

资本货物/工业

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 11.40

当前价格: 8.39

2019.09.16

广日股份 (600894)

困境反转, 日立电梯盈利大幅增长

——广日股份首次覆盖报告

	李煜 (分析师)	黄琨 (分析师)
	010-83939810	021-38674935
	liyu015772@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880517100001	S0880513080005

本报告导读:

日立电梯盈利大幅增长, 投资收益带动公司业绩显著回升。公司市占率提升, 受益电梯行业回暖、旧改加装电梯政策催化。

投资要点:

结论: 日立电梯盈利大幅增长, 投资收益带动公司业绩显著回升。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.63、0.70、0.73 元, 考虑公司未来业绩增速, 给予目标价 11.4 元, 对应 2019 年 18 倍 PE, 增持。

日立电梯盈利大幅增长, 公司关联交易增速由 3.5% 上调至 20%。 ① 公司持股日立电梯 30% 股权, 2019H1 日立电梯贡献的投资收益为 2.38 亿元, 占公司扣非净利润高达 93%; 公司主业扣非净利率不到 1%。② 受益行业需求回暖、公司成本管控, 日立电梯净利率显著回升至 2015 年水平。

2019H1 日立电梯收入同比增长 28%, 净利润同比增长 151%; 净利率由 2018 年的 6.7% 回升至 2019H1 的 9.3%。③ 公司为日立电梯提供零配件, 公司对日立电梯 2019 年关联交易增速由 3.5% 上调至 20%。印证日立电梯的收入高增长, 投资收益大幅提振公司业绩。

公司市占率提升, 受益电梯行业回暖、旧改加装电梯政策催化。 ① 从日立看中国, 维保、更新改造需求逐步释放。日立全球电梯业务, 中国收入占比 53%, 2018 年日立在中国电梯的新装订单的市场占比第一。② 公司电梯市占率提升, 价格有望企稳。提升市占率是公司经营目标, 公司 2018 年电梯销量增速 30%, 随着行业需求企稳, 预计价格企稳。③ 电梯行业触底回暖, 更新需求有望接力地产, 加装电梯迎政策催化。老旧小区加装电梯 200 万台潜在需求, 旧城改造政策补贴加码, 有望快速放量。

催化剂: 旧改加装电梯政策。

风险提升: 地产新开工大幅下滑、行业竞争加剧、投资收益下滑风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,809	5,463	6,234	6,712	7,077
(+/-)%	2%	14%	14%	8%	5%
经营利润 (EBIT)	128	20	58	86	93
(+/-)%	-67%	-84%	187%	48%	8%
净利润 (归母)	398	134	546	599	627
(+/-)%	-63%	-66%	307%	10%	5%
每股净收益 (元)	0.46	0.16	0.63	0.70	0.73
每股股利 (元)	0.14	0.05	0.19	0.21	0.22

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	2.7%	0.4%	0.9%	1.3%	1.3%
净资产收益率 (%)	5.8%	1.9%	7.4%	7.7%	7.7%
投入资本回报率 (%)	2.8%	0.4%	1.3%	2.0%	2.2%
EV/EBITDA	23.54	16.69	24.14	18.14	14.71
市盈率	18.30	54.39	13.36	12.17	11.64
股息率 (%)	1.7%	0.6%	2.3%	2.5%	2.6%

交易数据

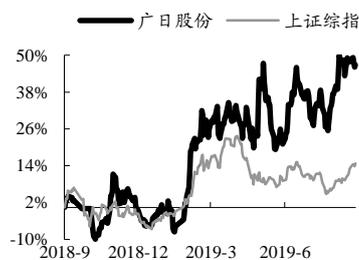
52 周内股价区间 (元)	4.90-8.88
总市值 (百万元)	7,215
总股本/流通 A 股 (百万股)	860/860
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6.25
日均成交值 (百万元)	49.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,554
每股净资产	8.78
市净率	1.0
净负债率	-29.96%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.02	0.15
Q2	0.14	0.18
Q3	0.14	0.18
Q4	-0.15	0.12
全年	0.16	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	19%	43%
相对指数	3%	15%	30%

模型更新时间: 2019.09.16

股票研究

工业
资本货物

广日股份 (600894)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 11.40

当前价格: 8.39

2019.09.16

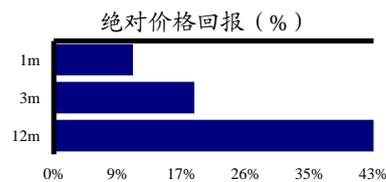
公司网址

www.guangrif.com

公司简介

公司是国内电梯制造历史最悠久的企业之一,以电梯业务为核心,向上下游产业链延伸。

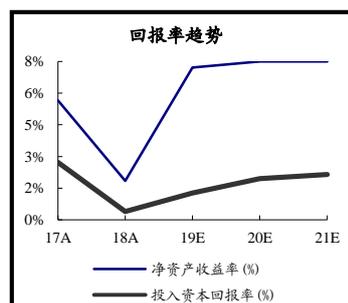
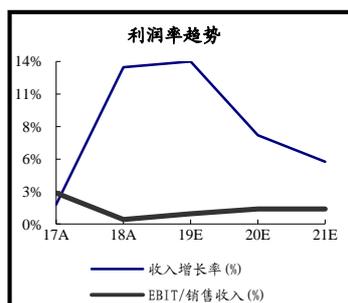
公司经过近四十年的发展,形成了以电梯整机制造、电梯零部件生产及物流服务三大业务板块为主的产业一体化经营格局,并引入国际化高端合作项目向相关产业领域拓展,成为科技研发实力和市场竞争能力突出的大型企业集团。



