

强烈推荐-A (维持)

康力电梯 002367.SZ

当前股价: 10.97 元

2021年03月31日

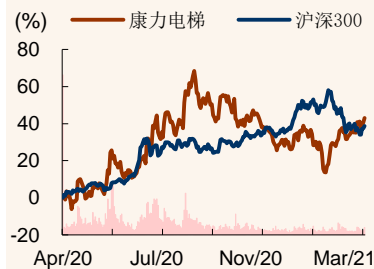
2020年收入创新高, 盈利能力持续改善

基础数据

上证综指	3457
总股本(万股)	79765
已上市流通股(万股)	52428
总市值(亿元)	88
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	16.1
资产负债率	51.9%
主要股东	王友林
主要股东持股比例	44.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-0	30
相对表现	16	-11	-8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《康力电梯—经营质量稳步提升, 开启新一轮向上周期》2020-08-23
- 2、《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
- 3、《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

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn
S1090520070004

2020年公司实现收入、利润稳步大幅增长: 营业收入达42.8亿元, 较上年同期增长16.84%, 创历史新高; 盈利能力较上年同期大幅提升, 归属于上市公司股东的净利润4.85亿元(2020年公司实施第二次员工持股计划和股票期权激励计划的摊销成本, 影响税前利润总额1266万元), 较上年同期增长92.90%。展望2021年, 基建投资加速+行业加速出清+房地产企稳, 预计行业有望延续景气, 目前行业最大风险来自于原材料端(主要是钢材)价格上行, 历史来看, 康力在成本控制方面一直走在行业前列, 2021年有望通过成本管控+规模效应保持盈利能力, 维持强烈推荐评级。

□ 净利润增速远超收入增速的主要原因包括: (1) 毛利率有所提升, 2020年主营业务平均毛利率与去年同期对比增长0.78%, 其中电梯、扶梯的毛利率同期对比分别增长1.38%、2.99%, 零部件毛利率同期对比增长2.50%, 主要由于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) 2020年前三季度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(四季度原材料涨价减弱了提升效果); (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, 2020年销售费用率9.62%, 同比下降3.05pct, 管理费用率(含研发)7.95%, 与去年基本略有下降, 期间费用率整体下降3.16pct; (5) 受益于国家对于软件产业的鼓励政策, 2020年公司收到销售嵌入式软件产品增值税退税款6466万元, 对公司业绩提升起到正面作用。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	3663	4280	5205	5911	6591
同比增长	18%	17%	22%	14%	11%
营业利润(百万元)	300	583	599	668	737
同比增长	1747%	94%	3%	12%	10%
净利润(百万元)	252	485	516	572	627
同比增长	1518%	93%	6%	11%	10%
每股收益(元)	0.32	0.61	0.65	0.72	0.79
PE	34.8	18.0	17.0	15.3	13.9
PB	3.0	2.9	2.4	2.1	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

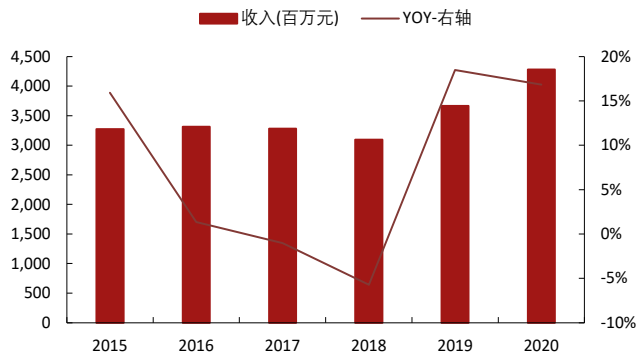
各项经营指标向好，经营质量稳步提升：(1) 2020 年经营活动产生的现金流量净额 7.9 亿元，较去年同期增加了 87.78%，主要原因系本期收到的贷款、退税款较去年同期增加；(2) 受益于毛利率提升、期间费用率下降，2020 年公司净利率 11.24%，同比 19 年大幅提升 4.39pct，已经恢复至历史较高水平；(3) 2020 年资产负债率 51.92%，处于合理区间，财务结构健康；(4) 加权平均净资产收益率较上年同期相比回升至 16.46%，同比上升 8.20pct，整体盈利能力显著修复。

