(%) | 15.9% | 10.0% | 8.0% | 8.0% |
| 筹资活动现金流 | -185.1 | -180.5 | -212.4 | -239.0 | 净利润增长率(%) | 21.5% | 23.1% | 17.7% | 12.5% |
| 现金净增加额 | -229.0 | 403.6 | 574.7 | 657.6 | P/E | 22.76 | 19.96 | 16.96 | 15.08 |
| 折旧和摊销 | 82.5 | 137.5 | 166.0 | 179.1 | P/B | 4.75 | 4.03 | 3.42 | 2.92 |
| 资本开支 | -388.8 | -454.7 | -72.4 | -74.6 | EV/EBITDA | 19.87 | 15.56 | 13.45 | 12.34 |
| 营运资本变动 | -36.4 | 31.1 | -36.4 | -29.3 | | | | | |
| 企业自由现金流 | 214.6 | 324.8 | 764.9 | 858.0 | | | | | |

资料来源：东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>