52周价格范围 4.90-8.88
市值(百万) 7,215

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	4,809	5,463	6,234	6,712	7,077
营业成本	3,930	4,664	5,340	5,746	6,057
税金及附加	30	28	31	34	35
销售费用	164	166	175	181	191
管理费用	365	385	393	416	439
EBIT	128	20	58	86	93
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	308	294	499	524	539
财务费用	-28	-27	-38	-50	-58
营业利润	439	134	620	685	715
所得税	32	19	66	76	78
少数股东损益	19	4	19	19	21
归母净利润	398	134	546	599	627
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,329	2,458	3,048	3,569	4,157
其他流动资产	1,899	2,299	2,351	2,544	2,675
长期投资	2,632	2,829	2,829	2,829	2,829
固定资产合计	1,250	1,219	1,145	1,059	973
无形及其他资产	1,089	874	860	847	833
资产合计	9,199	9,678	10,232	10,848	11,467
流动负债	2,140	2,505	2,655	2,833	2,995
非流动负债	29	24	24	24	24
股东权益	7,029	7,150	7,554	7,991	8,448
投入资本(IC)	4,262	4,347	4,016	3,931	3,801
现金流量表					
NOPLAT	119	18	52	77	83
折旧与摊销	117	122	118	119	120
流动资金增量	90	142	-243	15	-30
资本支出	-102	-131	-20	-10	-10
自由现金流	223	151	-94	200	163
经营现金流	425	274	420	189	248
投资现金流	30	-108	479	514	529
融资现金流	-727	-39	-309	-181	-190
现金流净增加额	-272	126	589	522	588
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.7%	13.6%	14.1%	7.7%	5.4%
EBIT 增长率	-67.2%	-84.1%	187.5%	48.1%	7.8%
净利润增长率	-62.7%	-66.4%	307.1%	9.8%	4.6%
利润率					
毛利率	18.3%	14.6%	14.3%	14.4%	14.4%
EBIT 率	2.7%	0.4%	0.9%	1.3%	1.3%
归母净利润率	8.3%	2.5%	8.8%	8.9%	8.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.8%	1.9%	7.4%	7.7%	7.7%
总资产收益率(ROA)	4.3%	1.4%	5.3%	5.5%	5.5%
投入资本回报率(ROIC)	2.8%	0.4%	1.3%	2.0%	2.2%
运营能力					
存货周转天数	59	68	65	66	65
应收账款周转天数	73	72	72	72	72
总资产周转天数	712	631	583	573	575
净利润现金含量	106.6%	204.3%	76.9%	31.6%	39.6%
资本支出/收入	2.1%	2.4%	0.3%	0.1%	0.1%
偿债能力					
资产负债率	23.6%	26.1%	26.2%	26.3%	26.3%
净负债率	-33.5%	-33.3%	-41.6%	-46.0%	-50.8%
估值比率					
PE(现价)	18.30	54.39	13.36	12.17	11.64
PB	1.18	0.67	0.99	0.94	0.89
EV/EBITDA	23.54	16.69	24.14	18.14	14.71
P/S	1.52	1.33	1.17	1.09	1.03
股息率	1.7%	0.6%	2.3%	2.5%	2.6%



目录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 广日股份：日立电梯（中国）盈利大幅好转.....	4
2.1. 广日股份主业扣非利润率 0.6%.....	4
2.2. 日立电梯（中国）净利率显著回升至 2015 年水平.....	5
2.3. 广日股份盈利主要来源于投资收益增长.....	5
3. 与日立电梯的关联交易，上调增速至 20%.....	6
4. 日立电梯：从日本到中国，深耕亚太市场.....	8
4.1. 日立电梯：来自中国的收入占比高达 53%.....	8
4.2. 中国市场占据全球 50% 以上的份额.....	8
5. 广日股份：电梯市占率提升，零部件毛利率走低.....	9
5.1. 广日股份为日立电梯供应零部件.....	9
5.2. 广日股份 2018 年销量增幅 30%，市占率回升.....	11
6. 盈利初见回升，电梯行业回暖明显.....	11
6.1. 电梯上市公司盈利初见回升.....	11
6.2. 新开工分化：短期三四线电梯销量增速高于一二线.....	12
6.3. 电梯：1-7 月统计局电梯累计产量高达 64 万台.....	13
6.4. 降价趋势收敛，电梯行业趋稳.....	14
7. 盈利预测与估值.....	14
8. 风险因素.....	16
8.1. 地产新开工大幅下滑风险.....	16
8.2. 行业竞争加剧风险.....	16
8.3. 投资收益下滑风险.....	16

1. 核心投资逻辑

结论: 日立电梯盈利大幅增长, 投资收益带动公司业绩显著回升。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.63、0.70、0.73 元, 考虑公司未来业绩增速, 给予目标价 11.4 元, 对应 2019 年 18 倍 PE, 增持。

日立电梯盈利大幅增长, 公司关联交易增速由 3.5% 上调至 20%。 ① 公司持股日立电梯 30% 股权, 2019H1 日立电梯贡献的投资收益为 2.38 亿元, 占公司扣非净利润高达 93%; 公司主业扣非净利率不到 1%。② 受益行业需求回暖、公司成本管控, 日立电梯净利率显著回升至 2015 年水平。2019H1 日立电梯收入同比增长 28%, 净利润同比增长 151%; 净利率由 2018 年的 6.7% 回升至 2019H1 的 9.3%。③ 公司为日立电梯提供零配件, 公司对日立电梯 2019 年关联交易增速由 3.5% 上调至 20%。印证日立电梯的收入高增长, 投资收益大幅提振公司业绩。

公司市占率提升, 受益电梯行业回暖、旧改加装电梯政策催化。 ① 从日立看中国, 维保、更新改造需求逐步释放。日立全球电梯业务, 中国收入占比 53%, 2018 年日立在中国电梯的新装订单的市场占比第一。② 公司电梯市占率提升, 价格有望企稳。提升市占率是公司经营目标, 公司 2018 年电梯销量增速 30%, 随着行业需求企稳, 预计价格企稳。③ 电梯行业触底回暖, 更新需求有望接力地产, 加装电梯迎政策催化。老旧小区加装电梯 200 万台潜在需求, 旧城改造政策补贴加码, 有望快速放量。

