

2020 年 03 月 31 日

19 年业绩大增，盈利能力显著改善

增持（维持）

事件 1：公司 2019 年实现收入 36.6 亿元，同比+18.5%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比+1518%；扣非归母净利 2.43 亿元，同比+562%。

事件 2：公司 2020Q1 预计净利润 400~600 万元，同比下降 79.6%~86.4%。

投资要点

■ 疫情影响短期业绩，在手订单充足+订单转化率提高保障全年增长

2019 年业绩靠预期上限，电梯业务同比+25.1%。分业务看，公司主营业务电梯、扶梯、零部件、安装与维保营收分别为 22.9 / 6.7 / 2.5 / 4.2 亿元，同比+25.1%/-4.71%/+26.24%/+24.51%。扶梯业务收入下滑，我们判断主要系公司主动控制扶梯销量，以避免钢材等原材料价格波动带来影响。

下游地产转暖，在手订单充足。2019 年房地产竣工面积增速转负为正，至 2019 年底，全国房屋竣工面积累计同比+2.6%，电梯行业行业迎来增长周期。根据国家统计局数据，2019 全年电梯产量 117.3 万台，增速达 12.8%。康力全年有效订单较同期增加，截至 2019 年末，公司正在执行的有效订单为 59.43 亿元（未包括已中标但未收到定金的 3.67 亿订单），较去年同期+9.2%，同时公司的存量订单转化率和产能利用率也在持续提高，预计随着订单的交付，公司 2020 年业绩将会得到保障。

2020Q1 公司受疫情影响主营业务有所放缓。一方面，下游地产施工端尚未完全恢复，另一方面，电梯的出货、安装因交通受阻有所放缓，对公司生产经营造成一定负面影响。但整体上看，我们认为公司业绩指标仅在季度之间调整，全年业绩依旧可期。

■ 盈利能力进一步恢复，费用率控制良好

2019 年公司综合毛利率 29.9%，同比提升 3.8pct，其中主营业务电梯、扶梯、零部件、安装与维保毛利率分别为 31.1% / 29.2% / 14.1% / 32.1%，同比+3.6pct/+5.1 pct/+3.2pct/+2.8 pct。净利率 6.9%，同比提升 6.4pct。我们认为此期间利润水平回升主要得益于：①全年有效订单较同期增加；存量订单转化率亦有所提升；产能利用率提高；使得营收同比+18.48%，而营业成本仅+12.32%，毛利率明显提高。②海外销售项目毛利率水平明显提升，毛利率较同期+7.74%；③原材料市场价格总体保持平稳，公司有效发挥集团采购管控的优势，使得产品成本有所降低。

此外，公司销售费用率同比下降 1.38pct、管理费用率下降 0.26pct，带动全年期间费用率同比下降 1.55pct 至 20.8%，这也佐证了公司在成本控制上取得良好效果，推动利润水平进一步提升。

■ 现金流持续提升，预收账款+存货验证在手订单增长

2019 经营性现金流净额为 4.21 亿，同比+20%，其中 Q4 单季经营性现金流 2.1 亿，环比增加 0.64 亿，经营性现金流持续改善；应收账款 8.6 亿，同比+5.3%，保持相对稳定；报告期末预收账款为 11.87 亿，环比 Q3 末增长 1.7 亿，较 2018 年年底+24%，主要是新签订单增加所致；期末存货为 10.81 亿，环比 Q3 末增加 1.32 亿，同比+18%；预收账款和存货金额持续增长也验证了公司在手订单在不断增加。

■ 地产后周期电梯需求有望继续上行，康力积极布局旧楼加装业务

随着老旧电梯逐年增加，电梯行业由以往的房地产、基建增量驱动正逐步转变为新梯、更新改造、既有建筑加装电梯的多轮驱动。《政府工作报告》提出开展城镇老旧小区改造试点，而加装电梯正是老旧小区改造重要内容之一，未来旧楼加装电梯市场空间将进一步打开。针对旧楼加装电梯民生工程，公司全资子公司“幸福加梯”以单梯销售、一体化工程双重业务模式面向市场，提供旧楼加梯的一体化综合服务，公司作为内资龙头将会从中显著受益。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 3.4/4.4/4.9 亿元，对应当前股价 PE 为 20/16/14X，维持“增持”评级。

