

强烈推荐-A (维持)

康力电梯 002367.SZ

当前股价: 10.68 元

2020年08月23日

经营质量稳步提升, 开启新一轮向上周期

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3381 |
| 总股本(万股) | 79765 |
| 已上市流通股(万股) | 52433 |
| 总市值(亿元) | 85 |
| 流通市值(亿元) | 56 |
| 每股净资产(MRQ) | 3.5 |
| ROE(TTM) | 11.3 |
| 资产负债率 | 51.2% |
| 主要股东 | 王友林 |
| 主要股东持股比例 | 44.96% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《康力电梯—盈利能力持续修复 全年业绩高速增长可期》2020-07-12
- 2、《康力电梯—盈利能力持续修复 老旧小区改造弹性品种》2020-03-31
- 3、《康力电梯—老旧小区改造加速, 开启新一轮景气周期》2020-02-28

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

研究助理

时文博
shiwenbo@cmschina.com.cn

研究助理

陈铭
chenming5@cmschina.com.cn

康力电梯发布半年度报告: 上半年实现营业收入 17.65 亿元, 同比增长 3.60%; 归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元, 同比增长 62.38%, 同时公司预计前三季度净利润约 3.21 亿元-4.01 亿元, 同比增长 60%-100%。康力是我们一直以来推荐的弹性品种, “规模效应+格局好转”带来的盈利修复仍将继续, 公司优异的成本管控能力也在上半年得到凸显, 2020 年是康力丰收年, 预计 20-21 年康力净利润为 4.55 亿/5.62 亿, 对应 PE 为 19 倍/15 倍, 继续强烈推荐!

□ **产品毛利率稳步提升, 阿尔法属性凸显。**康力上半年收入增速不高, 净利润增速远超收入增速的主要原因包括: (1) 毛利率大幅提升, 上半年毛利率 31.21%, 同比去年提升 2.4pct, 主要由于电梯产品价格保持稳定, 而上半年钢价去年同期相比有所下降, 使得公司采购成本下降, 扩大盈利空间, 此外在钢价下降过程中, 公司对原材料市场供需情况调研, 适时对部分原材料采购价格进行了锁定, 有利于毛利率稳定提升; (2) 钢材价格的下降效应也会传导至外购部件, 在保证供应品质、及时交付的前提下, 公司集团采购部与供应商充分沟通下, 对外购部件价格作了一定幅度的调整, 外购部件的成本下降对公司毛利率提升也作了一定贡献; (3) 公司持续进行研发投入, 并且随着智能化生产线投入、智能制造工厂升级及试验中心投入使用, 优化了生产工艺, 改善了生产工装能力, 改良了产品设计, 降低了产品单位成本, 提高了公司产品竞争力; (4) 规模效应+精细化管理, 全体员工群策群力, 严格控制各项成本费用, 上半年销售费用率 11.29%, 管理费用率 7.98%, 均同比有所下降。

□ **各项经营指标向好, 经营质量稳步提升:** (1) 上半年经营性净现金流 2.02 亿, 恢复到 2015 年以来最好水平; (2) 受益于毛利率大幅提升, 上半年公司净利率 9.25%, 同比 19 年大幅提升 3.2pct, 单二季度净利率 12.65%, 同比大幅提升 5pct; (3) 合同负债/预收账款 12.01 亿, 同比去年同期增加近 30%, 侧面印证订单饱满性; (4) 期末存货 11.2 亿, 同比环比均有所增长, 其中发出商品 7.2 亿, 库存商品 1.2 亿, 结构非常健康。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 3092 | 3663 | 4067 | 4630 | 5175 |
| 同比增长 | -6% | 18% | 11% | 14% | 12% |
| 营业利润(百万元) | 16 | 300 | 571 | 672 | 745 |
| 同比增长 | -96% | 1747% | 90% | 18% | 11% |
| 净利润(百万元) | 16 | 252 | 455 | 562 | 621 |
| 同比增长 | -95% | 1518% | 81% | 24% | 11% |
| 每股收益(元) | 0.02 | 0.32 | 0.57 | 0.70 | 0.78 |
| PE | 547.9 | 33.9 | 18.7 | 15.2 | 13.7 |
| PB | 2.7 | 2.9 | 2.8 | 2.4 | 2.2 |