催化剂: 旧改加装电梯政策。

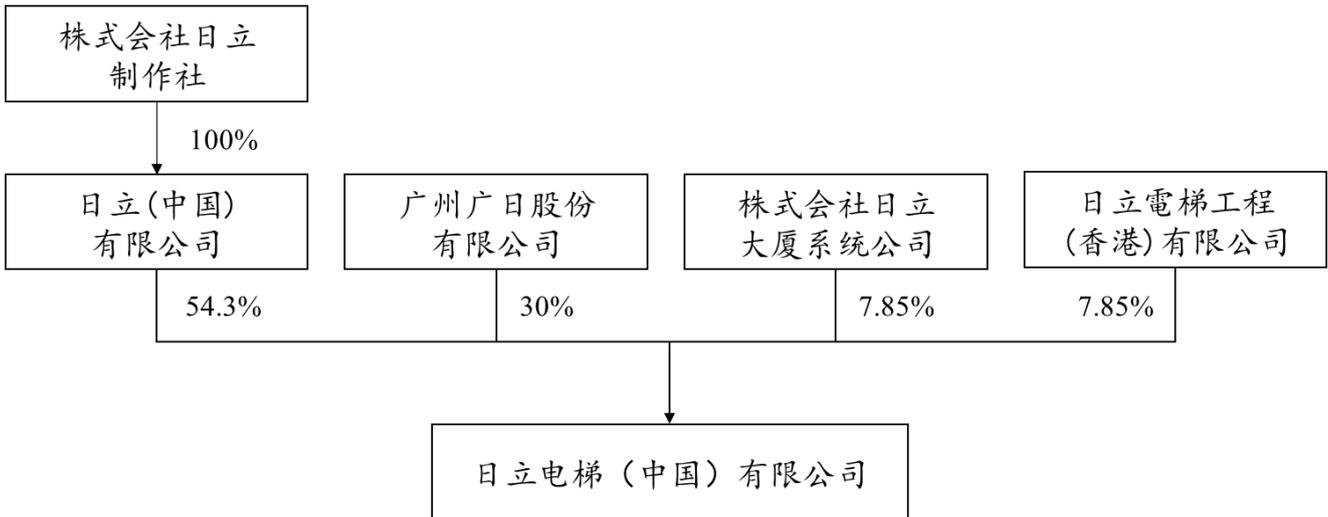
风险提升: 地产新开工大幅下滑、行业竞争加剧、投资收益下滑风险。

2. 广日股份: 日立电梯 (中国) 盈利大幅好转

2.1. 广日股份主业扣非利润率 0.6%

广日股份中报业绩好于预期, 日立电梯盈利高增长。广日股份 2019 年中报收入 27.9 亿元, 同比增长 12.6%; 归母净利润 2.56 亿元, 同比增长 172%。广日股份盈利增长主要来源于日立电梯投资收益, 广日股份主业扣非净利润率平均在 0.6% 左右。(2018 年计提了新筑股份减值 1.87 亿元、松兴电气商誉减值 0.59 亿元; 如果不考虑减值, 主业扣非净利率仍为 0.5%)

图 1: 广日股份持有日立电梯 (中国) 30% 股权



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 日立电梯 (中国) 净利率显著回升至 2015 年水平

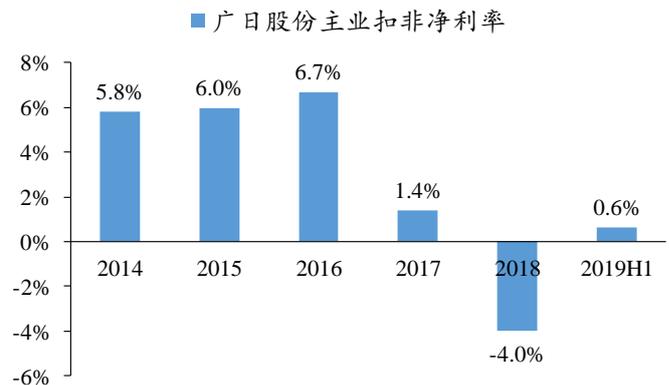
日立电梯盈利能力出现大幅提升, 净利率回到 2015 年的水平。2017-18 年, 日立电梯净利率下降较大, 收入维持 190 亿左右, 净利率从 2016 年 9.5% 下降至 2018 年的 6.7%。但日立电梯从 2018 年下半年明显好转, 2018H1 日立电梯净利润 4.23 亿元, 对应净利率 4.7%; 2018H2 净利润 8.87 亿元, 对应净利率 8.4%; 2019H1 日立电梯收入增长 28%, 净利润达到 10.6 亿元, 同比增长 151%, 净利率回升到 9.3%, 相当于 2015 年的水平。

图 2: 2019 年日立电梯盈利大幅好转



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 广日股份主业扣非净利率处于较低水平



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (广日股份主业扣非净利润=扣非净利润-联营公司投资收益)

2.3. 广日股份盈利主要来源于投资收益增长

广日股份近年业绩主要来源于日立电梯投资收益。2019H1 日立电梯贡献的投资收益为 2.38 亿元, 占公司扣非净利润高达 93%。日立电梯 2019 年收入与净利润出现大幅增长。

表 1: 广日股份近年主要业绩贡献来自日立电梯的投资收益 (单位: 百万元)

公司名称	持股比例	投资收益
------	------	------

		2016	2017	2018	2019H1	
日立电梯(中国)有限公司	30%	406.78	287.45	270.79	238.52	生产销售电梯
广州恩华特环境技术有限公司	35%	0.30	-0.27	0.40	0.20	环境保护设备制造
小计		407.1	287.2	271.2	238.7	
扣非归母净利润		722.6	353.9	53.5	256.4	
占比		56.3%	81.1%	506.9%	93.1%	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

受益日立电梯净利润高增长, 广日股份投资收益逐季好转, 2019Q1 以来明显提升。广日股份持有的联营公司包括日立电梯(中国)和广州恩华特, 投资收益大部分来自日立电梯。因此, 广日股份 2019Q1 来自日立电梯的投资收益 1.13 亿元, 同比大幅增长 285%。2019H1 投资收益 2.39 亿元, 同比增长 170%; 而 2018 年全年投资收益 2.71 亿元, 因此, 日立电梯的盈利大幅回升, 将带动广日股份投资收益大幅回升。

表 2: 2018 年之前, 日立电梯净利率不如上海三菱 (亿元)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
上海三菱电梯有限公司	营业收入	165.0	173.5	176.1	180.5	185.2	200.7
	净利润	18.7	19.5	19.7	19.8	19.9	17.6
	净利率	11.4%	11.3%	11.2%	11.0%	10.7%	8.8%
日立电梯(中国)有限公司	营业收入	169.5	190.0	191.3	190.0	183.7	194.7
	净利润	14.0	17.0	17.8	18.0	12.7	13.1
	净利率	8.3%	9.0%	9.3%	9.5%	6.9%	6.7%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 3: 2019H1, 日立电梯盈利能力回到 2015 年的水平, 显著高于三菱电梯 (亿元)

		2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H	2019H1
上海三菱电梯有限公司	营业收入	84.1	86.1	87.8	91.4	96.7	101.5
	净利润	8.3	8.5	8.6	8.7	8.8	6.8
	净利率	9.8%	9.9%	9.8%	9.5%	9.1%	6.7%
日立电梯(中国)有限公司	营业收入			85.4	87.5	89.4	114.6
	净利润			7.5	6.8	4.2	10.6
	净利率			8.8%	7.8%	4.7%	9.3%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 与日立电梯的关联交易, 上调增速至 20%

日立电梯销售产品的关联交易金额, 增速由 3.5% 上调至 20.0%。公司历史上与日立电梯发生关联交易, 包括购买原材料、接受劳务、销售产品、提供劳务, 其中销售产品、提供劳务, 对应关联交易的收入; 购买原材料、接受劳务, 对应关联交易的支出。公司 2019 年 4 月 26 日, 披露了调整 2019 年日常关联交易预计金额的公告, 与日立电梯(中国)及其控制的企业, 2018 年实际发生的关联交易(销售产品+提供劳务)金额为 29.0 亿元, 超过此前的预计 26.1 亿元, 超额 11.3%, 其中销售产品的金额超额 15.9%。而对 2019 年的关联交易预计, 则从 31.3 亿元上调至 35.4 亿元, 相对 2018 年实际金额相比, 增幅由 7.8% 上调至 22.1%; 而销售产品金额增速则由 3.5% 上调至 20%。