新增及执行订单持续增长。截至 2020 年底，公司正在执行的有效订单为 67.1 亿元(2019 年为 59.43 亿元)，同比提升 12.9%，饱满订单为公司持续增长保驾护航，此外值得关注公司安装及维保业务的稳定提升，2020 年同比增长超过 40%，快于电梯及扶梯的增速，说明不只是安装业务，维保业务也在稳步提升，虽然维保毛利率有所下滑(主要系会计准则调整影响)，但稳定增长趋势并未改变。

维持强烈推荐评级。“规模效应+格局好转”带来的盈利修复仍将持续。当前电梯行业已经呈现分化态势，头部企业份额愈发集中，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。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，20 年毛利率有所提升，展望 2021 年，基建投资加速+行业加速出清+房地产企稳，预计行业有望延续景气，目前行业最大风险来自于原材料端(主要是钢材)价格上行，历史来看，康力在成本管控方面一直走在行业前列，2021 年有望通过成本管控+规模效应保持盈利能力，维持强烈推荐评级。

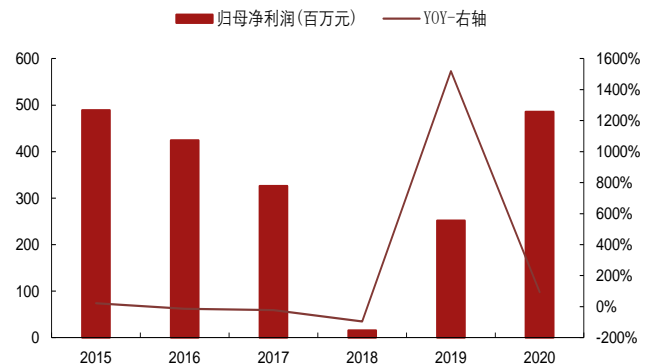
风险提示：行业竞争加剧、钢材价格波动风险、房地产增速不及预期。

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)



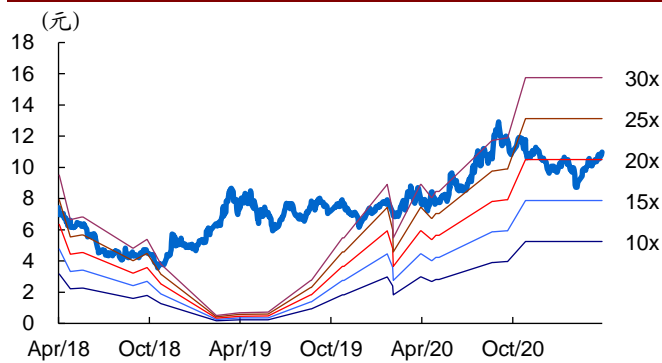
资料来源：公司公告、招商证券

表 1: 康力电梯主营业务收入假设表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3092	3663	4280	5205	5911	6591
电梯	1,829	2,287	2711	3389	3795	4175
扶梯	700	667	591	562	562	562
安装与维保	336	419	591	768	961	1153
零部件	200	252	331	430	538	646
其他业务	27	38	56	56	56	56
收入增长率	-5.7%	18.5%	16.8%	21.6%	13.6%	11.5%
电梯	0.3%	25.1%	18.5%	25.0%	12.0%	10.0%
扶梯	-6.0%	-4.7%	-11.3%	-5.0%	0.0%	0.0%
安装与维保	-33.9%	24.5%	41.1%	30.0%	25.0%	20.0%
零部件	20.8%	26.2%	31.3%	30.0%	25.0%	20.0%
其他业务	-27.9%	38.3%	47.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	26.0%	29.9%	30.6%	27.3%	27.1%	27.2%
电梯	27.50	31.1%	32.5%	27.5%	27.5%	28.0%
扶梯	24.12	29.2%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%
安装与维保	29.22	32.1%	27.2%	30.0%	30.0%	29.0%
零部件	10.88	14.1%	16.6%	15.0%	14.0%	14.0%
其他业务	47.78	47.1%	44.3%	50.0%	50.0%	50.0%

