



资本货物/工业

康力电梯 (002367)

紫光优蓝定位平台型服务机器人企业 新产品保障快速成长

——公司调研报告

 吕娟 (分析师)	 黄琨 (分析师)	 王浩 (分析师)
021-38676139	021-38674935	0755-23976068
lvjuan@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号 S0880511010047	S0880513080005	S0880513090004

本报告导读:

增资参股紫光优蓝, 进入服务机器人, 打开新的成长空间; 紫光优蓝致力于平台型服务机器人企业, U05 和骨骼机器人等新产品性价比高, 处于爆发式增长元年, 增持。

投资要点:

结论: 公司公告增资参股紫光优蓝 40% 股权, 进入服务机器人, 相比工业机器人, 服务机器人成长性更好, 全球潜在市场空间 30 亿台套; 紫光优蓝技术底蕴深厚, 以软件开发和系统集成为主, 定位平台型服务机器人企业, 即将推出的新产品 U05 和骨骼机器人将助力公司快速成长, 2015 年将成为业绩爆发式增长元年。维持康力电梯 2014-16 年 EPS 为 0.53、0.69、0.90 元不变, 维持目标价 18 元不变, 维持增持评级。

进入服务机器人, 致力开拓公司更大的成长空间: 公司公告增资参股紫光优蓝, 进入服务机器人, 参考个人电脑 (30 年前)、移动电话 (20 年前)、互联网行业 (10 年前) 的发展轨迹, 一旦服务机器人价格高昂、标准化、安全性三个问题得到解决, 未来将得到大规模普及, 理论上全球潜在市场规模超 30 亿台套, 大幅拓宽了公司的成长空间。

紫光优蓝定位平台型服务机器人企业, U05 等新产品保障公司快速成长: 公司主营幼教、商业导购导购服务机器人, 聚焦于智能家居、教育装备、家庭健康三个领域, 除热销的旗舰产品爱乐游(U03), 新开发的 U05 和体外骨骼机器人也将上市, 预计单台售价约 3 万, 远低于国外动辄 20 万元/台售价, 性价比高, 将保障公司快速成长; 公司以软件开发和系统集成为主, 产品的综合集成能力已是国内最高, 核心在于打造服务机器人平台, 而不局限于单个产品和硬件, 致力于提高整个产品的快速集成能力。

公司现金流充裕, 存在继续外延的预期: 截止 2014 年三季度末康力在手近 10 亿现金合理理财产品, 预计截止年底在手现金将在 12 亿左右。

风险因素: 房地产投资大幅下滑、紫光优蓝发展速度低于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,823	2,228	2,855	3,549	4,404
(+/-)%	13.8%	22.2%	28.1%	24.3%	24.1%
经营利润 (EBIT)	195	302	438	578	751
(+/-)%	30.4%	54.8%	45.2%	32.0%	30.0%
净利润	187	278	389	510	666
(+/-)%	23.7%	48.6%	40.1%	31.1%	30.6%
每股净收益 (元)	0.25	0.38	0.53	0.69	0.90
每股股利 (元)	0.26	0.30	0.16	0.21	0.27
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	12.8%	15.8%	17.3%	18.3%	19.0%
净资产收益率 (%)	11.5%	16.1%	18.6%	20.5%	22.2%
投入资本回报率 (%)	30.5%	27.1%	37.4%	42.0%	48.6%
EV/EBITDA	33.1	21.9	15.7	11.9	9.3
市盈率	44.8	30.2	21.5	16.4	12.6
股息率 (%)	2.3%	2.6%	1.4%	1.8%	2.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价: **18.00**

上次预测: 18.00

当前价格: 11.34

2015.01.18

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.76-17.98
总市值 (百万元)	8,376
总股本/流通 A 股 (百万股)	739/457
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量 (百万股)	15.83
日均成交值 (百万元)	178.98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,887
每股净资产	2.55
市净率	4.4
净负债率	-18.96%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.06	0.08
Q2	0.09	0.13
Q3	0.10	0.15
Q4	0.13	0.17
全年	0.38	0.53

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	2	
绝对升	-11%	21%	57%
相对指数	-19%	-17%	10%

相关报告

- 《投资紫光优蓝 快速切入服务机器人市场》 2014.12.17
- 《增长大幅超越行业 期待外延式发展》 2014.10.29
- 《毛利率大幅增加 业绩略超预期》 2014.08.14
- 《受益行业竞争格局分化, 增长持续超越行业》 2014.07.30
- 《业绩再超预期 份额仍将持续提升》 2014.02.28