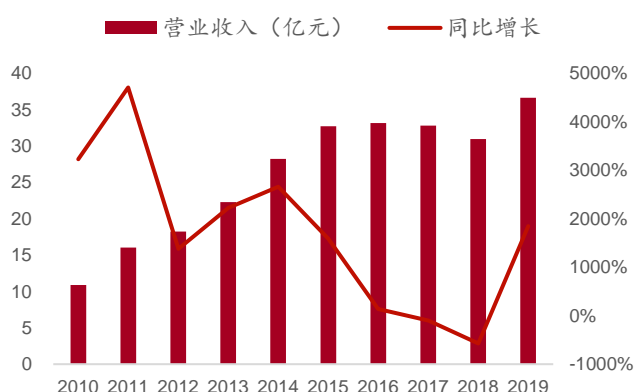
资料来源: 公司数据、招商证券

执行订单持续增长。根据公司公告，截止 20 年中，公司正在执行的有效订单为 63.43 亿元（未包括中标但未收到定金共计 6.22 亿元），在手订单规模较上年同期末有 11.8% 的提升。公司抓住国家重点建设的高峰，积极参与市场投标，1-7 月获得高铁、轨交市场重要中标金额合计 6 亿元，占 2019 年高铁、轨交中标总额的 118%，公司重载型扶梯产品的市场竞争力、市场认可度日益加强，。随着公司业务规模的扩大，公司还在积极谋划维修改造、维保业务板块的长期发展，大力开拓有偿服务市场。

康力是我们一直以来推荐的弹性品种，20 年是公司丰收的一年，继续强烈推荐！“规模效应+格局好转”带来的盈利修复仍将持续。受益于公司优异的成本管理能力（原材料+费用端）以及显著的规模效应，预计上半年毛利率较大幅度提升，展望下半年，可控生产成本+基建投资加速+行业加速出清+房地产企稳，预计有望延续景气。此外老旧小区改造是重要扩内需方向，电梯行业是主要受益行业之一，打开增长天花板，有望开启新一轮行业景气周期，康力也是受益标的之一。20 年是康力丰收年，继续强烈推荐！

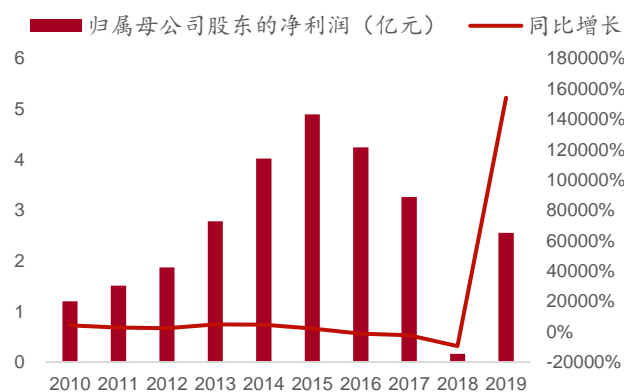
风险提示：钢材价格波动风险、房地产增速不及预期。

图 1：康力电梯收入增长（百万元）



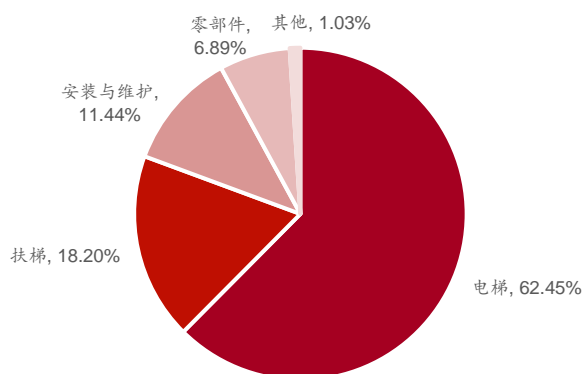
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：康力电梯净利润增长（百万元）



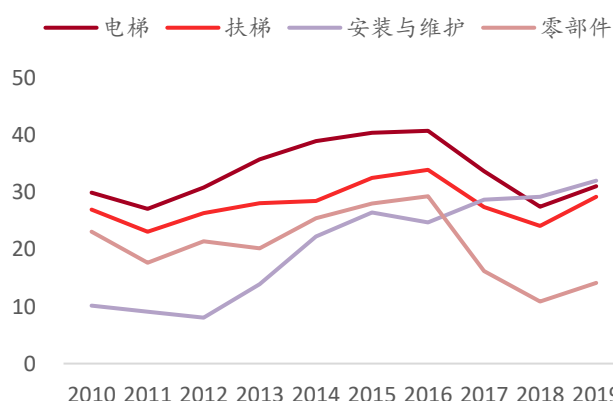
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：康力电梯 2019 年收入结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：康力电梯产品毛利率 (%)