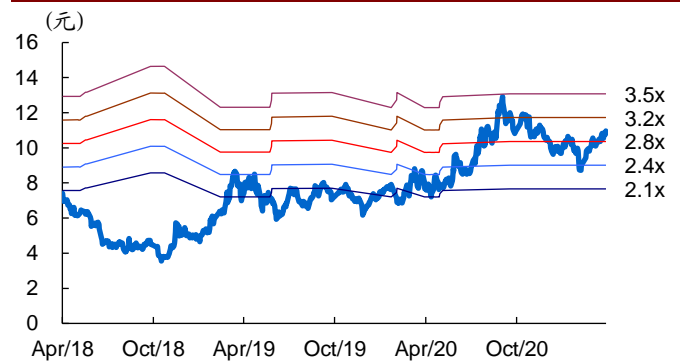
资料来源: 招商证券

图 3: 康力电梯历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3970	4449	6005	6989	7973
现金	653	861	1811	2359	2930
交易性投资	880	1024	1024	1024	1024
应收票据	86	190	231	262	292
应收款项	861	709	838	952	1062
其它应收款	57	47	57	65	72
存货	1081	1214	1536	1750	1950
其他	351	404	507	577	643
非流动资产	1825	1835	1758	1688	1625
长期股权投资	61	57	57	57	57
固定资产	1209	1148	1090	1038	990
无形资产	205	193	173	156	140
其他	350	438	438	438	437
资产总计	5795	6284	7763	8677	9598
流动负债	2714	3198	3974	4476	4947
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1240	1548	1972	2246	2503
预收账款	1187	1136	1448	1649	1838
其他	286	513	554	580	605
长期负债	104	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	104	65	65	65	65
负债合计	2818	3263	4039	4541	5011
股本	798	798	798	798	798
资本公积金	1102	1116	1116	1116	1116
留存收益	1048	1098	1805	2222	2678
少数股东权益	30	10	6	1	(5)
归属于母公司所有者权益	2947	3012	3718	4136	4592
负债及权益合计	5795	6284	7763	8677	9598

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	421	791	683	621	656
净利润	252	485	516	572	627
折旧摊销	123	118	126	118	112
财务费用	1	(2)	(11)	(17)	(21)
投资收益	(2)	(7)	(113)	(113)	(113)
营运资金变动	58	205	165	61	53
其它	(10)	(9)	0	(1)	(2)
投资活动现金流	336	(218)	65	65	65
资本支出	(45)	(41)	(48)	(48)	(48)
其他投资	380	(177)	113	113	113
筹资活动现金流	(329)	(378)	202	(138)	(150)
借款变动	160	(461)	(0)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(62)	14	0	0	0
股利分配	(423)	112	191	(155)	(172)
其他	(3)	(42)	11	17	21
现金净增加额	429	196	950	548	571

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3663	4280	5205	5911	6591
营业成本	2569	2968	3782	4308	4801
营业税金及附加	34	33	40	45	50
营业费用	464	412	494	550	613
管理费用	143	161	195	222	247
研发费用	150	180	218	248	277
财务费用	4	3	(11)	(17)	(21)
资产减值损失	(79)	(55)	0	0	0
公允价值变动收益	31	25	25	25	25
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	51	88	88	88	88
营业利润	300	583	599	668	737
营业外收入	6	10	15	15	15
营业外支出	7	16	0	0	0
利润总额	299	577	614	683	752
所得税	48	96	103	117	130
少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	252	485	516	572	627

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	18%	17%	22%	14%	11%
营业利润	1747%	94%	3%	12%	10%
净利润	1518%	93%	6%	11%	10%
获利能力					
毛利率	29.9%	30.6%	27.3%	27.1%	27.2%
净利率	6.9%	11.3%	9.9%	9.7%	9.5%
ROE	8.5%	16.1%	13.9%	13.8%	13.7%
ROIC	8.2%	15.6%	12.7%	12.7%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	51.9%	52.0%	52.3%	52.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.6	2.6	2.8	2.6	2.6
应收帐款周转率	4.0	4.6	5.3	5.2	5.1
应付帐款周转率	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0
每股资料 (元)					
EPS	0.32	0.61	0.65	0.72	0.79
每股经营现金	0.53	0.99	0.86	0.78	0.82
每股净资产	3.70	3.78	4.66	5.18	5.76
每股股利	0.43	-0.24	0.19	0.22	0.24
估值比率					
PE	34.8	18.0	17.0	15.3	13.9
PB	3.0	2.9	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	26.8	16.1	15.6	14.5	13.5

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。

刘荣：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 年获金牛和 WIND 客观量化最佳分析师评选第一名，2020 年第二名和第四名。

时文博：中央财经大学经济学硕士，2018 年加入招商证券，主要负责光伏设备、锂电设备、油气装备、检测行业、电梯、口腔 CT、工程机械等行业。

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。