模型更新时间: 2015.01.15

股票研究

工业
资本货物

康力电梯 (002367)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.00

上次预测: 18.00

当前价格: 11.34

公司网址

www.canny-elevator.com

公司简介

公司专业从事电梯设计、开发、制造、销售、安装和维护等,是国内最大的电梯生产基地之一。

公司产品种类丰富,有乘客电梯、住宅电梯、高速客梯、医用电梯、观光电梯、自动扶梯、倾斜自动人行道等。

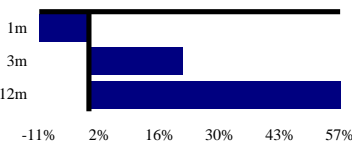
52 周价格范围 5.76-17.98

市值 (百万) 8,376

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表							
营业收入	1,090	1,603	1,823	2,228	2,855	3,549	4,404
营业成本	798	1,228	1,324	1,528	1,932	2,402	2,974
税金及附加	6	8	9	18	17	21	26
营业费用	88	107	156	194	243	284	339
管理费用	77	104	136	178	220	259	308
EBIT	116	149	195	302	438	578	751
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	-12	-17	-23	-18	-14	-12	-11
营业利润	128	167	218	319	451	590	762
所得税	19	28	36	47	70	90	115
少数股东损益	0	0	0	0	0	-1	-1
净利润	120	151	187	278	389	510	666
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,116	1,057	997	641	944	1,134	1,474
其他流动资产	669	850	979	1,440	1,599	1,999	2,461
长期投资	0	0	0	18	9	11	11
固定资产合计	240	397	503	665	817	914	998
无形及其他资产	79	100	167	214	250	292	331
资产合计	2,104	2,403	2,646	2,977	3,620	4,350	5,275
流动负债	827	888	991	1,178	1,471	1,805	2,217
长期负债	13	18	22	50	36	39	40
股东权益	1,263	1,496	1,633	1,749	2,113	2,505	3,018
投入资本(IC)	149	440	639	1,113	1,172	1,375	1,547
现金流量表							
NOPLAT	100	126	163	258	371	491	639
折旧与摊销	20	28	39	51	56	71	84
流动资金增量	(45)	121	33	275	(122)	77	64
资本支出	39	156	106	162	202	161	160
自由现金流	114	432	342	746	507	799	946
经营现金流	194	108	253	329	552	505	689
投资现金流	(105)	(229)	(248)	(475)	(238)	(210)	(208)
融资现金流	796	78	(65)	(210)	(10)	(105)	(142)
现金流净增加额	885	(43)	(60)	(356)	304	190	339
财务指标							
成长性							
收入增长率	32.3%	47.0%	13.8%	22.2%	28.1%	24.3%	24.1%
EBIT 增长率	18.8%	28.6%	30.4%	54.8%	45.2%	32.0%	30.0%
净利润增长率	42.4%	26.1%	23.7%	48.6%	40.1%	31.1%	30.6%
利润率							
毛利率	26.8%	23.4%	27.4%	31.4%	32.3%	32.3%	32.5%
EBIT 率	10.7%	9.3%	10.7%	13.5%	15.3%	16.3%	17.1%
净利润率	11.0%	9.4%	10.3%	12.5%	13.6%	14.4%	15.1%
收益率							
净资产收益率(ROE)	9.5%	10.1%	11.5%	16.1%	18.6%	20.5%	22.2%
总资产收益率(ROA)	5.7%	6.3%	7.1%	9.3%	10.7%	11.7%	12.6%
投入资本回报率(ROIC)	67.1%	28.7%	25.6%	23.2%	31.7%	35.7%	41.3%
运营能力							
存货周转天数	176	147	146	145	143	142	143
应收账款周转天数	44	36	41	41	40	40	40
总资产周转天数	510	513	505	460	422	410	399
净利润现金含量	1.62	0.72	1.35	1.18	1.42	0.99	1.04
资本支出/收入	3.56%	9.76%	5.80%	7.27%	7.07%	4.52%	3.64%
偿债能力							
资产负债率	39.9%	37.7%	38.3%	41.2%	41.6%	42.4%	42.8%
净负债率	-88.3%	-70.6%	-60.8%	-36.6%	-44.6%	-45.2%	-48.8%
估值比率							
PE	15.2	18.9	23.1	15.5	21.5	16.4	12.6
PB	6.6	5.6	5.1	4.9	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	56.9	43.6	33.1	21.9	15.7	11.9	9.3
P/S	7.69	5.23	4.60	3.76	2.94	2.36	1.90
股息率	2.6%	2.6%	2.3%	2.6%	1.4%	1.8%	2.4%

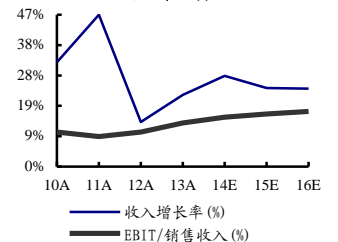
绝对价格回报 (%)