■ 风险提示：疫情影响电梯需求，行业竞争激烈。

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

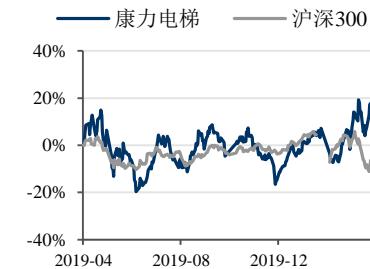
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.55
一年最低/最高价	6.20/9.55
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	4482.61

基础数据

每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	45.64
总股本(百万股)	797.65
流通 A 股(百万股)	524.28

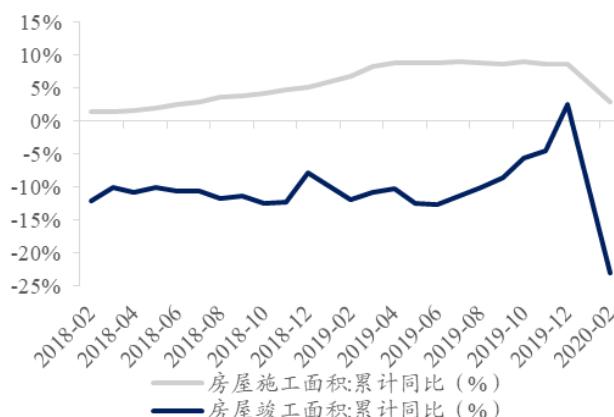
相关研究

1、《康力电梯 (002367)：19 年业绩靠上限，步入健康发展通道》2020-02-28

2、《康力电梯 (002367)：Q3 业绩大幅增长，受益于地产后周期+订单转化率提升》2019-10-25

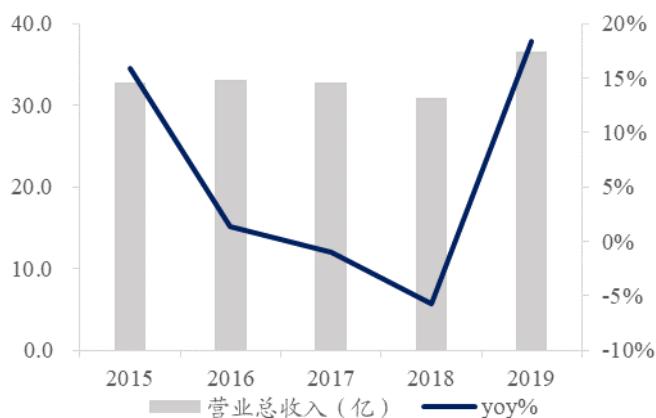
3、《康力电梯 (002367)：H1 业绩大增，显著受益于地产后周期》2019-08-23

图 1: 2019 年房屋竣工面积回暖



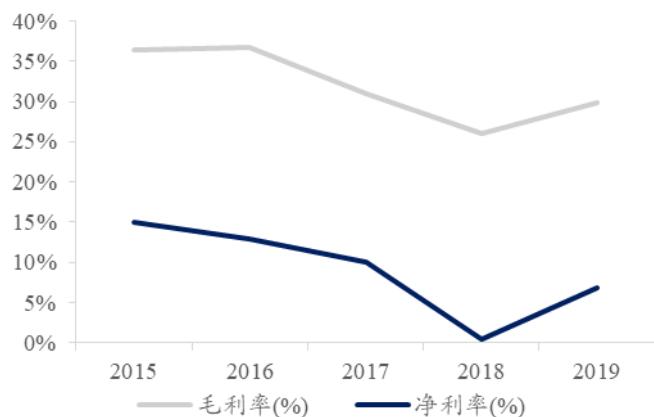
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 3: 2019 年公司营收 36.6 亿元，同比+18%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5: 公司盈利水平恢复



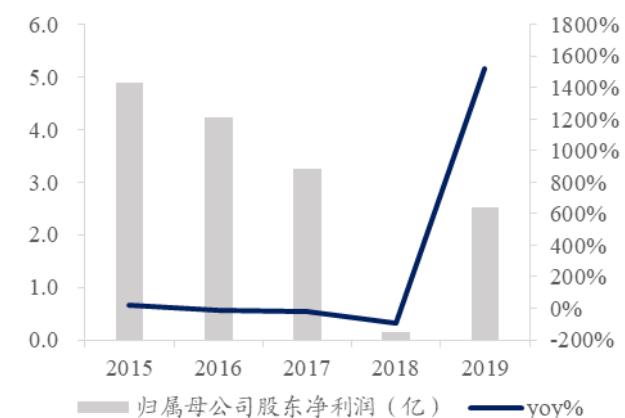
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 2019 年全国电梯产量 117.3 万台，同比+12.8%



