

需求回升, 业绩加速恢复

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2019年半年报, 实现营收17亿元(+17.5%), 归母净利润1亿元(154.4%), 扣非净利润0.76亿元(+2358%)。其中Q2实现营收9.6亿元(+30.2%), 归母净利润0.74亿元(+353.7%), 扣非净利润0.58亿元(+946.1%)。中期分红: 每10股派发现金红利0.3元人民币(含税)。
- **电梯需求回暖, 业绩快速回升。** 电梯产量经历了2015~2018年连续个数增长之后, 2019H1迎来产量两位数较快增长, 根据国家统计局数据, 2019H1电梯、自动扶梯及升降机产量合计46.3万台(+18.1%)。公司为国内民族品牌龙头企业, 实现营收较快增长, 净利润恢复更快。公司2019H1毛利率28.8%(+2.1pp), 显示公司前期控制产品销售价格下降的举措出现成效, 且原材料价格至2018年11月逐步下降, 使毛利率回升。公司2019H1期间费用率为20.6%(-3.3pp), 其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.5%(-2.9pp)、8.1%(-0.5pp)、0.1%(+0.1pp)。
- **在手订单充足, 保障后续增长。** 截至2019年6月30日, 公司正在执行的有效订单为56.75亿元(未包括中标但未收到定金的城际铁路联络线北京新机场段、北京至张家口铁路、苏州市轨道交通5号线、新建连云港至镇江铁路、济南市轨道交通R2线、新建京沈客专星火站及枢纽工程、西安地铁六号线一、二期工程, 中标金额共计4.54亿元), 在手订单规模较上年同期末提升约12%, 保障后续业绩增长。根据公司业绩预告, 公司2019年1~9月归母净利润为1.8~2.1亿元, 同比增长190%~240%, 其中Q3归母净利润0.95~1.06亿元, 同比增长340%~390%, 业绩恢复加速。
- **盈利预测与投资建议。** 公司为国内电梯民族品牌龙头, 不断突破保障业绩增长。预计2019-2021年EPS分别为0.36/0.41/0.46元, 对应PE分别为22/19/17倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期风险; 价格不及预期风险; 原材料价格波动风险。

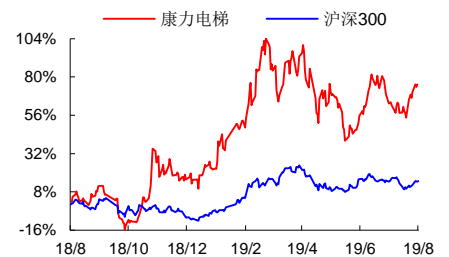
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3091.84	3667.56	4248.39	4784.06
增长率	-5.73%	18.62%	15.84%	12.61%
归属母公司净利润(百万元)	15.55	283.90	331.00	366.29
增长率	-95.23%	1726.01%	16.59%	10.66%
每股收益EPS(元)	0.02	0.36	0.41	0.46
净资产收益率ROE	0.46%	8.25%	8.98%	9.26%
PE	408	22	19	17
PB	1.99	1.86	1.73	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美
执业证号: S1250518100003
电话: 021-58351937
邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.98
流通A股(亿股)	5.24
52周内股价区间(元)	4.04-9.85
总市值(亿元)	63.41
总资产(亿元)	52.31
每股净资产(元)	3.57

相关研究

1 电梯民族品牌龙头

公司简介：康力电梯成立于 1997 年，是集设计、制造、销售、安装和维保于一体的现代化专业电梯企业。于 2010 年上市，为中国民族电梯品牌的第一家上市公司，2017、2018 连续 2 年跻身“全球电梯制造商 TOP10”。公司提供的电梯包括 KLK1 “金燕”乘客电梯、KLK1 “银燕”乘客电梯、KLKS “新凌燕”乘客电梯、KLK2 “金豹”超高速电梯等产品。

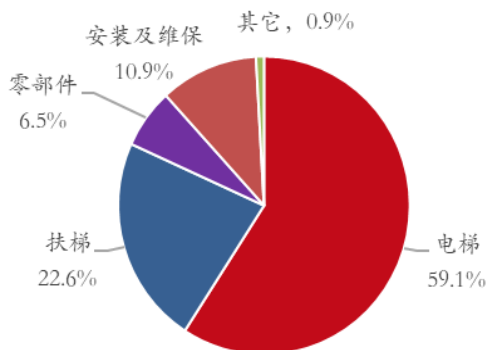
图 1：公司主营产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