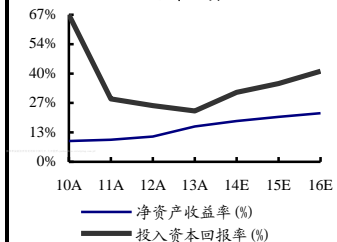
股票绝对涨幅和相对涨幅



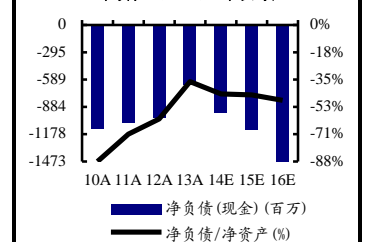
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 增资参股北京紫光优蓝、进军服务机器人领域

康力电梯公告拟以现金方式出资 5330 万元增资参股北京紫光优蓝机器人技术有限公司，作为全球领先的民用服务机器人的研发制造和应用方案提供商，紫光优蓝主营榜样幼教机器人、益智娱乐型机器人、娱乐教育用机器人、导览导购机器人、老人陪护型机器人、主妇伴侣机器人、服务机器人等全线民用型机器人产品，旗舰产品是爱乐游家用智能机器人 (U03)，具备初步的人工智能，是全球首款心智发育型机器人，已向市场推广了 2 年，年销售量上万台套，已成为家用智能机器人的代表，可实现幼儿启智教育、智能家居控制、远程监控、智能信息提醒等多项功能，可作为小朋友的忠实伙伴。在新产品开发方面，公司目前除了与韩国、日本等企业合作开发体外骨骼机器人外，同时正在开发 1.28 米高 U05，主要用于商场和机场的导览导购，国际上仅软银孙正义投资的人形机器人 Pepper 能与之媲美。

图 1: 紫光优蓝小优机器人



数据来源: 紫光优蓝宣传材料

图 2: 软银子公司 Aldebaran 的人形机器人 Pepper



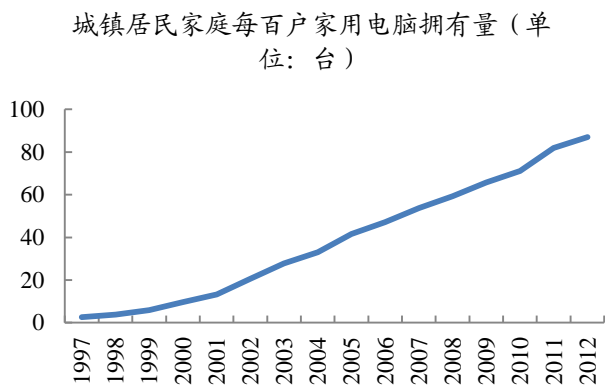
数据来源: 软银 Aldebaran 宣传材料

公司核心技术优势明显，自 2006 年进入智能机器人研发领域以来，分别与清华大学、中科院等顶级技术机构战略合作，在 AI (人工智能)、语音识别、影像伺服技术、3D 智能机器人虚拟人行为模型关键技术、THINKSENSE 脑电波感应式人机交互技术、云计算与人工智能的融合、CAIS 平台开发等方面技术底蕴深厚，处于行业领先地位。

2. 相比工业机器人，服务机器人市场空间更大

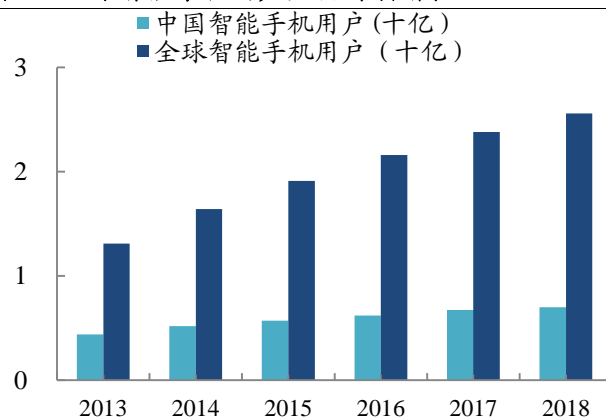
机器人主要分为工业机器人、服务机器人、特种机器人，国内工业机器人企业共有 80 多家，市场竞争日趋激烈，而服务机器人则刚刚起步，以北京紫光优蓝和杭州国自机器人为代表，作为一种消费品，发展空间更大；参考个人电脑 (30 年前)、移动电话 (20 年前)、互联网行业 (10 年前) 的发展轨迹，假定未来服务机器人也得到大规模普及，理论上未来 20 年服务机器人市场规模超 30 亿台套，市场空间远大于工业机器人。