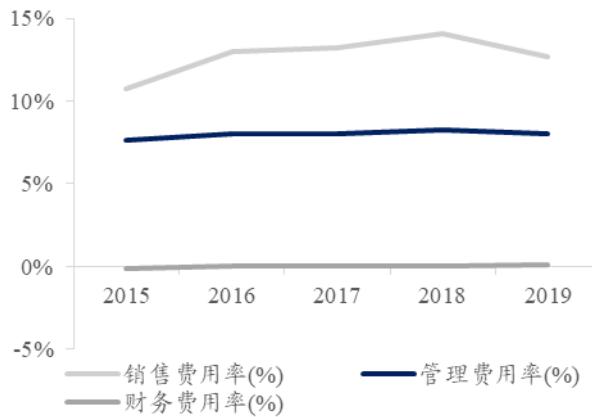
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 4: 2019 年公司归母净利润 2.52 亿，同比+1518%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 公司期间费用率有所下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

康力电梯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3969.6	4048.8	4782.2	5406.3	营业收入	3663.1	3846.3	4423.2	4777.1
现金	652.6	860.6	1248.5	1661.1	营业成本	2568.9	2692.4	3094.0	3339.2
应收款项	1003.9	1053.8	1211.8	1308.8	营业税金及附加	33.9	35.6	41.0	44.2
存货	1081.4	885.2	1017.2	1097.8	营业费用	464.0	430.8	495.4	525.5
其他	1231.7	1249.3	1304.6	1338.5	管理费用	303.7	295.2	338.5	360.3
非流动资产	1825.1	1756.3	1639.1	1511.7	财务费用	4.0	-22.7	-31.6	-43.6
长期股权投资	60.7	60.7	60.7	60.7	投资净收益	2.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	1243.1	1181.0	1070.7	950.1	其他	9.4	-17.7	25.6	25.6
无形资产	203.2	196.4	189.6	182.9	营业利润	300.4	397.3	511.6	577.2
其他	318.1	318.1	318.1	318.1	营业外净收支	-1.4	0.0	0.0	0.0
资产总计	5794.7	5805.1	6421.3	6918.0	利润总额	299.1	397.3	511.6	577.2
流动负债	2713.7	2471.1	2761.6	2890.8	所得税费用	48.3	59.6	76.7	86.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-0.9	-1.2	-1.5	-1.7
应付账款	1240.1	1106.5	1271.5	1372.3	归属母公司净利润	251.6	338.8	436.3	492.3
其他	1473.6	1364.7	1490.1	1518.5	EBIT	302.6	399.0	461.1	514.7
非流动负债	104.1	104.1	104.1	104.1	EBITDA	424.1	538.3	606.8	665.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	104.1	104.1	104.1	104.1					
负债总计	2817.8	2575.2	2865.6	2994.9	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	29.6	28.4	26.9	25.2	每股收益(元)	0.32	0.42	0.55	0.62
归属母公司股东权益	2947.4	3201.5	3528.7	3897.9	每股净资产(元)	3.70	4.01	4.42	4.89
					发行在外股份(百万股)	797.7	797.7	797.7	797.7
负债和股东权益总计	5794.7	5805.1	6421.3	6918.0	ROIC(%)	9.9%	18.4%	24.5%	28.3%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	8.5%	10.6%	12.4%	12.6%
经营活动现金流	421.3	357.1	555.5	589.1	毛利率(%)	29.9%	30.0%	30.1%	30.1%
投资活动现金流	335.8	-64.4	-58.5	-53.4	EBIT Margin(%)	8.3%	10.4%	10.4%	10.8%
筹资活动现金流	-328.5	-84.7	-109.1	-123.1	销售净利率(%)	6.9%	8.8%	9.9%	10.3%
现金净增加额	427.9	208.0	387.9	412.6	资产负债率(%)	48.6%	44.4%	44.6%	43.3%
折旧和摊销	121.5	139.3	145.7	150.7	收入增长率(%)	18.5%	5.0%	15.0%	8.0%
资本开支	30.9	-64.4	-58.5	-53.4	净利润增长率(%)	1518.3%	34.7%	28.8%	12.8%
营运资本变动	1316.1	-193.1	-55.0	-82.3	P/E	27.11	20.13	15.63	13.85
企业自由现金流	1768.2	220.9	424.1	452.6	P/B	2.31	2.13	1.93	1.75

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

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,并注明出自为东吴证券研究所,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个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>