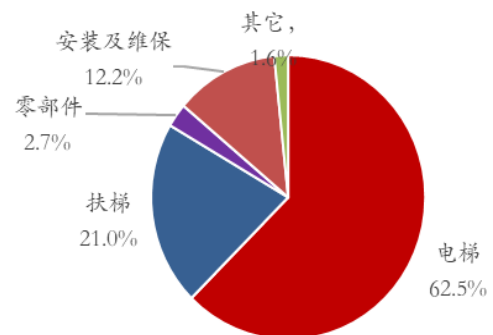
公司主营业务结构：2018 年公司总营收为 30.9 亿元，其中电梯业务贡献 18.3 亿元，占比 59.1%，电梯+扶梯贡献 25.3 亿元，占比 81.7%，是公司主要业绩来源。2019H1 公司总营收为 17 亿元，同比增长 17.54%，其中电梯业务贡献 10.2 亿元，占比 59.9%，电梯+扶梯贡献 13.5 亿元，占比 79.2%。

图 2：公司 2018 年主营业务收入结构情况

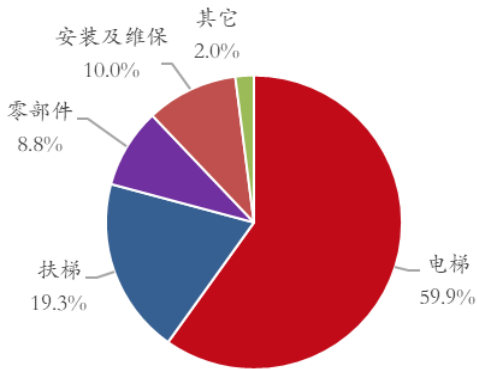


数据来源：公司公告，西南证券整理

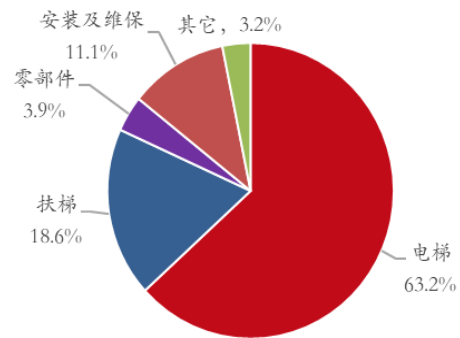
图 3：公司 2018 年主营业务毛利结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

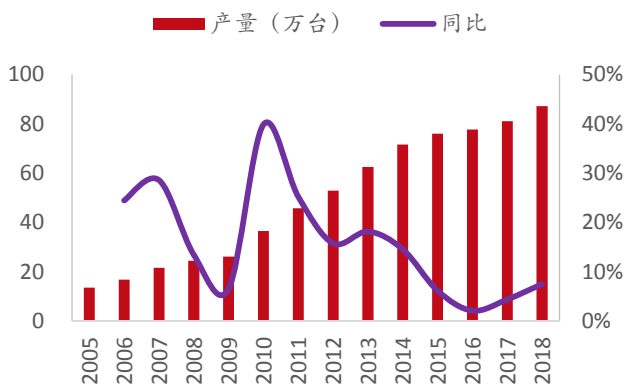
图 4: 公司 2019H1 主营业务收入结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

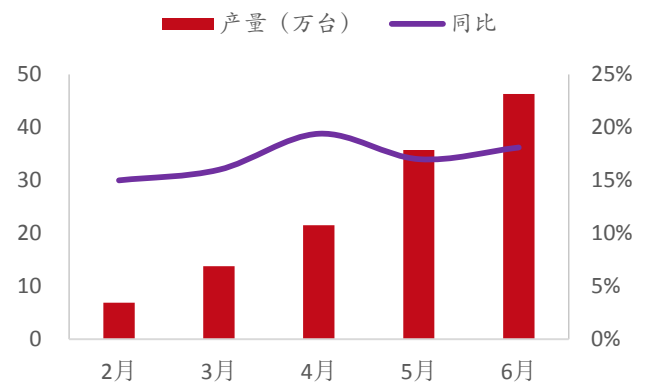
图 5: 公司 2019H1 主营业务毛利结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