图 3: 近 30 年家用电脑爆发式增长



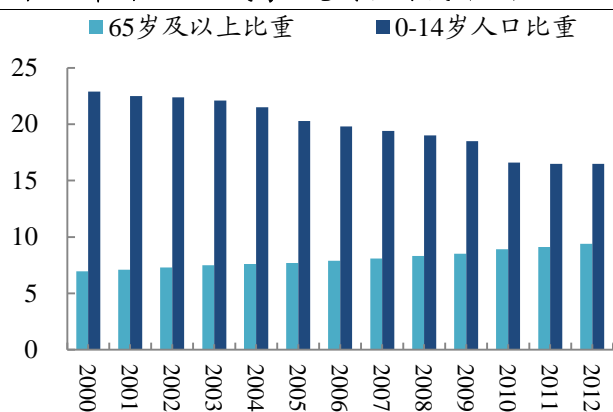
数据来源: 中国宏观经济数据库、国泰君安证券研究

图 4: 全球智能手机用户数仍持续增长



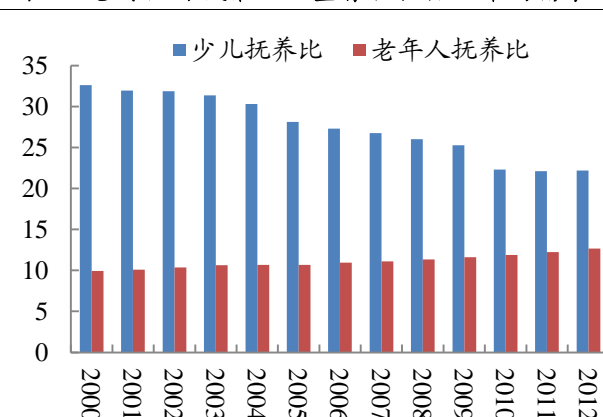
数据来源: eMarketer 报告、国泰君安证券研究

图 5: 中国已经正式跨入老龄化时代 (%)



数据来源: 中国统计年鉴、国泰君安证券研究

图 6: 老龄化时代催生大量骨骼机器人市场需求



数据来源: 中国统计年鉴、国泰君安证券研究

尽管服务机器人发展空间巨大,但目前仍存在的以下几个问题: 1、造价高昂,目前市面上真正的服务机器人价格高达 10 几万人民币/台,像日本的阿西莫,根本就没销售,如果订购的话,预计售价高达上千万元; 2、没有统一的操作系统,难以像个人电脑一样得到大规模推广; 3、安全隐患较大,服务机器人主要服务于人,稍有不慎,可能造成严重人身伤害;一旦以上三个问题得到解决,服务机器人在日常生活中将得到大规模使用。

目前服务机器人大致可以分为三种: 1、动作型机器人,借助人体外骨骼可穿戴设备帮助老年人行走; 2、动脑型机器人,陪护老人; 3、云智能服务机器人,成为智能物流网的核心控制中心,控制家庭窗帘等。服务机器人不能仅仅作为一个机械产品理解,而应该定位成一个服务平台(类似苹果),主要包括以下三个方面: 1、消费者可定制修改软件平台; 2、组件式硬件技术平台; 3、商业平台; 服务于不同场所的机器人,就是不同平台的服务机器人,未来服务机器人市场空间广阔,主要包括: 1、10 万台级的 1.28 米中型机器人市场; 2、不低于 3000 万台套的幼儿园个人市场、3、4000 万商户、3 亿家庭市场(数据来源:紫光优蓝宣传资料)。

3. 紫光优蓝定位于平台型机器人企业,成长潜力巨大

紫光优蓝制定了一主两翼的核心发展战略，聚焦于智能家居、教育装备、家庭健康三个领域，而现有商业模式的核心在于打造服务机器人平台，以软件开发和系统集成为主，而不局限于生产单个产品和硬件，核心是提高整个产品的快速集成能力，目前为止，公司产品的综合集成能力国内最高。

旗下动脑型产品系列主要包括三代，第一代是 40cm 的爱乐游(U03)，低龄小孩可以直接操控；第二代是集成了智能家居模组的 U03S，小孩需要在家长陪同下操作；第三代是 1.28 米的 U05 系列，主要应用于商场和餐馆的导购导览，预计 U05 单台售价约 3 万，相比于现在国外动辄 20 万元/台的售价，性价比很高，市场前景值得期待；此外，公司也计划开发体外骨骼机器人，主要服务于脑瘫、年老、残疾等人群，致力于解决人类痛苦，这与动脑型服务机器人带给人类快乐相反，初步预计单台售价大概在 2-3 万元，潜在空间同样巨大。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		