广日股份对日立电梯的销售产品关联交易金额，2019H1 的同比增速高达 29.6%。根据广日股份 2019 年中报披露，2019 年 1-6 月，与日立电梯的销售产品品的关联交易金额为 15.06 亿元，提供劳务为 2.44 亿元，合计 18.5 亿元。其中销售产品金额的同比增速为 29.6%。

结合 2019 年的关联交易金额增速上调，以及目前中报的管理交易金额高增速，我们认为，日立电梯在 2019 年的收入增速，将维持较高水平。

表 4: 广日股份上调全年对日立电梯销售产品的关联交易金额，增幅由 3.5%上调至 20% (单位: 百万元)

	实际		预计		销售产品 执行率	销售产品 同比增速
	销售产品	提供劳务	销售产品	提供劳务		
2014	2,042.9	423.4	3,000.0	600.0	68.1%	
2015	2,270.5	432.5	4,500.0	900.0	50.5%	11.1%
2016	2,094.2	409.4	3,500.0	600.0	59.8%	-7.8%
2017	1,794.4	380.2	4,500.0	800.0	39.9%	-14.3%
2018	2,496.8	407.4	2,153.3	456.3	115.9%	39.1%
2019			2,584.0	547.6		3.5%
2019*			2,997.0	547.6		20.0%

	销售产品	提供劳务	销售产品 占全年比重	销售产品 同比增速
2014H1	907.4	0.0	44.4%	
2015H1	1,024.4	175.9	45.1%	12.9%
2016H1	923.8	184.0	44.1%	-9.8%
2017H1	1,008.2	174.1	56.2%	9.1%
2018H1	1,162.4	160.6	46.6%	15.3%
2019H1	1,506.3	244.4		29.6%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究 (*表示上调后的关联交易金额)

根据我们对广日股份关联交易预计的历史公告梳理，公司每隔两年给出未来两年的关联交易金额预计，比如 2018 年 4 月，给出 2018、2019 年的预计。从历史上看，关联交易的金额预计并不准确，最终实际的销售产品金额占此前预计的金额，仅仅为 50%-70%之间，2017 年甚至滑落到 40%。考虑上半年的收入往往占全年的 45%左右，而 2019 年 4 月重新修正关联交易预计，以及 2018 年超额完成、2019 年上半年的关联交易金额高增速来看，我们认为，广日股份对日立电梯 2019 年的销售产品的关联交易金额预计，大概率会完成。

表 5: 广日股份的日立电梯 2019 年关联交易金额预计，大概率完成

日期	公告内容
2019/4/26	确认 2018 实际完成情况，上调 2019 年关联交易金额预计
2018/4/28	确认 2016、2017 实际完成情况，给出 2018、2019 年预计
2016/4/8	确认 2014、2015 实际完成情况，给出 2016、2017 年预计
2014/3/26	确认 2012、2013 实际完成情况，给出 2014、2015 年预计

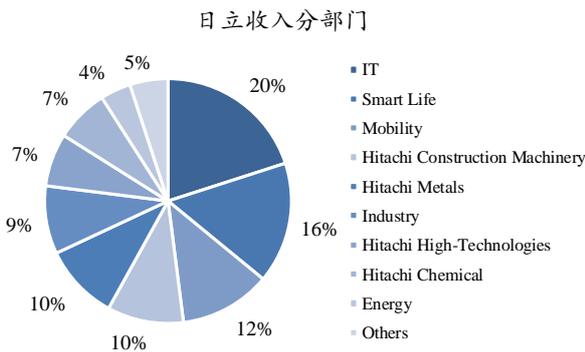
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4. 日立电梯：从日本到中国，深耕亚太市场

4.1. 日立电梯：来自中国的收入占比高达 53%

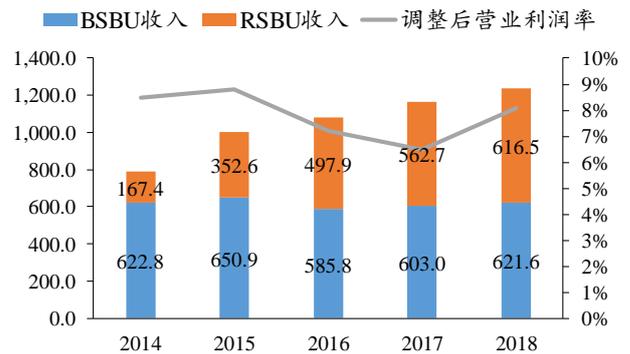
日立公司 2018 年收入 9.37 万亿日元（约合 5,594 亿元人民币，2018 年汇率），其中 Mobility 业务占比 12%，是日立第三大部门，5 年复合增长率 11.9%。Mobility 业务分为 Railway Systems (RSBU) 和 Building Systems (BSBU)，二者业务收入规模相当。Building Systems 业务即为日立的电梯业务 (Elevator & Escalator, E&E)，近年来收入较为稳定。2018 年 BSBU 收入 6,216 亿日元（约合 374 亿元），EBIT 比率 8.7%。

图 4: Mobility 部门收入占日立公司 12%



数据来源: Hitachi, 国泰君安证券研究

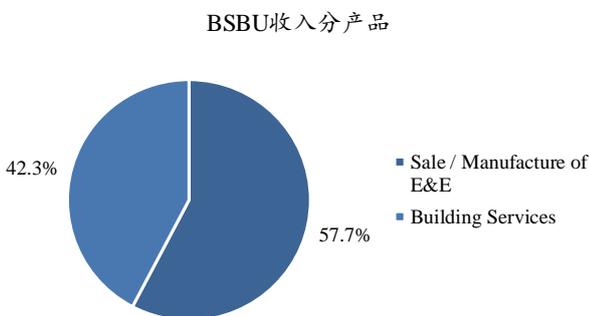
图 5: BSBU 部门即为日立电梯业务 (十亿日元)



数据来源: Hitachi, 国泰君安证券研究

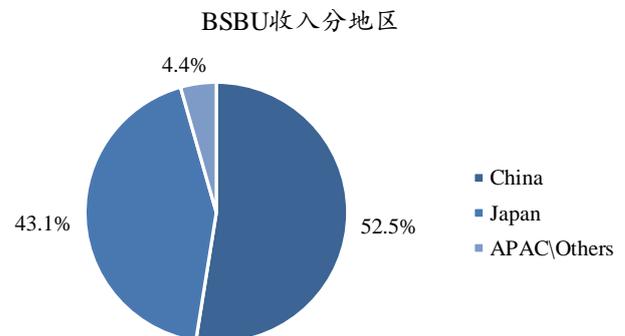
日立电梯维保等业务占比高达 42%，中国区收入占比 53%。从日立电梯产品结构分布来看，BSBU 新梯销售占比 57.7%，主要为直梯、扶梯、人行步道。服务收入占比 42.3%，包括更新改造、维保服务等。从全球市场格局来看，中国收入占比 52.5%，日本收入占比 43.1%，亚太及其他地区占比 4.4%。（注：按照 2018 年日立电梯（中国）收入 194.7 亿元，占比约为 BSBU 52%，基本拟合。）

图 6: BSBU 新梯销售占比为 57.7%



数据来源: Hitachi, 国泰君安证券研究

图 7: BSBU 来自中国的收入占比高达 52.5%



数据来源: Hitachi, 国泰君安证券研究

4.2. 中国市场占据全球 50% 以上的份额

日立对全球市场的新梯销量的测算中：

(1) 中国：2019 年新梯销量 55.6 万台，同比增长 5.5%。中国新梯销售市场仍然占据全球 50% 以上，但随着地产的中长期回落，从 2020-21 年

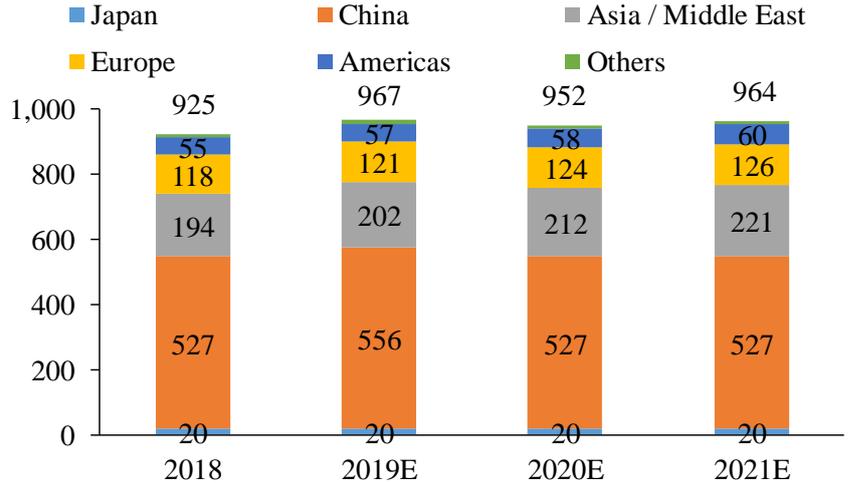
预测来看,中国的市场将维持 52.7 万台;未来维保、更新的需求将逐步释放。

(2) 日本:新梯需求维持 2 万台,更新改造需求增加。(与三菱判断一致,详情请参考上海机电首次覆盖报告)

(3) 亚洲/中东地区:新梯需求复合增速在 4.4%。

根据日立的表述,2018 年日立在中国电梯的新装订单的市场占比为第一;交付了全球最快的电梯 1,260 米/分。

图 8: 中国新梯市场仍占据全球 50%以上 (千台)



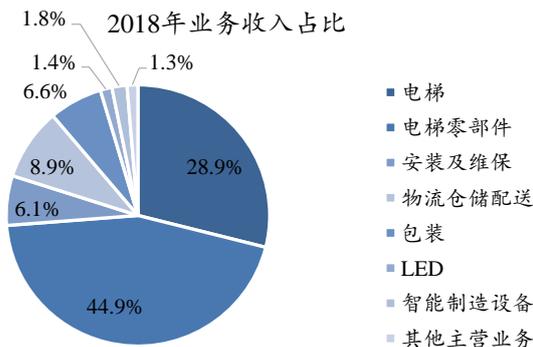
数据来源: Hitachi、国泰君安证券研究

5. 广日股份: 电梯市占率提升, 零部件毛利率走低

5.1. 广日股份为日立电梯供应零部件

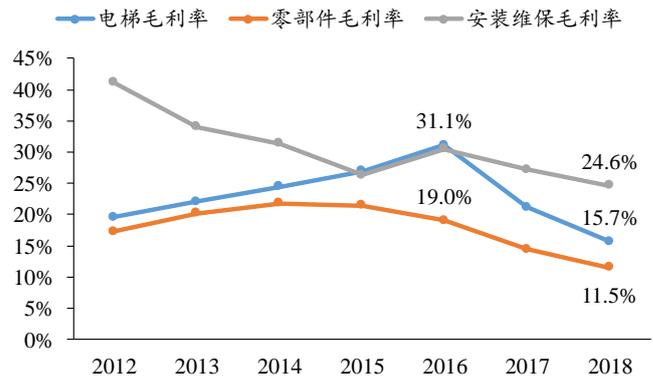
广日股份零部件业务主要供应日立电梯,主体为子公司广日电气,受原材料价格上涨影响,毛利率持续下行。广日股份 2018 年收入 54.6 亿元,同比增长 13.6%;归母净利润 1.34 亿元,同比下降 66%;扣非归母净利润 0.53 亿元,同比下降 85%。2019 年以来公司盈利底部反转,日立电梯投资收益显著提升。公司电梯业务收入占比 28.9%,电梯零部件业务收入占比 44.9%,安装及维保业务收入占比 6.1%。

图 9: 广日股份收入来源于电梯行业



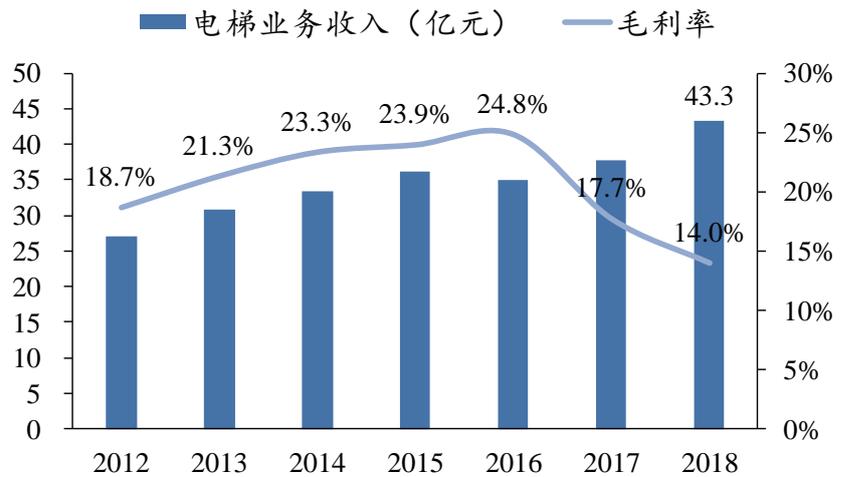
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 10: 近年广日股份电梯行业毛利率大幅下降



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 11: 广日股份电梯行业收入毛利率下降至 14.4%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究 (电梯业务=电梯+电梯零部件+安装及维保, 收入、毛利率为电梯业务计算得到)

广日股份的电梯零部件生产和物流服务业务的主要客户为日立电梯(中国)有限公司、日立电梯(上海)有限公司及日立楼宇设备制造(天津)有限公司(以下合称“日立电梯”)。

- (1) 电梯整机制造业务: 广日电梯、广日工程、广日智能停车。
- (2) 电梯零部件生产业务: 广日电气、广州塞维拉。
- (3) 物流服务: 广日物流。
- (4) 对外投资: 日立电梯(中国)、日立电梯(上海)、日立楼宇设备制造(天津)、西屋屏蔽门(广州)、恩华特(广州)。

广日股份下属的从事电梯整机制造相关业务的子公司有三家, 分别是广日电梯、广日工程和广日智能停车。广日电梯主要从事电梯整机的制造业务; 广日工程主要从事电梯安装、维修、保养及改造业务; 广日智能停车主要从事机械式立体车库的制造业务。

广日股份电梯零部件生产业务涵盖广日电气、广州塞维拉、成都塞维拉等三家子公司。

表 6: 公司主要子公司的业务板块分类 (单位: 百万元)

公司名称	持股比例			2016	2017	2018	备注
	直接	间接					
电梯整机制造业务							
广州广日电梯工业有限公司	100%		营业收入	1,585.5	1,531.5	1,865.7	电梯、立体停车库的制造、销售、安装和维修
			净利润	455.4	63.1	16.4	
电梯零部件生产业务							
广州广日电气设备有限公司	60%	40%	营业收入	1,371.8		1,281.3	制造、加工起重运输设备零配件, LED 照明、汽车照明
			净利润	115.9		20.5	
广州塞维拉电梯轨道系统有限公司	50%		营业收入	407.7	530.6	621.3	导轨制造
			净利润	29.8	15.0	16.4	

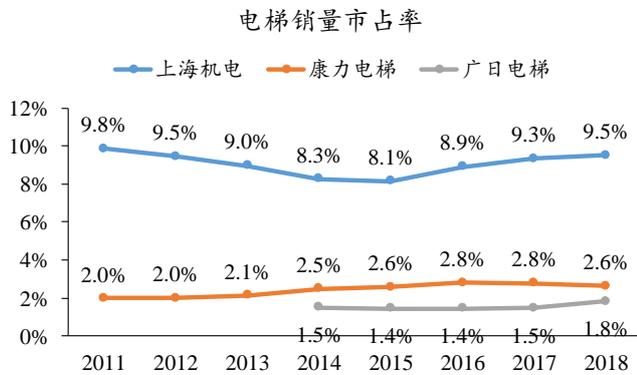
公司名称	持股比例	业务占比	营业收入	净利润	业务描述
成都塞维拉电梯轨道系统有限公司	49%	1%	12.4	-1.0	研发、生产、销售建筑五金件; 电梯导轨及附件等
制造					
广州松兴电气股份有限公司	40%		112.7	22.7	智能化焊接装备的研发、制造、销售和服务。
西屋月台屏蔽门(广州)有限公司	85%		82.1	-12.7	屏蔽门系统的设计、生产制造、项目管理和维保
物流					
广日物流(昆山)有限公司		98%	172.9	11.1	运输、仓储、包装、配送、流通加工、商贸物流等
成都广日物流有限公司		95%	0.8	0.6	货物运输、仓储、包装、分拣配送、装卸搬运等
广州广日物流有限公司	75%	20%	914.3	56.1	运输、仓储、装卸和货物配送

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

5.2. 广日股份 2018 年销量增幅 30%，市占率回升

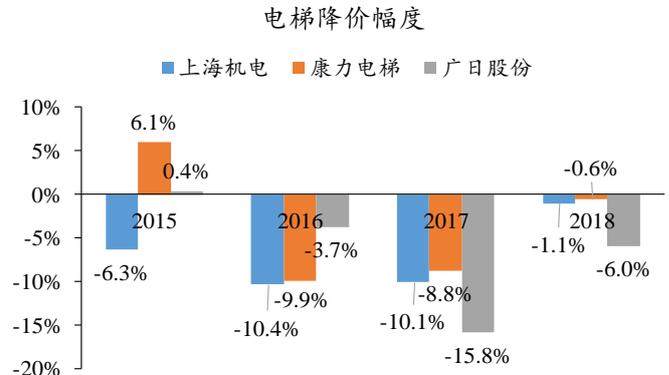
广日股份通过降低价格，提升市占率。广日股份 2016 年价格下降幅度相对上海机电、康力电梯较小；而在 2017、2018 年价格下降幅度较大，分别下降 15.8%、6%，降幅高于前二者。2018 年，广日股份销量 1.54 万台，同比增幅高达 30%；市占率相对 2015 年上升 0.3 个百分点至 1.8%。

图 12: 广日股份市场份额略有提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 13: 广日股份近两年价格降幅较大



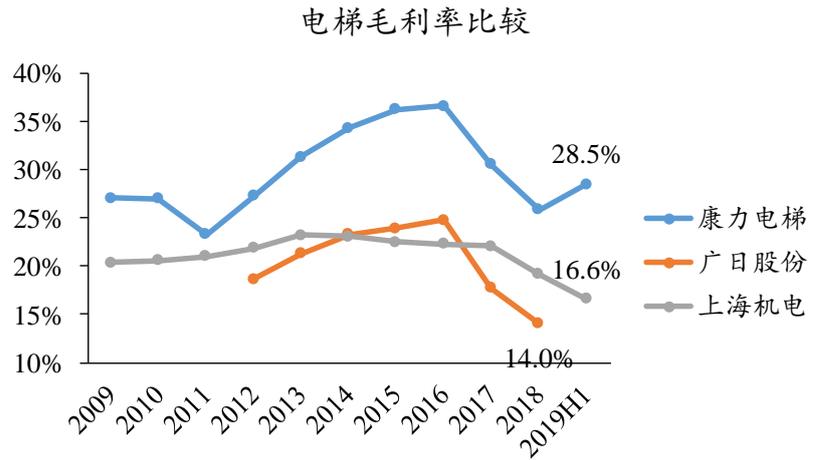
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6. 盈利初见回升，电梯行业回暖明显

6.1. 电梯上市公司盈利初见回升

根据我们对三家电梯公司的梳理，2019 年半年报中，康力电梯毛利率略有提升，同比上升 2.2 个百分点；而上海机电同比下降 3.6 个百分点；广日股份虽然没有披露具体的电梯业务毛利率，但考虑到综合毛利率同比下降 0.19 个百分点，推测 2019H1 广日股份电梯毛利率改善不大。

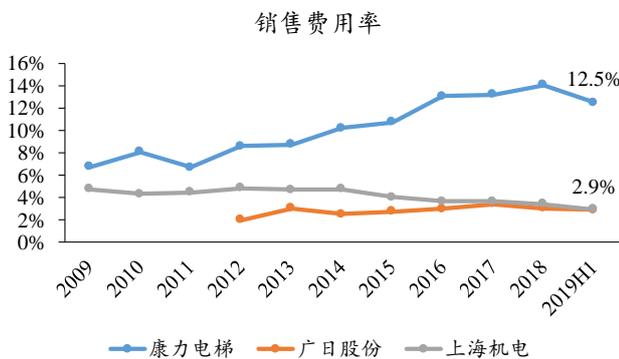
图 14: 电梯公司毛利率仍处于低位, 仅康力电梯出现回升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

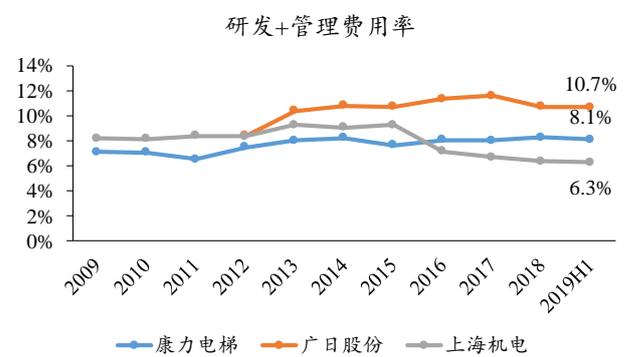
从期间费用率的角度, 近几年三家电梯公司的销售费用率均出现下降。康力电梯、广日股份、上海机电的销售费用率分别从 2017 年的 13.2%、3.4%、3.6% 下降至 2019H1 的 12.5%、2.9%、2.9%。研发费用与管理费用率方面, 除康力电梯不明显外, 广日股份、上海机电的研发与管理费用率分别从 2017 年的 11.6%、6.7% 下降至 2019H1 的 10.7%、6.3%。

图 15: 2019H1 销售费用率均出现下降



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 16: 研发费用与管理费用率相对稳定

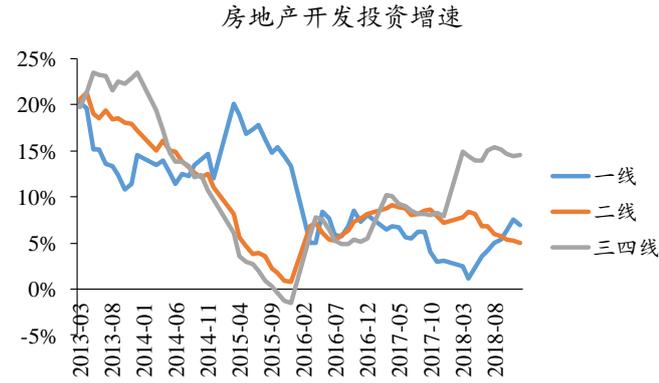


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6.2. 新开工分化: 短期三四线电梯销量增速高于一二线

2018 年以来的数据显示, 一二线城市的房地产开发投资增速、新开工面积增速均弱于三四线城市。考虑不同电梯品牌的销售差异, 国内本土品牌具有更好的性价比, 三四线城市将为国内本土品牌电梯企业带来更多的机会。从电梯销量上来看, 可能国产电梯品牌企业在近两年的销售增速会略高于外资电梯品牌。

图 17: 本轮复苏, 三四线城市开发投资增速居前



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 18: 本轮复苏, 三四线城市新开工面积增速居前



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

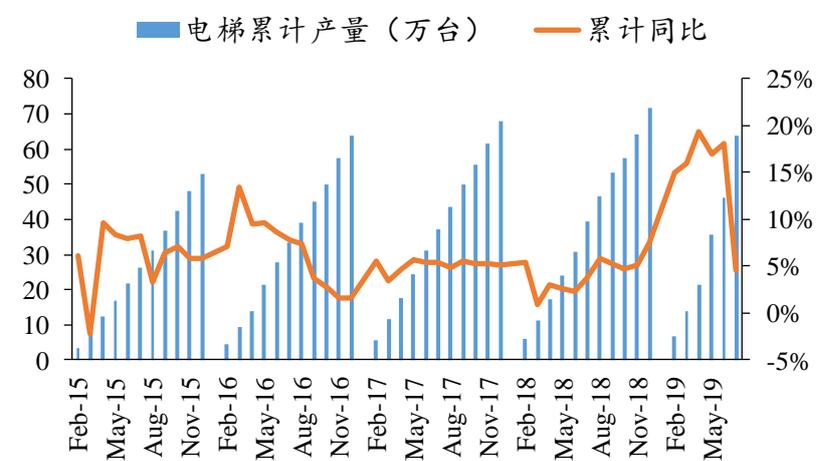
6.3. 电梯: 1-7 月统计局电梯累计产量高达 64 万台

根据国家统计局数据, 2019 年 1-7 月, 电梯累计产量 64 万台, 同比增长 4.6%; 7 月单月产量 11.7 万台, 同比增长 11.4%。而 2018 年电梯产量 71.9 万台, 同比增长 7.5%; 2019 年 1-6 月份累计产量 46.3 万台, 同比增长 18.3%, 2015 年以来首次持续维持两位数以上增长。

我们认为, 行业产量数字仍然乐观。统计局 7 月数据较为费解, 7 月累计产量增速 4.6%, 而 6 月累计产量 18.1%, 7 月单月产量同比 11.4%; 7 月累计产量增速理应至少在 11% 以上。考虑到 2018 年全年产量为 71.9 万台, 7 月累计 64 万台是非常高的数字。由于统计局统计的口径是规模以上的企业, 我们推测是月度统计样本的变化, 导致累计同比数字较低, 行业产量数字仍然乐观。

【注: 由于统计口径为规模以上工业企业 (即年主营业务收入在 2000 万元以上), 统计局月度产量数据的口径与协会不一致。另外, 统计局每年规模以上的企业是不一样的, 因此每年口径范围也不一致; 统计局发布的工业指标同比增速, 用的是今年的当期数除以今年上报的上年同期数。】

图 19: 统计局数据, 7 月累计电梯产量高达 64 万台



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

6.4. 降价趋势收敛，电梯行业趋稳

2018 年以来，电梯行业上市公司降价趋势收敛。各家公司 2016 年以来电梯价格降幅明显，尤其直梯降幅大于扶梯降幅。但在 2018 年，电梯价格降幅明显收敛，行业有触底迹象。

上海机电 2016、2017 年平均价格降幅在 10%，而 2018 年价格降幅 1.1%，降幅明显收敛。其他公司如康力电梯、广日股份等降幅也明显收敛。根据通力电梯 2019 年中报的表述，通力电梯认为中国市场仍然竞争激烈，但价格保持平稳。预计 2019 年将是价格相对平稳的一年。

表 7: 2018 年以来，上市公司电梯价格降幅收敛

	上海机电	康力电梯	广日电梯	江南嘉捷	梅轮电梯	快意电梯	远大智能
2015	-6.3%	6.1%	0.4%	0.4%	-0.8%	-13.0%	-7.0%
2016	-10.4%	-9.9%	-3.7%	-8.7%	-4.0%	6.8%	3.7%
2017	-10.1%	-8.8%	-15.8%	0.5%	-3.4%	-0.9%	-5.3%
2018	-1.1%	-0.6%	-6.0%		-8.4%	-4.9%	0.6%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（采用上市公司电梯+扶梯业务收入，除以电梯+扶梯销量数据，得到均价，计算同比）

7. 盈利预测与估值

(1) 预计 2019 年公司营业收入增长 14.1%，其中电梯业务收入增长 10%，维保收入增长 15%。

(2) 公司电梯零部件主要供应日立电梯，考虑对日立电梯关联交易金额增速上调为 20%，假设电梯零部件收入增速 20%；考虑零部件业务议价能力，假定零部件毛利率为 11%。

表 8: 公司营业收入预测表

项目(单位: 百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,808.77	5,463.01	6,234.17	6,711.93	7,076.76
growth	1.7%	13.6%	14.1%	7.7%	5.4%
营业成本	3,930.09	4,663.52	5,340.48	5,746.30	6,056.57
毛利	878.67	799.49	893.69	965.63	1,020.19
毛利率	18.3%	14.6%	14.3%	14.4%	14.4%
主营业务					
主营业务收入	4,779.40	5,420.34	6,189.37	6,664.88	7,027.36
growth	2.2%	13.4%	14.2%	7.7%	5.4%
主营业务成本	3,908.05	4,633.84	5,309.12	5,713.37	6,022.00
毛利率	18.2%	14.5%	14.2%	14.3%	14.3%
电梯					
营业收入	1,280.67	1,567.58	1,724.33	1,862.28	1,955.39
Growth	-10.8%	22.4%	10.0%	8.0%	5.0%
营业成本	1,009.29	1,322.20	1,451.89	1,564.32	1,642.53
毛利	271.38	245.38	272.44	297.96	312.86
毛利率	21.2%	15.7%	15.8%	16.0%	16.0%
电梯零部件					
营业收入	2,201.19	2,431.43	2,917.72	3,151.14	3,308.69
Growth	21.0%	10.5%	20.0%	8.0%	5.0%

营业成本	1,883.25	2,152.41	2,596.77	2,804.51	2,944.74
毛利	317.94	279.02	320.95	346.63	363.96
毛利率	14.4%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
安装及维保					
营业收入	290.51	333.23	383.21	421.53	463.68
Growth	18.1%	14.7%	15.0%	10.0%	10.0%
营业成本	211.57	251.09	289.32	318.26	350.08
毛利	78.94	82.13	93.89	103.27	113.60
毛利率	27.2%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%
物流仓储配送					
营业收入	430.86	482.20	520.77	546.81	574.15
Growth	11.7%	11.9%	8.0%	5.0%	5.0%
营业成本	341.30	408.32	441.09	463.15	486.31
毛利	89.56	73.88	79.68	83.66	87.85
毛利率	20.8%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
包装					
营业收入	309.13	356.39	381.34	408.03	436.59
Growth	-43.2%	15.3%	7.0%	7.0%	7.0%
营业成本	264.14	307.90	329.47	352.54	377.21
毛利	44.99	48.49	51.86	55.49	59.38
毛利率	14.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
LED					
营业收入	72.67	77.34	81.21	85.27	89.53
Growth	147.6%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	55.07	51.85	54.41	57.13	59.99
毛利	17.60	25.49	26.80	28.14	29.55
毛利率	24.2%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
智能制造设备					
营业收入	125.74	100.12	105.13	110.38	115.90
Growth	12.5%	-20.4%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	81.53	68.89	72.01	75.61	79.39
毛利	44.20	31.24	33.12	34.77	36.51
毛利率	35.2%	31.2%	31.5%	31.5%	31.5%
其他主营业务					
营业收入	68.63	72.06	75.66	79.44	83.42
Growth	-33.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	61.90	71.18	74.15	77.85	81.75
毛利	6.73	0.88	1.51	1.59	1.67
毛利率	9.8%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
其他业务收入					
收入	29.37	42.67	44.80	47.04	49.40
Growth	-44.1%	45.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	22.04	29.68	31.36	32.93	34.58
毛利	7.33	12.99	13.44	14.11	14.82
毛利率	25.0%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：国泰君安证券研究

(1) PE 法估值: 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.63、0.70、0.73 元。考虑公司未来业绩增速水平, 净利润主要贡献为投资收益, 相对行业可比公司估值水平给予一定折价, 给予 2019 年 18 倍 PE, 对应 11.4 元合理估值;

(2) PB 法估值: 预计公司 2019 年每股净资产为 8.53 元/股, 同时考虑公司的业绩增速, 相对行业可比估值水平给予一定折价, 给予 PB 1.4 倍, 对应 11.9 元合理估值。

结合两种估值方法, 我们给予公司目标价 11.4 元, 增持评级。

表 9: 同类公司估值比较

代码	公司	股价		EPS			PE			PB
		20190912	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600835.SH	上海机电	17.85	1.24	1.26	1.52	1.74	14.2	11.7	10.3	1.69
002367.SZ	康力电梯	8.33	0.02	0.33	0.43	0.50	25.6	19.4	16.7	2.11
300124.SZ	汇川技术	24.72	0.70	0.79	0.98	1.23	31.4	25.2	20.1	6.58
	均值						23.7	18.8	15.7	3.5
	中位数						25.6	19.4	16.7	2.1

数据来源: Wind (2019-09-12 最新 PB、PE 计算值, 前者基于 2018 年年报每股净资产计算, 后者基于 Wind 一致盈利预测预期, 上海机电采用国君高端团队盈利预测)、国泰君安证券研究

8. 风险因素

8.1. 地产新开工大幅下滑风险

根据我们的电梯需求测算, 来自地产需求仍占据较大比重, 房屋新开工面积增速可作为电梯产量的前瞻指标。根据国泰君安地产研究团队的预测, 2019 年新开工面积增速为 6.1%。我们进一步假设 2020-21 年新开工面积与 2019 年持平。如果短期地产新开工面积大幅下滑, 而更新需求尚未充分释放, 将对电梯需求造成不利影响。

8.2. 行业竞争加剧风险

2018 年以来, 电梯行业上市公司降价趋势收敛。各家公司 2016 年以来电梯价格降幅明显, 2018 年价格降幅明显收敛。预计 2019 年将是价格相对平稳的一年。但如果行业竞争加剧, 行业产能过剩加剧, 电梯价格下降, 将较大影响电梯企业的盈利能力。

8.3. 投资收益下滑风险

广日股份主业扣非净利润从 2016 年的 6.7% 下降至 2017 年的 1.4%、2019H1 仅为 0.6% 左右。广日股份净利润主要依赖于日立电梯贡献的投资收益, 2019H1 投资收益占公司扣非净利润比重高达 93%。未来如果行业需求或原材料价格出现不利影响, 将影响日立电梯的盈利能力, 进而对公司投资收益造成不利影响。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		