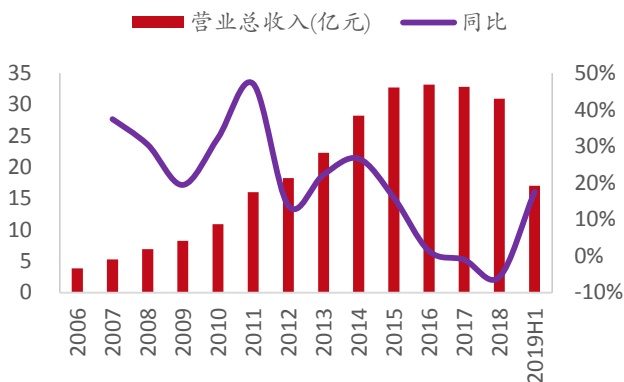
电梯产量回升, 业绩恢复增长。国家统计局数据显示, 2019H1 中国电梯、自动扶梯及升降机产量合计为 46.3 万台 (+18.1%), 恢复至两位数增长。受益行业回升, 公司销量提升以及盈利能力提升, 公司 2019H1 营收达到 17 亿元 (+17.5%), 净利润 1 亿元 (+154.4%)。

图 6: 历年国内电梯产量及同比


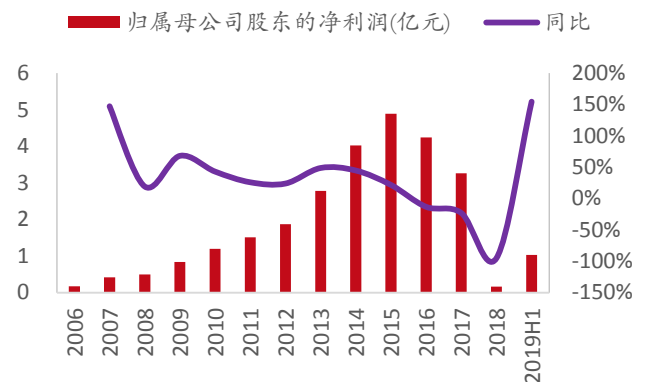
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 2019 年前 6 月累计产量及同比


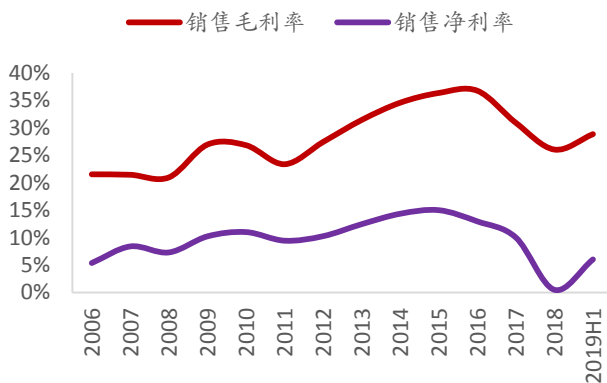
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2006 年以来营业收入及同比


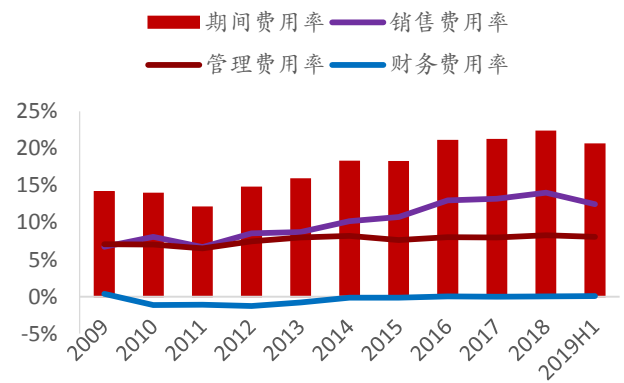
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司 2006 年以来归母净利润及同比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司 2006 年以来盈利能力情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司 2009 年以来费用率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 1: 公司单季度营收情况

营收 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2010	211.5	262.0	312.6	303.8
2011	278.5	392.6	452.7	478.9
2012	362.7	456.7	502.8	501.2
2013	426.2	552.3	598.3	651.7
2014	517.8	704.3	768.0	831.2
2015	658.6	811.0	859.1	941.6
2016	734.4	898.5	871.7	809.5
2017	726.5	839.9	875.7	837.8
2018	711.5	737.8	823.0	819.5
2019	742.8	960.7	—	—

数据来源: Choice, 西南证券整理

表 2: 公司单季度净利润情况

利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2010	24.5	31.6	36.7	27.1
2011	29.6	40.2	42.6	38.7
2012	33.8	45.4	50.7	57.1
2013	42.9	66.8	70.3	97.8
2014	59.0	94.2	110.1	139.1
2015	76.9	123.4	130.8	157.7
2016	93.4	150.5	124.0	56.2
2017	121.9	82.3	70.5	51.5
2018	24.3	16.2	21.6	-46.6
2019	29.4	73.7	—	—