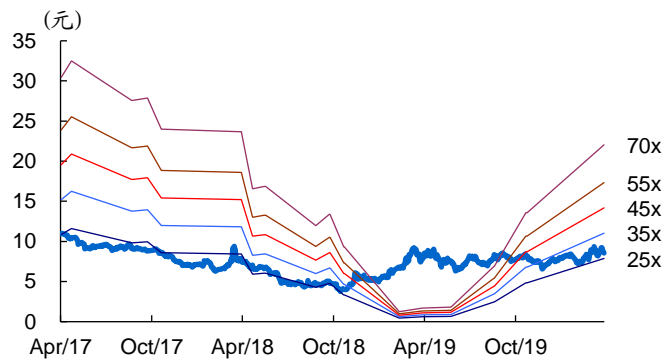
资料来源：公司公告、招商证券

表 1: 康力电梯主营业务收入假设表

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3280 | 3092 | 3663 | 4067 | 4630 | 5175 |
| 电梯 | 1,822.97 | 1,828.56 | 2,287.45 | 2516 | 2894 | 3212 |
| 扶梯 | 744.39 | 699.71 | 666.79 | 767 | 866 | 996 |
| 安装与维保 | 509.34 | 336.45 | 418.90 | 482 | 554 | 637 |
| 零部件 | 165.37 | 199.81 | 252.23 | 265 | 278 | 292 |
| 其他业务 | 37.86 | 27.30 | 37.75 | 38 | 38 | 38 |
| 收入增长率 | -1.0% | -5.7% | 18.5% | 11.0% | 13.8% | 11.8% |
| 电梯 | -2.4% | 0.3% | 25.1% | 10.0% | 15.0% | 11.0% |
| 扶梯 | -12.7% | -6.0% | -4.7% | 15.0% | 13.0% | 15.0% |
| 安装与维保 | 51.0% | -33.9% | 24.5% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 零部件 | -23.4% | 20.8% | 26.2% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 其他业务 | -3.4% | -27.9% | 38.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 30.9% | 26.0% | 29.9% | 33.0% | 32.7% | 32.7% |
| 电梯 | 33.71 | 27.50 | 31.1% | 35.0% | 34.5% | 34.5% |
| 扶梯 | 27.44 | 24.12 | 29.2% | 34.0% | 33.0% | 33.0% |
| 安装与维保 | 28.74 | 29.22 | 32.1% | 30.0% | 31.0% | 31.0% |
| 零部件 | 16.24 | 10.88 | 14.1% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 其他业务 | 56.45 | 47.78 | 47.1% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |

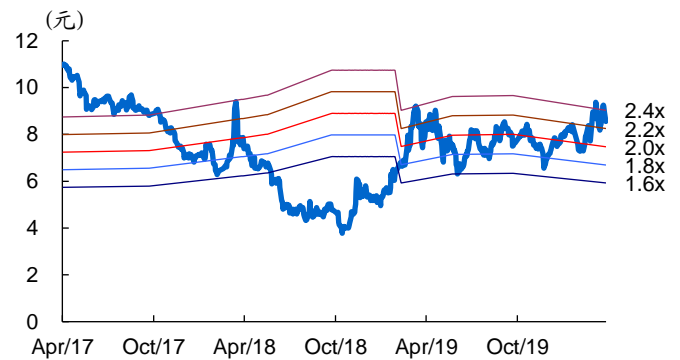
资料来源: 招商证券

图 5: 康力电梯历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 康力电梯历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《康力电梯 (002367) —净利率显著回升, 盈利能力持续修复》2019-10-25
- 2、《康力电梯 (002367) —盈利能力显著修复, 旧楼加装打开新市场》2019-08-23
- 3、《康力电梯 (002367) —规模效应显现 毛利率触底回升》2019-07-10