数据来源: Choice, 西南证券整理

表 3: 公司单季度扣非净利润情况

扣非利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2010	23.4	26.4	36.1	25.0
2011	28.1	35.5	42.2	35.6
2012	33.9	44.6	47.8	56.9
2013	44.3	63.5	68.7	97.1
2014	53.7	89.8	100.3	125.8
2015	71.7	106.9	121.7	142.4
2016	89.0	135.9	113.3	33.7
2017	79.9	59.5	52.3	27.3
2018	9.9	-6.8	5.0	28.7
2019	17.8	57.8	—	—

数据来源: Choice, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

1) 公司电梯业务随着下游需求回升, 2019 年快速增长, 预计后续增速放缓。毛利率受价格控制到位以及原材料价格下降影响, 有所提升。假设公司 2019-2021 年电梯销量增速为 25%、20%、15%, 价格不变, 毛利率分别为 31%、30%、29%。

2) 随着公司扶梯业务订单回升, 销量稳健增长。假设 2019-2021 年扶梯销量增速均为 5%, 价格不变, 毛利率均为 27%。

3) 假设公司安装与维保业务稳健增长, 2019-2021 年扶梯销量增速均为 10%, 价格不变, 毛利率均为 30%。

4) 公司零部件业务随着公司电梯、扶梯、维保业务提升, 销量较快增长。假设公司 2019-2021 年零部件销量增速为 25%、20%、15%, 价格不变, 毛利率均为 13%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	3,280	3,092	3,668	4,248	4,784
	同比	-1.03%	-5.73%	18.62%	15.84%	12.61%
	成本	2,267	2,287	2,604	3,043	3,458
	毛利	1,013	805	1,064	1,205	1,326
	毛利率	30.90%	26.03%	29.00%	28.37%	27.71%
电梯	收入	1,823	1,829	2,286	2,743	3,154
	同比	-2.44%	0.31%	25.00%	20.00%	15.00%
	成本	1,208	1,326	1,577	1,920	2,240
	毛利	615	503	709	823	915

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利率	33.71%	27.50%	31.00%	30.00%	29.00%
扶梯	收入	744	700	735	771	810
	同比	-12.74%	-6.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	540	531	536	563	591
	毛利	204	169	198	208	219
	毛利率	27.44%	24.12%	27.00%	27.00%	27.00%
安装与维保	收入	509	336	370	407	448
	同比	50.95%	-33.95%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	363	238	259	285	313
	毛利	146	98	111	122	134
	毛利率(%)	28.74%	29.22%	30.00%	30.00%	30.00%
零部件	收入	165	200	250	300	345
	同比	-23.38%	20.83%	25.00%	20.00%	15.00%
	成本	139	178	217	261	300
	毛利	27	22	32	39	45
	毛利率(%)	16.24%	10.88%	13.00%	13.00%	13.00%
其他业务	收入	38	27	27	27	27
	同比	-3.39%	-27.90%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	16	14	14	14	14
	毛利	21	13	13	13	13
	毛利率(%)	56.45%	47.78%	48.00%	48.00%	48.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36/0.41/0.46 元，对应 PE 分别为 22/19/17 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况（2019 年 08 月 22 日收盘）

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600835	上海机电	1.24	1.35	1.55	16	14	13
600894	广日股份	0.16	0.45	0.57	53	18	14
603337	杰克股份	1.02	1.19	1.50	19	17	13
603338	浙江鼎力	1.39	1.82	2.46	40	31	23
平均值					32	20	16
002367	康力电梯	0.02	0.36	0.41	408	22	19

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游需求不及预期风险。公司产品与房地产行业息息相关，受国家宏观调控政策、经济运行周期等因素影响较大，若宏观政策、经济环境发生变化，将影响电梯行业的景气度，影响公司的业绩。