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 3692 | 3970 | 4343 | 5241 | 6132 |
| 现金 | 203 | 653 | 857 | 1387 | 1929 |
| 交易性投资 | 0 | 880 | 880 | 880 | 880 |
| 应收票据 | 70 | 86 | 95 | 108 | 121 |
| 应收款项 | 818 | 861 | 935 | 1064 | 1190 |
| 其它应收款 | 44 | 57 | 63 | 72 | 80 |
| 存货 | 915 | 1081 | 1139 | 1302 | 1454 |
| 其他 | 1642 | 351 | 374 | 428 | 478 |
| 非流动资产 | 1816 | 1825 | 1710 | 1605 | 1509 |
| 长期股权投资 | 64 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 固定资产 | 1309 | 1209 | 1114 | 1028 | 949 |
| 无形资产 | 214 | 205 | 185 | 166 | 150 |
| 其他 | 229 | 350 | 350 | 350 | 349 |
| 资产总计 | 5508 | 5795 | 6053 | 6846 | 7641 |
| 流动负债 | 2220 | 2714 | 2862 | 3231 | 3576 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1021 | 1240 | 1316 | 1504 | 1680 |
| 预收账款 | 958 | 1187 | 1260 | 1440 | 1609 |
| 其他 | 241 | 286 | 286 | 286 | 286 |
| 长期负债 | 103 | 104 | 104 | 104 | 104 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 103 | 104 | 104 | 104 | 104 |
| 负债合计 | 2323 | 2818 | 2966 | 3335 | 3680 |
| 股本 | 798 | 798 | 798 | 798 | 798 |
| 资本公积金 | 1164 | 1102 | 1102 | 1102 | 1102 |
| 留存收益 | 1193 | 1048 | 1160 | 1586 | 2038 |
| 少数股东权益 | 31 | 30 | 28 | 26 | 24 |
| 归属于母公司所有者权益 | 3154 | 2947 | 3059 | 3485 | 3937 |
| 负债及权益合计 | 5508 | 5795 | 6053 | 6846 | 7641 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 352 | 421 | 457 | 573 | 613 |
| 净利润 | 16 | 252 | 455 | 562 | 621 |
| 折旧摊销 | 125 | 123 | 128 | 118 | 108 |
| 财务费用 | 0 | 1 | (6) | (9) | (13) |
| 投资收益 | (79) | (2) | (96) | (96) | (96) |
| 营运资金变动 | 321 | 58 | (24) | (3) | (8) |
| 其它 | (30) | (10) | (1) | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | 213 | 336 | 84 | 84 | 84 |
| 资本支出 | (52) | (45) | (11) | (11) | (11) |
| 其他投资 | 265 | 380 | 96 | 96 | 96 |
| 筹资活动现金流 | (626) | (329) | (337) | (127) | (155) |
| 借款变动 | (12) | 160 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (18) | (62) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (598) | (423) | (343) | (136) | (169) |
| 其他 | 2 | (3) | 6 | 9 | 13 |
| 现金净增加额 | (61) | 429 | 204 | 530 | 542 |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3092 | 3663 | 4067 | 4630 | 5175 |
| 营业成本 | 2287 | 2569 | 2725 | 3116 | 3481 |
| 营业税金及附加 | 27 | 34 | 38 | 43 | 48 |
| 营业费用 | 434 | 464 | 508 | 532 | 595 |
| 管理费用 | 137 | 143 | 159 | 181 | 203 |
| 研发费用 | 119 | 150 | 167 | 190 | 212 |
| 财务费用 | 0 | 4 | (6) | (9) | (13) |
| 资产减值损失 | (162) | (79) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 投资收益 | 91 | 51 | 65 | 65 | 65 |
| 营业利润 | 16 | 300 | 571 | 672 | 745 |
| 营业外收入 | 5 | 6 | 6 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 9 | 7 | 30 | 7 | 7 |
| 利润总额 | 13 | 299 | 547 | 680 | 753 |
| 所得税 | (2) | 48 | 94 | 120 | 134 |
| 净利润 | 15 | 251 | 453 | 560 | 619 |
| 少数股东损益 | (1) | (1) | (2) | (2) | (2) |
| 归属于母公司净利润 | 16 | 252 | 455 | 562 | 621 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -6% | 18% | 11% | 14% | 12% |
| 营业利润 | -96% | 1747% | 90% | 18% | 11% |
| 净利润 | -95% | 1518% | 81% | 24% | 11% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.0% | 29.9% | 33.0% | 32.7% | 32.7% |
| 净利率 | 0.5% | 6.9% | 11.2% | 12.1% | 12.0% |
| ROE | 0.5% | 8.5% | 14.9% | 16.1% | 15.8% |
| ROIC | 0.5% | 8.2% | 14.7% | 15.2% | 14.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 42.2% | 48.6% | 49.0% | 48.7% | 48.2% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 存货周转率 | 2.9 | 2.6 | 2.5 | 2.6 | 2.5 |
| 应收帐款周转率 | 3.5 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 |
| 应付帐款周转率 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.2 | 2.2 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.02 | 0.32 | 0.57 | 0.70 | 0.78 |
| 每股经营现金 | 0.44 | 0.53 | 0.57 | 0.72 | 0.77 |
| 每股净资产 | 3.95 | 3.70 | 3.84 | 4.37 | 4.94 |
| 每股股利 | 1.10 | 0.43 | 0.17 | 0.21 | 0.23 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 547.9 | 33.9 | 18.7 | 15.2 | 13.7 |
| PB | 2.7 | 2.9 | 2.8 | 2.4 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 81.8 | 25.6 | 15.3 | 13.6 | 12.7 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。