2) 产品价格不及预期风险。下游需求整体放缓背景下，电梯行业竞争日趋激烈，存在企业为扩大份额，进行价格战，致使公司产品价格下降带来的风险。

3) 原材料价格波动风险。公司受钢材等原材料价格波动影响较大，未来若出现公司主要原材料价格上涨而公司产品价格无法同比上涨的情况，则可能导致公司的利润水平受到挤压，存在毛利率下降的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3091.84	3667.56	4248.39	4784.06	净利润	14.71	283.90	331.00	366.29
营业成本	2287.07	2604.02	3043.06	3458.36	折旧与摊销	124.88	206.09	207.78	209.10
营业税金及附加	27.01	31.91	37.01	41.66	财务费用	0.48	2.30	1.80	1.45
销售费用	434.41	476.78	543.79	602.79	资产减值损失	161.99	30.00	30.00	30.00
管理费用	137.10	286.07	327.13	363.59	经营营运资本变动	260.12	-139.71	-196.97	-206.98
财务费用	0.48	2.30	1.80	1.45	其他	-210.01	-61.55	-64.70	-69.89
资产减值损失	161.99	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	352.16	321.03	308.90	329.97
投资收益	79.10	30.00	35.00	40.00	资本支出	107.33	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	105.32	90.93	35.00	40.00
其他经营损益	0.00	30.00	35.00	40.00	投资活动现金流净额	212.64	80.93	25.00	30.00
营业利润	16.27	296.47	335.60	366.20	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.34	-10.00	-10.00	-10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.93	286.47	325.60	356.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.79	2.57	-5.40	-10.09	支付股利	-598.24	-4.66	-85.17	-99.30
净利润	14.71	283.90	331.00	366.29	其他	-27.90	-24.85	-1.80	-1.45
少数股东损益	-0.84	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-626.14	-29.52	-86.97	-100.75
归属母公司股东净利润	15.55	283.90	331.00	366.29	现金流量净额	-61.52	372.44	246.93	259.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	203.30	575.74	822.67	1081.89	成长能力				
应收和预付款项	1205.56	1384.33	1607.08	1814.43	销售收入增长率	-5.73%	18.62%	15.84%	12.61%
存货	914.97	941.91	1140.70	1281.69	营业利润增长率	-95.86%	1722.53%	13.20%	9.12%
其他流动资产	1367.89	1467.02	1699.36	1913.62	净利润增长率	-95.52%	1829.68%	16.59%	10.66%
长期股权投资	64.44	64.44	64.44	64.44	EBITDA 增长率	-71.88%	256.49%	7.99%	5.79%
投资性房地产	30.93	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1339.87	1172.55	1003.54	833.21	毛利率	26.03%	29.00%	28.37%	27.71%
无形资产和开发支出	213.57	184.86	156.15	127.44	三费率	18.50%	20.86%	20.54%	20.23%
其他非流动资产	167.13	167.07	167.01	166.95	净利率	0.48%	7.74%	7.79%	7.66%
资产总计	5507.65	5957.92	6660.96	7283.67	ROE	0.46%	8.25%	8.98%	9.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.27%	4.77%	4.97%	5.03%
应付和预收款项	2085.90	2277.29	2707.00	3039.31	ROIC	0.60%	9.87%	11.32%	12.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.58%	13.77%	12.83%	12.06%
其他负债	236.84	239.02	266.53	289.94	营运能力				
负债合计	2322.74	2516.31	2973.53	3329.25	总资产周转率	0.56	0.64	0.67	0.69
股本	797.65	797.65	797.65	797.65	固定资产周转率	2.30	2.98	3.97	5.29
资本公积	1181.62	1181.62	1181.62	1181.62	应收账款周转率	3.79	4.14	4.13	4.07
留存收益	1169.97	1449.21	1695.03	1962.03	存货周转率	2.92	2.79	2.91	2.85
归属母公司股东权益	3154.07	3410.76	3656.59	3923.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.74%	—	—	—
少数股东权益	30.84	30.84	30.84	30.84	资本结构				
股东权益合计	3184.91	3441.60	3687.43	3954.42	资产负债率	42.17%	42.23%	44.64%	45.71%
负债和股东权益合计	5507.65	5957.92	6660.96	7283.67	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.66	1.81	1.84	1.89
					速动比率	1.25	1.42	1.44	1.49
					股利支付率	3847.75%	1.64%	25.73%	27.11%
					每股指标				
					每股收益	0.02	0.36	0.41	0.46
					每股净资产	3.99	4.28	4.58	4.92
					每股经营现金	0.44	0.40	0.39	0.41
					每股股利	0.75	0.01	0.11	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	141.62	504.86	545.18	576.75					
PE	407.86	22.34	19.16	17.31					
PB	1.99	1.86	1.73	1.62					
PS	2.05	1.73	1.49	1.33					
EV/EBITDA	41.51	11.09	9.82	8.83					
股息率	9.43%	0.07%	1.34%	1.57%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn