

审慎推荐-A (首次)

广钢股份 600894.SH

目标估值: 10.00-12.00 元

当前股价: 8.70 元

2011年7月22日

电梯业务整体上市 全力拓展城市装备

基础数据

上证综指	2766
总股本(万股)	78852
已上市流通股(万股)	28828
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	25.1
每股净资产(MRQ)	1.92
ROE(TTM)	16.3%
资产负债率	38.2%
主要股东	广州广日集团
主要股东持股比例	60.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	25	62
相对表现	9	20	49



相关报告

首次

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

广日股份借壳广钢股份实现广日电梯、日立电梯全产业链资产整体上市, 推荐的逻辑: 上市有利于广日股份公司治理结构、盈利水平、品牌价值提升, 同时, 广州市政府的大力扶持也为公司发展带来机遇, 补贴现金应体现在公司价值中。

- **借壳上市, 广日股份实现电梯产业链整体上市。**广日股份采用“净壳出让”方式完成了对广钢股份的资产重组, 成为广州国资委唯一的机电资产上市平台。
- **中国已成为全球最大电梯产销国, 产业集群效应显著, 未来需求依然强劲。**2010年我国电梯产量达到 36.5 万台, 保有量 165 万台, 位居世界第一。经济的快速发展和城镇化进程持续推进仍是电梯需求增长的主要驱动力, 其中房地产(包括保障房)是需求主力, 基础设施建设、更新需求和出口也都将拉动对电梯的需求。我们预测 3600 万套保障房对电梯的新增需求量为 48 万套, 到 2015 年我国电梯产量将达 79.8 万台/年, 11-13 年的复合增长率为 22%。
- **完备产业链布局, 上市有利于公司提升竞争力。**广日股份业务包括电梯整机、电梯零部件以及电梯物流业务, 实现了从上游零部件企业到最终维修保养业务企业在生产流程、业务模式和信息化系统上的深度融合, 从而增强了公司的竞争力。自主品牌“广日”电梯的竞争劣势主要在市场推广和网络建设。
- **公司积极拓展新兴业务, 延伸产业链和进军环保领域。**公司与世界知名企业合作, 积极扩展延伸产业链。经过三年研发 LED 产品已实现批量生产, 凭借和政府的关系, 有望获得广东省照明改造工程大单, 明后年可能获得政府 2 亿元财政补贴; 地铁屏蔽门和环保产业也在快速发展之中。
- **对日立电梯的投资收益是目前公司主要的利润来源。**虽然没有日立的控制权, 但是与日立相关的资产也一起注入上市公司, 日立电梯目前一线管理人员除研发中心的部长是日方代表其它都是中国人。日立电梯零部件基本实现国产化。
- **首次给予“审慎推荐-A”评级。**剔除 LED 补助, 我们预测 2011-13 年 EPS 为 0.42、0.53、0.66 元, 2011 年 PE 为 21 倍。按照 2011 年 20-22 倍 PE 估值再考虑 10-15 亿元的土地增值和研发补贴, 广钢股份合理估值区间为 10-12 元。
- **风险因素分析:**对日立电梯没有控股权; 房地产行业调控影响电梯需求。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1456	1838	2426	3077	3950
同比增长	-	26%	32%	27%	28%
营业利润(百万元)	202	274	361	465	592
同比增长	-	36%	32%	29%	27%
净利润(百万元)	193	247	331	504	610
同比增长	-	28%	34%	52%	21%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.42	0.64	0.77
PE	35.5	27.8	20.7	13.6	11.2
PB	5.3	4.5	3.5	2.9	2.4

资料来源: 招商证券; 注: 每股收益按最新股本摊薄计算。

正文目录

一、广日股份借壳上市背景介绍	4
1、重组介绍及进程	4
2、广日股份股权结构	4
3、实现广日集团主要资产整体上市	6
二、中国电梯行业需求分析	7
1、中国已成世界最大电梯产销国，行业集群效应显著	7
2、国内合资企业林立，民族品牌竞争优势将逐步显现	7
3、电梯需求增长驱动因素分析	8
(1) 房地产行业仍是电梯需求主力	8
(2) 城市基础建设拉动电梯需求增长	9
(3) “十二五”轨道交通建设对电梯需求将会提速	9
(4) 更新需求尚待启动，节能改造将要提速	10
(5) 出口预期维持稳步增长，国内品牌份额有望扩大	10
(6) 维修保养服务重要性日益凸显	10
4、电梯行业新增需求及保有量测算	11
三、广日股份竞争力分析	13
1、电梯产业链完整，上市利于品牌推广	13
(1) 广日股份——电梯产业链布局完整	13
(2) 在与日立合作的基础上发展自主品牌电梯	13
(3) 完整的产业链及延伸业务	14
2、国际化合作，拓展关联产业链	15
(1) 对日立电梯的投资收益是目前公司主要的利润来源	15
(2) 与日立合作也是零部件制造与服务提升的过程	16
(3) 对日立虽无控制权，但与日立相关资产均注入上市公司	17
(4) 与世界知名企业合作拓展关联业务	17
3、广日股份的竞争优势劣势分析	18
4、广日股份未来发展战略及新兴产业培育	19
(1) LED 产品将实现批量生产	19
(2) 环保产业规划	19
(3) 地铁屏蔽门	19
四、估值及投资建议	21
1、业绩预测假设	21
2、估值及投资建议	22

3、风险因素分析	22
(1) 对日立电梯没有控股权	22
(2) 房地产行业调控影响电梯需求	22

图表目录

图 1: 广钢股份重组示意图	4
图 2: 广日股份股权结构图	5
图 3: 国内不同类型电梯企业竞争优势示意图	8
图 4: 2010 年中国电梯消费区域分布图	8
图 5: 我国中低速&高速电梯占比示意图	8
图 6: 我国近年房地产投资情况	9
图 7: 房地产开发投资结构示意图	9
图 8: 我国经济增速和城镇化进程示意图	9
图 9: 我国电梯近年进出口情况	10
图 10: 历年中国电梯保有量及预测情况	11
图 11: 外资品牌通力电梯 (KONE) 近 5 年收入构成情况	11
图 12: 我国近年电梯产量及预测图	12
图 13: 2010 年广日股份营业收入构成示意图	13
图 14: 广日股份电梯整机制造业务细分产品销售收入示意图	14
图 15: 2010 年广日股份产业链布局及延伸业务示意图	15
图 16: 日立电梯投资收益占比示意图	16
表 1: 2010 年广日股份参控股公司经营情况 (单位: 百万元)	5
表 2: 广日集团参控股公司介绍	6
表 3: 我国今年电梯产量及预测表	12
表 4: 广日电气为日立电梯配套历程	17
表 5: 广日股份与世界其他知名企业合作拓展关联业务情况	18
表 6: 国内主要的电梯企业比较	18
表 7: 营业收入及盈利假设表	21
表 8: 相关上市公司估值对比表	22
附: 财务预测表	25

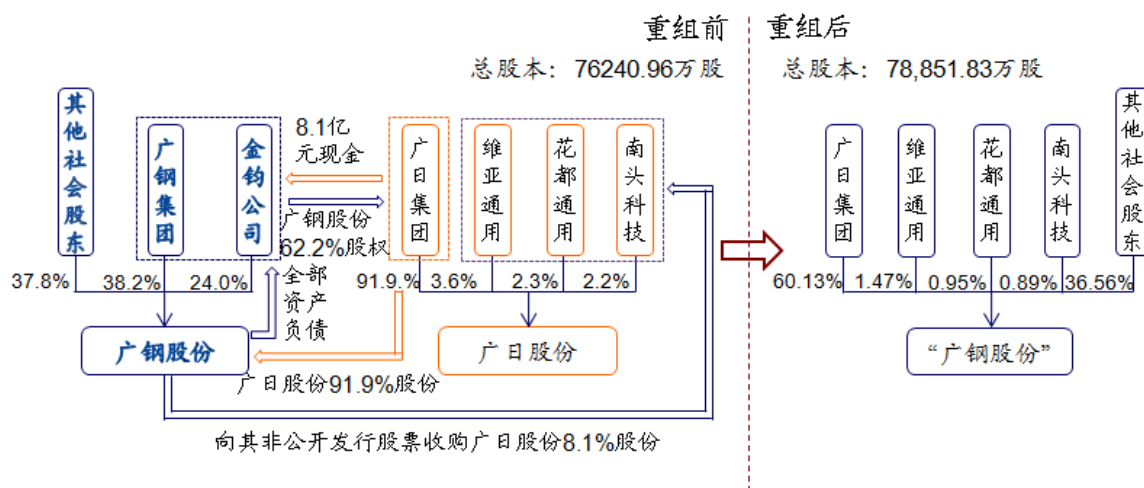
一、广日股份借壳上市背景介绍

1、重组介绍及进程

广日股份为广州广日集团投资控股，隶属广州国资委，是国内电梯制造历史最悠久的企业之一。公司在 2006 年根据股改部署完成股份制改造后，开始向证监会备案准备在香港上市，考虑到当时机械行业港股估值较低以及证监会鼓励国内优秀制造业在 A 股上市，公司在广州市国资委的支持下完成了对广钢股份的重组。

此次重组方案采用“净壳出让”模式，方案包括三个互为前提的部分，包括资产置换、特定对象发行股份购买资产和股份转让：广钢股份以截至 2010 年 12 月 31 日的全部资产及负债与广日集团所持的广日股份 91.91% 股份进行置换，差额部分现金补足；广钢股份向广日股份其他股东非公开发行股份购买这些公司合计持有的 8.09% 股份；广日集团受让广钢集团和金钩公司所持的合计 62.2% 的广钢股份，支付对价 29.3 亿元。

图1：广钢股份重组示意图

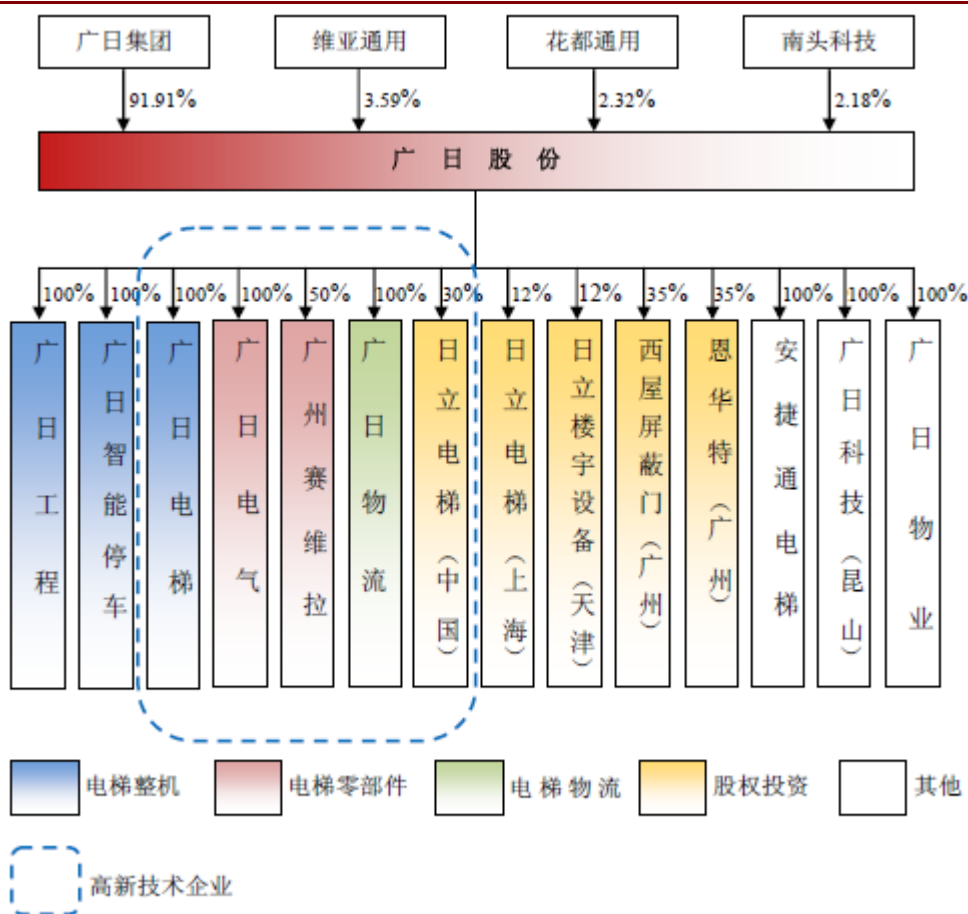


资料来源：公司公告整理，招商证券研发中心

2、广日股份股权结构

广日股份以电梯为核心，向上下游产业链延伸，现已发展成为以电梯整机制造、电梯零部件生产及物流服务为主业，通过引入国际化高端合作向关联产业领域进行有效拓展的企业。目前公司拥有在职职工 1,950 人，拥有 9 家控股子公司和 5 家参股公司，母公司拥有占地约 26 万平方米的广日工业园生产基地，天津（华北）和昆山（华东）的生产基地正在建设当中，下一步还计划在西南地区布局生产基地。完整的产业链使得公司能够提供从订单处理、设计制造、工程安装、维修保养、仓储包装、物流运输和售后服务等一站式系统服务。

图2：广日股份股权结构图



资料来源：公司公告整理，招商证券研发中心

注：图中广日股份控股比例为考虑各公司间的交叉持股后的实际控股比例

表 1：2010 年广日股份参控股公司经营情况（单位：百万元）

公司名称	性质	持股比例	总资产 2010/12/31	净资产 2010/12/31	营业收入 2010 年	净利润 2010 年
电梯整机制造业务						
广日电梯	控股	广日股份持 100%	629.8	199.1	467.4	47.7
广日工程	控股	广日股份持 90% 广日电梯持 10%	76.8	15.7	48.6	5.4
广日智能停车	控股	广日股份持 100%	64.3	-18.4	60.1	-11.0
电梯零部件生产业务						
广日电气	控股	广日股份持 60% 广日电梯持 10% 安捷通电梯持 30%	370.3	112.1	711.5	36.9
广州塞维拉	控股	广日股份持 50%	177.9	92.5	222.2	12.0
物流服务						
广日物流	控股	广日股份持 75%; 安捷通电梯持 25%	204.23	132.79	416.52	30.81
对外投资						
日立电梯（中国）	参股	广日股份持 30%	6,041.34	2,626.06	8,052.28	448.24
日立电梯（上海）	参股	广日股份持 12%	726.69	454.20	1,227.94	71.08
日立楼宇设备（天津）	参股	广日股份持 12%	368.48	143.77	733.66	45.78
西屋屏蔽门（广州）	参股	广日股份持 35%	278.83	12.62	452.11	7.73

恩华特（广州）	参股	广日股份持 35%	48.94	23.52	27.42	-0.30
其他业务						
广日科技（昆山）	控股	广日股份持 95% 广日电梯持 5%	20.00	20.00		0.00
广日物业	控股	广日股份持 100%	2.48	0.47	6.03	0.04

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

3、实现广日集团主要资产整体上市

2010 年广日股份的营业收入不到 20 亿元，但它是一个产值百亿的中外合资电梯集团的整体上市，参股 30%营业收入 80 亿日立电梯对广日股份的利润贡献表现在投资收益上，但是与日立电梯相关的零部件配套企业也同步上市，这一点区别于其它投资控股型公司。

广州广日集团有限公司以引进日立电梯技术为起步，通过资源整合，消化、吸收和创新，并和其它世界顶尖级企业合资合作，逐步拓展相关产业，成为集研发、制造、销售、进出口贸易、安装、维修、保养、环境工程服务为一体的大型企业集团。集团以“广日牌”、“日立牌”电梯为主要产品，逐步拓展到立体停车库、地铁屏蔽门、专用车、城市废弃物的收集处理以及其它环境产业等新兴产业。2010 年，广日集团产值达到 100 亿元左右，拥有广州番禺大石电梯工业园、广州科学城环保工业园、广州番禺石楼广日工业园三大产业基地，共占地面积 80 多万平方米，是广东省 50 户工业龙头企业和 20 家重点装备制造企业之一，并成为广州国资委唯一的机电资产上市平台。

除了广日股份以外，广日集团还拥有 5 家控股子公司和 1 家参股公司。目前，广日集团以“专注城市装备、引领现代优质生活”发展理念为指引，正由城市装备向环保装备延伸。2003 广日集团与日本最大的专用车生产企业日本新明和合作，发展环保专用车业务，开始涉足环保业务。2005 年，与垃圾自动收集系统行业的全球领导者瑞典恩华特公司合资成立“广州恩华特环境技术有限公司”，共同面向中国家庭式垃圾收集系统市场。2007 年引进丹麦伟伦公司垃圾终端处理发电技术。

广日集团具备从垃圾收集，转运到终端处理完整产业链的相关技术基础。集团环保产业板块已经逐步形成。

表 2：广日集团参控股公司介绍

公司名称	性质	经营范围
广日股份	91.91%	电梯、零部件和物流等
广州广日科技园	100%	机械式立体车库、地铁月台屏蔽门等
广州广日专用汽车	100%	总投资 10 亿，产品有后装压缩式垃圾运输车、车厢可卸式垃圾运输车、混凝土搅拌运输车、自卸车、小型垃圾压缩转运站等
广州广日环保能源	100%	城市固体废弃物处理系统解决方案提供商、投资商、运营商
广州环保投资	100%	设计、研发、制造、加工、安装、维护、销售、保养城市垃圾装备和城市垃圾处理工程的投资、建设、经营等
海南广日电梯	50%	电梯销售，股权向第三方转让中
山西平阳广日机电	21%	液压设备、电液控制系统

数据来源：招商证券研发中心

二、中国电梯行业需求分析

1、中国已成世界最大电梯产销国，行业集群效应显著

伴随经济的快速发展和城镇化进程的不断深入，我国的电梯行业也正经历着一个高速发展期。根据中国电梯协会统计，我国电梯产量从 1990 年的 1.03 万台增长到 2010 年的 36.5 万台，年复合增长率 19.5%，国内电梯需求量从 2000 年的仅 3.72 万台增长到 2010 年的 32.97 万台，到 2010 年底，我国电梯保有量超过 160 万台，已经成为名副其实的产销和保有量第一大国。巨大的市场空间，使得行业成为外资较早进入的行业之一，目前全球主要的电梯知名企业都在中国建立了独资或合资企业，这些外资品牌的进入为行业带来了国际化的技术标准、管理理念和经营模式，使得国产电梯快速步入了国际化行列。从产业布局看，国内电梯行业聚集效应明显，电梯整机及零部件的制造基地主要集中在长三角、珠三角地区，目前除了高端电梯零部件外，电梯零部件已经基本实现了国产化。

2、国内合资企业林立，民族品牌竞争优势将逐步显现

截止 2010 年底，我国取得电梯企业资质约 560 家，全球主要的电梯知名企业也都在中国建立了独资或合资企业，使得我国成为全球竞争最为激烈的电梯市场，到 2010 年底累计被淘汰出局或是被转型的整机生产企业已达 60 余家。从市场占有率看，目前外资品牌在国内电梯市场中仍占主导地位，根据中国电梯协会的统计，2010 年 12 家外资品牌约占国内 65% 的市场份额，其中排名前三的奥蒂斯、三菱和日立约占到其中 50%。不过内资品牌也发展迅速，市场占有率从 2008 年的 25% 快速增长到 2011 年上半年的 35%，其中以康力电梯、广日电梯为代表的十大民族品牌更是占了其中约 50% 的市场份额。

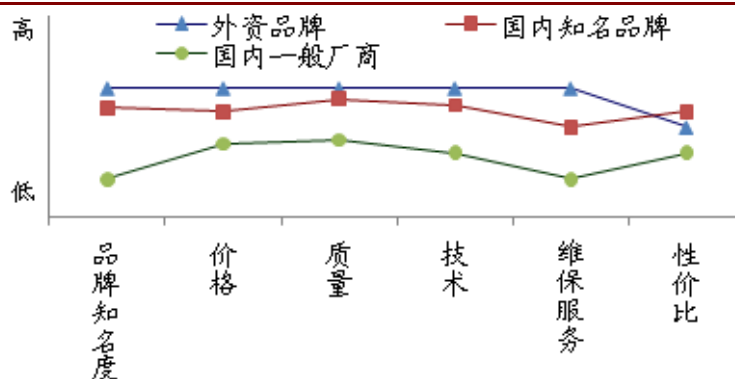
从技术上看，通过多年的发展，目前外资品牌除了在 4 米/秒以上高速电梯、提升高度 20 米以上大高度公交型扶梯及高端产品关键部件上仍占据明显优势外，在其余产品领域，内资知名品牌在产品质量和技术上已经和外资品牌相差无几。根据中国电梯协会的预计，未来几年我国对垂直电梯的需求仍主要来自中低速电梯，高速电梯（运行速度在 3m/s 以上，行程高度超过 120 米的电梯）不到 3%，因而内资品牌凭借其性价比和日益完善的售后服务，竞争力将进一步得到加强。

从产品需求区域来看，2010 年经济相对发达的中南、华东地区占了总需求的 62%，未来随着国家中西部开发政策的实施和推进，西北和西南地区需求份额占比将会有所提高，而相较一线城市，二、三线城市的快速发展对电梯需求将更加旺盛，这对习惯在一线城市凭借品牌优势胜出的外资品牌而言，面对机制灵活、性价比突出的内资品牌，其竞争优势并不明显。此外，电梯安全日益受到重视，依靠价格竞争而缺乏核心竞争力和综合实力较弱的企业被淘汰出局的趋势将更加明显，市场规模也将进一步向具备生产、销售、服务和研发为一体的优势企业集中。

从政府采购项目来看，近年来民族品牌电梯在地铁、火车站及公共设施等项目上也有一些中标。但与外资品牌相比，民族品牌在政府采购领域占比仍然不高，主要原因为在一些采购项目中的条件设置明显有利外资品牌。但随着“奥的斯”电梯事故引发人们的极大关注，外资品牌以往被视为高品质代表的形象也开始被质疑，同时人们对于政府这种

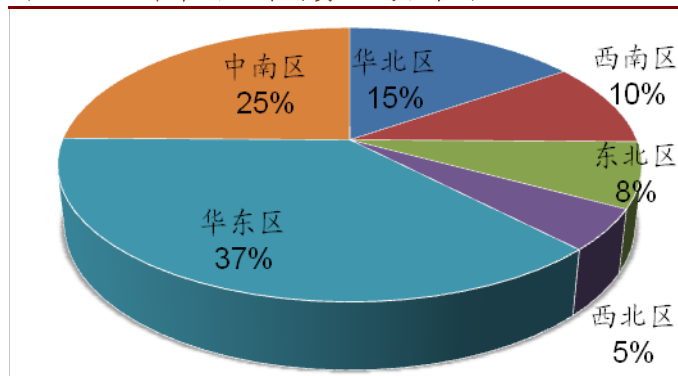
带着偏爱花高价采购外资品牌电梯却并没有体现出价值的做法也有所不满。同时在民族品牌质量和技術逐步得到认可的这一内在前提下，该事件或将成为政府调整采购政策的催化剂，若如此民族品牌将有望从中获得更大的份额。特别是在资金比较紧张的保障房建设中，在考虑安全的前提下，性价比将会是政府的一个重要考虑因素，这无疑有利于国内品牌电梯厂商。

图3：国内不同类型电梯企业竞争优劣势示意图



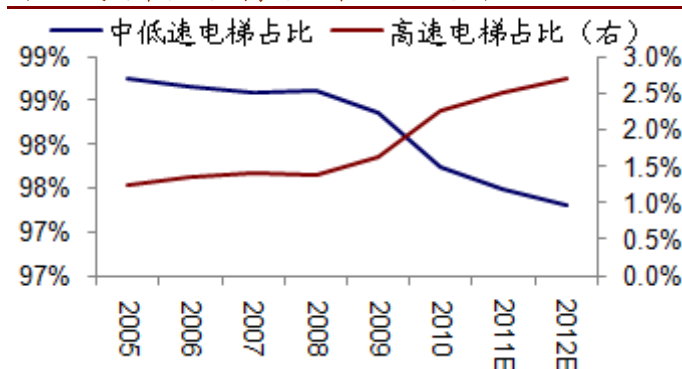
资料来源：招商证券研发中心

图4：2010年中国电梯消费区域分布图



资料来源：《中国电梯》，招商证券研发中心

图5：我国中低速&高速电梯占比示意图



资料来源：《中国电梯》，招商证券研发中心

3、电梯需求增长驱动因素分析

2010年我国电梯需求量约33万台，占全球需求量的一半以上，2010年底我国电梯保有量达到165万台，从人均保有量来看，约为840人/台，低于世界平均水平（约600人/台），更是远远低于发达国家的水平。特别需要说明的是，由于地广人稀，欧美发达国家居民住宅多为低层建筑，并不需要加装电梯，而我国由于人口密度大，城镇居民住房大部分为高层建筑，这部分对电梯的需求要远大于欧美发达国家。

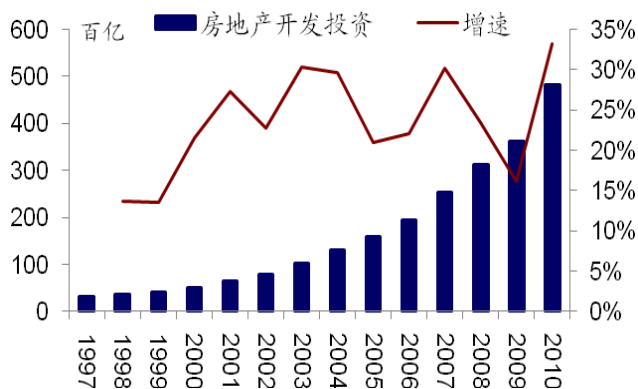
(1) 房地产行业仍是电梯需求主力

未来房地产行业仍是电梯需求的主要来源，过去几十年来行业投资的快速增长也促进了电梯行业的飞速发展，从结构上看住宅投资占主要部分超过70%。根据世界银行的研究，住宅需求与人均GDP有着非常密切的联系，当人均GDP进入1000-4000美元时，房地产进入高速发展期，当人均GDP进入4000-8000美元时，房地产进入稳定快速发

展期。2010 年我国人均 GDP 约为 4300 美元左右，预示我国房地产开发由高速发展期进入稳定快速发展期。

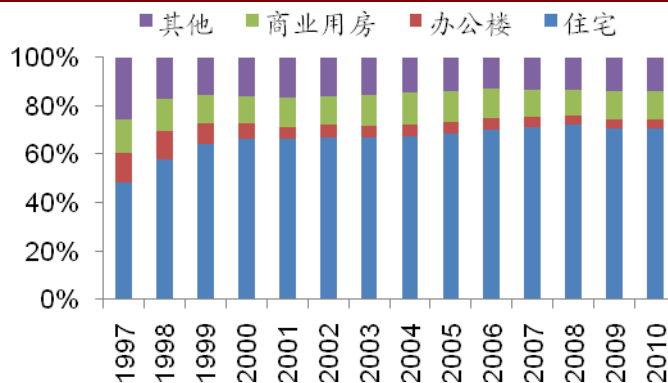
虽然近期国家对房地产行业进行了比较严厉的宏观调控，这可能导致商业性房地产开发增速将有所回落，但“十二五”规划的 3600 万套保障房又将带来新增需求。

图6：我国近年房地产投资情况



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图7：房地产开发投资结构示意图

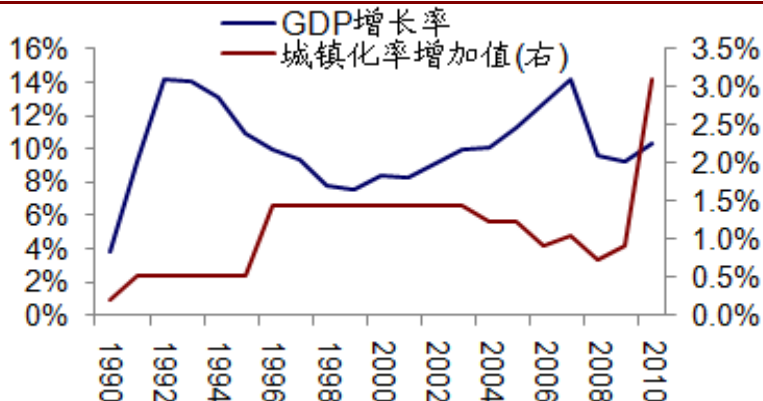


资料来源：中经网，招商证券研发中心

（2）城市基础设施建设拉动电梯需求增长

经济的快速发展和城镇化进程是导致城市公共设施大发展的主要因素。根据规划，我国“十二五”期间的经济增长率为 7%，根据以往经验，经济增速将很可能超过这一目标，经济仍处于一个较快速增长期。到 2010 年底，我国城镇化率为 49.7%，较 1990 年增加了 23.3 个百分点，年均城镇化率达到 1.11%，按照全面建设小康社会的总体目标，到 2020 年城镇化率将达到 60%。经济的快速发展和城镇化的不断提高，包括体育场馆、影剧院、机场、商场、宾馆等的城市公共设施将大大增加，这将有力拉动电梯的需求，尤其是自动扶梯的需求。

图8：我国经济增长和城镇化进程示意图



资料来源：Wind，招商证券研发中心

（3）“十二五”轨道交通建设对电梯需求将会提速

根据铁道部规划，“十二五”时期，全国铁路新线投产总规模达 3 万公里，“十二五”末全国铁路运营里程将由现在的 9.1 万公里增加到 12 万公里左右。交通运输部草拟的《“十

“十二五”综合交通运输体系发展规划（征求意见稿）》中，2015 年我国城市轨道交通总里程将达到 3000 公里，较 2010 年底增加 186.6%，截至目前，我国已有 36 个城市规划建设城市轨道交通，其中 28 个城市已获得国务院审批。这些说明，“十二五”期间我国的轨道交通进入快速发展阶段，因而在配套的火车站和地铁站中对电梯（扶梯+直梯）将存在较大的需求。但在以往的政府采购中，政府官员或项目负责人往往认为外国品牌比较好，在标书要求设置上不利国产品牌的竞标。但最近外资品牌“奥蒂斯”电梯在地铁站频发事故，公众的舆论关注或将引发政府在采购项目上的重新思考，这将有利于在质量和技术上（除高端产品外）已经与外资品牌相差不大国产品牌获得更大的份额。

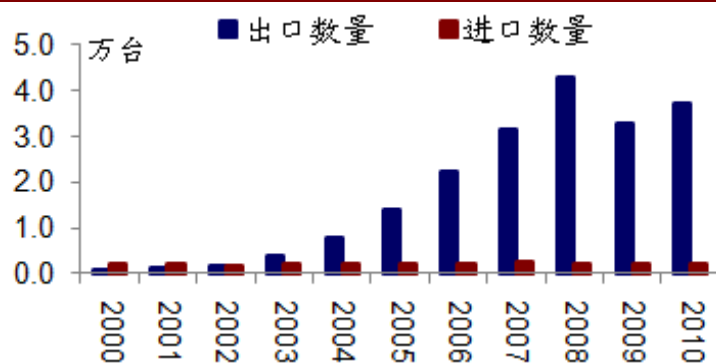
（4）更新需求尚待启动，节能改造将要提速

根据中国电梯协会估计，我国每部电梯每天平均耗电量达到 40 度，电梯耗能量约占整个建筑的 5%，随着我国建筑物节能减排政策的不断落实，各地方政府纷纷出台了电梯更换或改造计划，通过更换到期电梯和改造现有电梯达到节能减排的目的。按照国外电梯设计寿命，日系电梯设计寿命一般为 15 年，欧美为 25 年，由于日系企业进入中国市场较早，目前国内采用日本系列产品或技术的数量大概占 60%以上。从我国电梯产量来看，2000 年前的产量每年不足 4 万台，故未来五年的更新需求增长不大。但现有高耗能的电梯改造（更换或加装部件）将会提速，以满足对节能减排的要求。

（5）出口预期维持稳步增长，国内品牌份额有望扩大

从 2002 年开始我国成为电梯净出口国，2010 年我国出口电梯达到 3.7 万台，出口增长迅速。目前出口结构中，外资或合资品牌仍占主导地位，国内品牌如康力电梯其 2010 年出口收入只占总收入的 6.6%，而广日电梯出口收入不足 1%。根据预测，发达国家的电梯需求未来几年仍可保持 5-7%的增长速度，而中东、印度、俄罗斯等新兴市场由于经济增长较快，基础设施建设将拉动对电梯的大量需求，估计未来 5 年我国的电梯出口可达到 10-15%左右的增速。

图9：我国电梯近年进出口情况



数据来源：《中国电梯》，招商证券研发中心

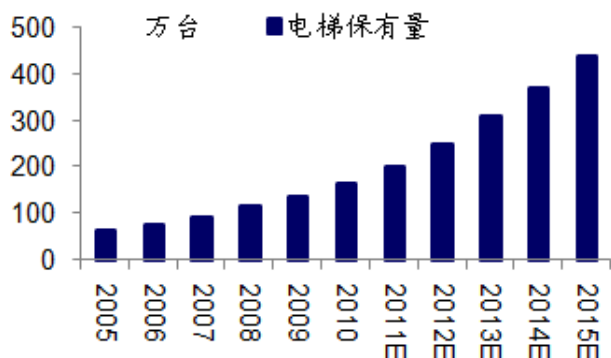
（6）维修保养服务重要性日益凸显

随着生活水平提高和节奏加快，人们对电梯所能提供的服务质量要求也越来越高，作为产品生命周期中最后一链的维修保养环节对电梯品牌的影响日益显现。不仅如此，随着电梯保有量的增长和新增需求的减少，维修保养收入也将会是企业的重要收入构成。外

资品牌基于对本国市场的发展历程早已认识到这一点，如在日本，三菱电梯生产的约 32 万台电梯中的 85%是由三菱电机的专业保养公司 MELEC 承揽；而在中国，上海三菱已经建立了拥有近 40 家分公司、200 多家销售服务代理的营销网络系统，基本形成了覆盖全国的服务网络；日立电梯的 MUG 维修保养系统和电梯远程监视系统能够远程快速响应电梯维保需求，2010 年其与万科签订了行业内极具突破性的新一轮战略协议：日立电梯将为万科楼盘提供 100%的电梯原厂维保服务，实现电梯产品整个生命周期的全面合作。根据发达国家的电梯行业发展经验，维修保养等售后服务不仅对维系自身品牌形象非常重要，而且随着市场的成熟它也将成为一项重要的收入来源，依据美国摩根银行的统计，2000 年以来全球电梯企业约 55%的收入来自维修保养业务，以在欧美市场经营为主的通力电梯为例，其维修和更新改造服务占到其总收入的一半以上，有效改善了其收入结构和盈利能力。

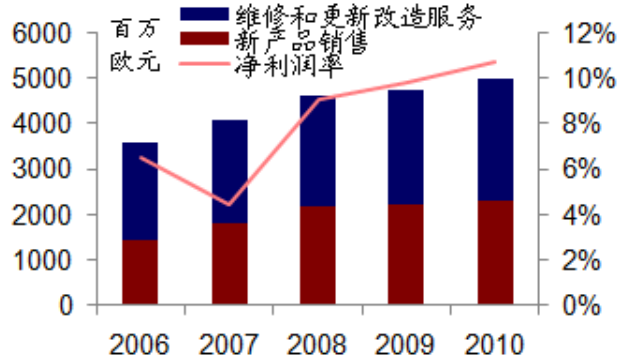
2010 年我国的电梯保有量超过 160 万台，未来 5 年有望达到 441 万台，但目前约 70%左右的电梯还是由社会上零散的、技术参差不齐的维修队伍维护和保养，国内主要的电梯厂商维修保养的电梯所占其市场投放量的比例仅为 15%—20%，对比发达国家成熟市场的经验，国内电梯厂商在维修保养等售后服务方面还有很大的市场空间。而国内厂商也日益认识到维修保养服务滞后严重影响了产品的竞争力，因而积极由“生产企业”向“制造—服务”型企业转变，长期来看，具备向客户提供设计、制造、安装、维修、保养等整个产品生命周期服务的企业，其收入结构改善和盈利能力提高都将有更大的空间。

图10：历年中国电梯保有量及预测情况



资料来源：《中国电梯》，招商证券研发中心预测

图11：外资品牌通力电梯（KONE）近5年收入构成情况



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

4、电梯行业新增需求及保有量测算

经济的快速发展和城镇化进程持续推进是电梯需求增长的主要驱动力，历史数据回归分析显示房地产投资与电梯需求相关性很高。受国家政策调控影响商业性房地产投资增速会有所放缓，但是“十二五”期间 3600 万套保障房建设将提升对电梯的需求量，同时大量公共基础设施建设、节能改造更换和出口都将推动我国电梯的产量。

建立模型对电梯产量进行测算：电梯总产量=保障房电梯需求量+出口量+更新需求量+（商业地产+基础设施+其他）。基本假设如下：

（1）“商业地产+基础设施+其他”是根据商业地产投资额与电梯总产量剔除净出口、保障房建设和更新需求后的电梯需求量（经验估算）回归测算，结果显示相关系数为 0.97。

(2) 未来的电梯更新需求预测: 假定电梯 15 年后用三年时间更新, 更新率分别为 40%、30%和 30%。

(3) 保障房对电梯的需求是根据规划的保障房建设规模测算, 假定 3 户 1 梯, 楼高 25 层, 3600 套保障房对电梯的新增需求量为 48 万套。

(4) 出口量假设每年 10%的增长率, 进口量增长率为 0;

(5) $T+1$ 年电梯保有量 = T 年电梯保有量 + $T+1$ 年电梯产量 - T 年净出口 - T 年更新需求

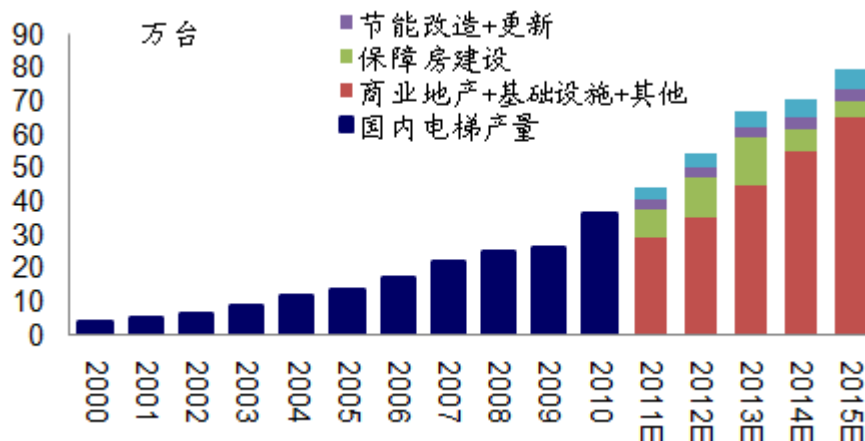
根据我们预测, 到 2015 年我国电梯产量将达 79.8 万台/年, 较目前翻倍, 11-13 年保守预测增长率为 22%。

表 3: 我国今年电梯产量及预测表

单位: 万台	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
商业地产+基础设施+其他	-	-	-	-	-	29.3	35.1	44.5	55.2	65.0
更新需求	-	-	-	-	-	8.2	12.0	14.7	6.7	5.3
保障房建设	-	-	-	-	-	2.9	2.9	3.0	3.1	3.3
净出口	2.0	2.9	4.1	3.1	3.5	3.9	4.4	4.9	5.5	6.1
总产量	16.8	21.7	24.5	26.3	36.5	44.3	54.4	67.0	70.5	79.8
产量增速	24%	29%	13%	7%	39%	21%	23%	23%	5%	13%
保有量	77.0	91.7	115.1	137.0	165.0	202.5	249.6	308.8	370.7	441.0

数据来源:《中国电梯》, 招商证券研发中心预测

图12: 我国近年电梯产量及预测图



资料来源:《中国电梯》, 招商证券研发中心预测

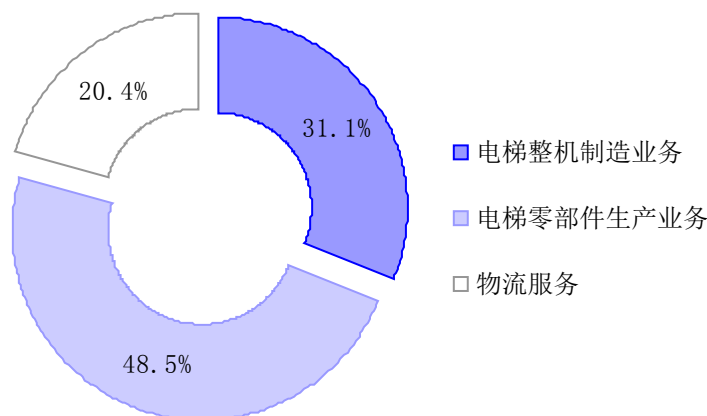
三、广日股份竞争力分析

1、电梯产业链完整，上市利于品牌推广

(1) 广日股份——电梯产业链布局完整

作为国内电梯制造历史最悠久的企业之一，广日股份经过近四十年的发展，形成了以电梯整机制造、电梯零部件生产和物流服务三大业务板块为主的产业纵向一体化经营格局。公司参股技术领先和国内占有率前三的日立电梯，并为其配套零部件；拥有自主品牌“广日”电梯制造及工程安装及服务能力，引进日立的先进电梯技术和管理，目前在国产电梯品牌中已名列前三；零部件配套能力包括了广日电气的电气控制部件生产能力、控股公司赛维拉年产 6 万吨导轨的生产能力、参股公司日立电梯电机（广州）有限公司（位于公司番禺产业园内，但不包括在上市公司内）3-4 万台/年的曳引机生产能力；另外，广日股份拥有自己的物流公司主要为日立及广日提供物流和配送服务。

图13：2010年广日股份营业收入构成示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

(2) 在与日立合作的基础上发展自主品牌电梯

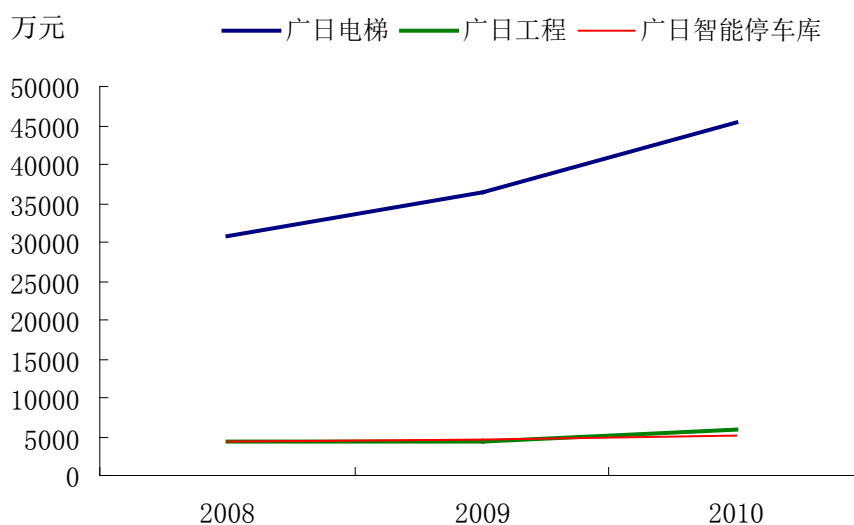
广日股份的发展与日立的合资是分不开的，但是广日并未放弃自主品牌电梯的培育与发展，同时还与国际技术领先企业合作，开发电梯整机及相关产品。广日股份从事电梯整机制造相关业务的子公司有三家，分别是广日电梯、广日工程和广日智能停车。广日电梯主要从事电梯整机的制造业务；广日工程主要从事电梯安装、维修、保养及改造业务；广日智能停车主要从事机械式立体车库的制造业务。

广州广日电梯工业有限公司：是广州广日股份有限公司下属的核心支柱企业，华南地区电梯整梯规模最大生产基地之一，面积 22 万平方米，年生产能力 6000 台以上。产品构成以 GreenMax 系列为主的小机房电梯、豪华客梯、观光电梯、医用电梯、家用（别墅）电梯以及 GRF II 自动扶梯、GRR II 自动人行道、GVH 载货电梯、ESW 无机房电梯等组成完整的产品体系，集电梯引进、研发、制造、出口贸易、安装、维修、保养售后服务为一体的专业化企业。

发展历程: 广日电梯建厂于 1956 年, 1973 年开始试制应用第一台载货电梯, 1976 年被列为国家建设部八家电梯定点生产厂之一, 上世纪八十年代引进国际先进电梯技术并持续进行技术改造, 九十年代发展成为中国电梯行业“三强”之一, “广日牌”电梯是电梯行业内首个获得建设部部优产品称号和国际质量金星奖的电梯产品。依托近四十年的电梯整机制造历史积累的研发、技术、生产及服务实力以及广日股份的产业链优势, 目前广日电梯已发展成为技术国内领先、整机制造规模华南地区最大、市场份额位居内资品牌前列的电梯整机制造厂商之一。

历史荣誉: 广日电梯是国内第一家建设部部优产品; 根据世界工厂建材网公布的统计结果, 在 2010 年十大电梯品牌榜单中, “广日牌”电梯排在第八位; 根据中国工业经济研究院 2008 年(第四届)“中国电梯行业 20 强排行榜”, 广日电梯名列第九位。

图14: 广日股份电梯整机制造业务细分产品销售收入示意图



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

广日智能停车是广日股份的全资子公司, 属于电梯整机业务。广日智能停车先后引进并吸收改造具有国际领先技术水平的日本新明和工业株式会社以及德国威尔自动停车系统有限公司的机械式停车设备技术, 以制造智能机械式停车设备和提供立体停车解决方案为主业, 是国内最先进的立体智能停车设备供应商之一。目前广日智能停车拥有国际先进的设备以及检测仪器, 具备年产 8,000 个各类智能停车设备车位的生产能力。智能停车库在中国有很大的推广空间, 但是由于人口素质、城市规划相对落后, 近几年的推广并不成功, 有很多企业已经退出这一领域, 对于广日股份来说, 在电梯制造、自动控制技术和地处华南发达地区等方面具有优势。

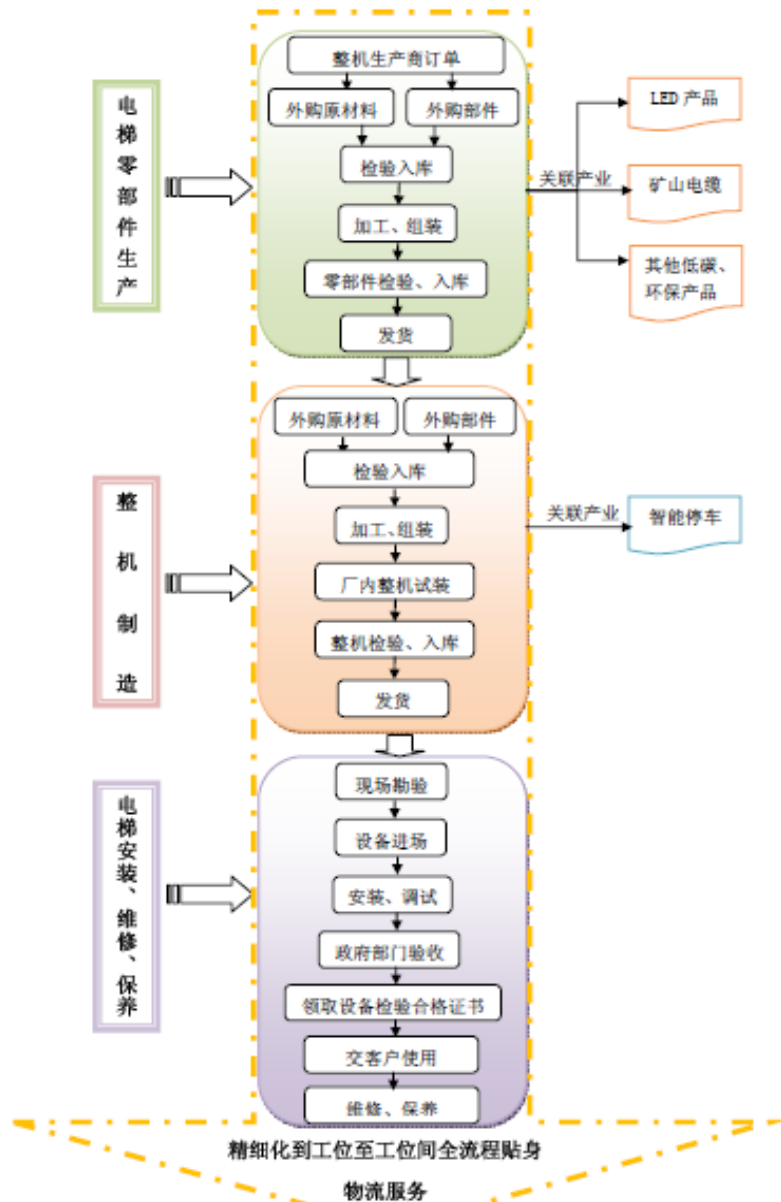
(3) 完整的产业链及延伸业务

广日股份通过股权控制关系整合了下属的电梯整机、电梯零部件以及电梯物流业务, 使其实现了从上游零部件企业到最终维修保养业务企业在生产流程、业务模式和信息化系统上的深度融合, 实现了物料采购、库存管理、生产信息上的资源共享和标准统一。

完整产业链的经营模式一方面增强了广日股份对电梯产业链的调度能力, 缩短了产品交货周期, 提高资产周转效率; 另一方面实现了生产链条的无缝对接, 有利于减少生产耗费和降低生产成本, 体现为高于同行业水平的毛利润; 完整产业链优势能够实现从零部件生产源头到电梯安全运行中的各个环节质量严格把控, 避免了由于主要零部件质量问

题而影响到广日牌电梯的整机质量。最近国外品牌电梯事帮频出，多半是由于维修服务问题，相比之下，广日电梯完整产业链优势在未来体现出竞争优势。

图15：2010年广日股份产业链布局及延伸业务示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

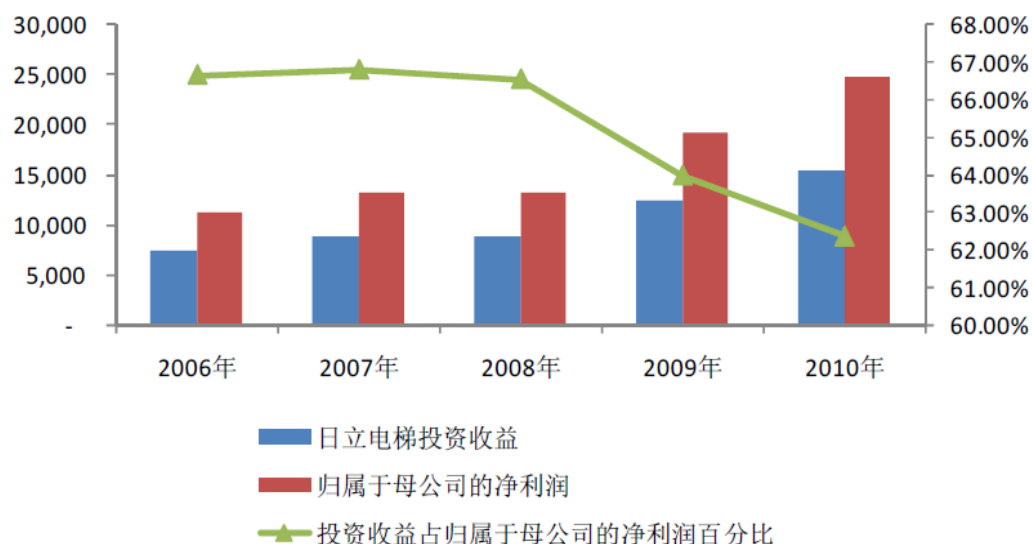
2、国际化合作，拓展关联产业链

（1）对日立电梯的投资收益是目前公司主要的利润来源

对公司利润贡献最大的是参股 30% 的日立电梯，2010 年收入达到 80 亿元，净利润率 4.48 亿，虽然净利润率仅 5.6%，但对公司的利润贡献高达 60%。日立电梯（中国）是全国最大的电梯研发和生产企业之一，是日本株式会社日立制作所在中国的唯一制造、销售电梯企业。日立电梯现已形成“一个总部、二个研发中心、三个制造基地”的战略格局，不断推动中国都市建设事业的发展。日立电梯致力于各类电梯、扶梯、自动人行道、

建筑智能化系统工程的研究、制造、销售、安装、维修、保养、进出口贸易服务，超过 40 个分支机构遍布全国各个主要城市，并在广州、天津、上海三地分别设立了大型制造基地，目前年产能达到 3.5 万台，是国内最大的电梯制造商和服务商之一，去年的销售收入 80 亿元。日立电梯（上海）和日立楼宇设备（天津）是日立电梯（中国）下属以电梯制造为主业的两家子公司，广日股份通过直接投资和参股 30% 的日立电梯（中国）合计享有上述两家公司各 30% 的权益。

图16：日立电梯投资收益占比示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

（2）与日立合作也是零部件制造与服务提升的过程

广日股份与日立电梯的业务合作关系主要体现在电梯零部件及物流服务两方面，涵盖广日股份的广日电气、广州塞维拉及广日物流三家子公司。

广日电气：是由广日股份、安捷通电梯以及广日电梯合资设立的高新技术企业，以电梯相关的零部件的生产、销售为主，目前在广州、上海、天津三地设立了生产基地，形成了变压器、电抗器、控制柜、操纵箱、召唤箱、电梯专用随行电缆、视频扁缆、分歧电缆、控制电线、电梯空调、矿用电器，LED 等多系列产品，为高新技术企业。经过 10 余年与日立电梯的高端合作，广日电气与日立电梯形成了相互依存、战略共生的关系。同时依托其积累的技术及工艺优势，开拓了奥的斯电梯、约克广州空调冷冻设备有限公司、西屋屏蔽门（广州）等知名客户，成为其零部件供应商。目前广日电气对日立的依赖仍较高，2009、2010 年电梯零部件收入 83% 来自日立电梯相关公司（日立电梯、日立楼宇等）。

广州塞维拉：由广日股份和西班牙塞拉克热轧型钢有限公司合资设立，为广日股份实际控制的从事电梯导轨生产的高新技术企业，股权比例 50%。广日塞维拉的前身是建于 1993 年的广州中联电梯导轨厂，为国内最早从事导轨业务的电梯零部件企业之一。广州塞维拉按国际最高标准专业生产电梯 T 型导轨和连接板，具有生产超高速电梯导轨的能力。西班牙塞维拉是全球市场份额最大的专业电梯导轨制造商，导轨生产技术实力全球领先。广州塞维拉通过引进具有国际领先水平的西班牙塞维拉电梯导轨生产技术和高速电梯导轨生产线，目前的产能 6 万吨，成为华南地区规模最大和唯一拥有高速导轨生产能力的导轨生产企业。

广日物流：是广日股份与高达物流中心有限公司（安捷通电梯控股子公司，属于香港法人）合资设立的高新技术企业，主要为电梯制造及关联产业提供以供应物流、生产物流和销售物流为主的供应链物流服务。广日物流目前总部位于广州番禺区大石镇石北工业园，在上海市青浦区和天津市宝坻区设有分公司，形成了以广州、天津和上海为物流中心，以北京、南京、常熟、大连、西安、沈阳、重庆、成都等大、中型城市为据点，服务网点覆盖全国的物流网络体系。

日立电梯在采购方面建立了符合长期发展战略的供应链管理系统，对交货期、产品质量、服务能力三个方面严格管控。日立电梯积极开展集约采购管理，实施供应商的分级管理，广日股份凭借着快速响应能力、较高的产品质量及灵活的服务通过了日立电梯的资格审核及严格的认证体系，成为日立电梯的供应商，双方建立在业务上建立了长期稳定的战略合作关系。

表 4：广日电气为日立电梯配套历程

时间	提供的电梯零部件种类
1998 年	电梯装箱、电梯运输木箱等产品
1999 年	增加自主研发的电梯变压器及电梯空调等产品
2000 年	增加自主研发的电线电缆产品等产品
2003 年	增加自主研发的隔离变压器和安全隔离变压器产品等产品
2005 年	增加自主研发的分歧电缆产品及超薄按钮等产品
2008 年	增加自主研发的电梯门控制系统、串行通讯召唤电子板等产品
2009 年	增加自主研发的液晶视频显示器、电梯专用开关电源
2010 年	增加自主研发的 LED 照明系统等产品

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

（3）对日立虽无控制权，但与日立相关资产均注入上市公司

合资企业的控制权及利润转移问题普遍存在，并且直接影响公司的业绩和估值，对于公司的影响我们分析如下：成立日立中国之初，中日持股比例分别为 1: 1，2004 年日方控股权提高到 70%，作为条件日立将研发中心设在广州。广日股份对日立电梯虽然没有控制权，但是与日立相关的资产也一起注入上市公司，同时广日与日立产权关系明晰，人事独立，日立电梯目前一线管理人员都是中方，只有研发中心的部长是日方代表。日立电梯零部件基本实现国产化，4m/s 以上的高速电梯和高跨度扶梯的零部件需要从日本进口，并且这部分比例很小，其它大部分零部件（如导轨、控制板等）均从广日股份等配套企业采购，市场化定价，因此不存在合资公司利润向日方转移的问题。当然，由于日立有一些日方管理人员轮岗中国日立，加之研发费用，因此日立电梯的净利润率 5.6% 低于国内上市公司净利润水平，并且低于上海三菱。我们认为随着公司上市，广日股份与日立电梯管理效率将得到改善。

（4）与世界知名企业合作拓展关联业务

广日股份在与日立公司进行技术合作和股权合作的过程中，通过不断摸索形成一整套国际化高端合作模式。广日股份围绕电梯主业，在存在协同效应且前景广阔的关联产业中进行前瞻性布局，借助与世界顶级企业的紧密合作，迅速与行业领先的技术标准、管理模式、经营理念接轨，通过消化吸收并自主创新，努力消除与先进企业在从技术到管理的差距，树立在高端制造业行业中的竞争优势。

表 5: 广日股份与世界其他知名企业合作拓展关联业务情况

协同类型	关联产业	合作方	合作方式
产业链协同	电梯导轨	西班牙塞维拉	股权合作
技术协同	LED 照明	德国欧司朗光 电半导体	技术合作（战 略合作关系）
技术协同、市场协同	机械式停车设备	日本新明和、 德国威尔	技术合作
技术协同	地铁屏蔽门	德国克诺尔	股权合作
市场协同	封闭垃圾处理	瑞典恩华特	股权合作

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、广日股份的竞争优势分析

表 6: 国内主要的电梯企业比较

	电梯业务收入及盈利指标	核心技术及性能指标	市场定位及典型工程	销售及网络
广 日 电 梯	2010 年电梯销量 3411 台，收入 4.67 亿元，净利润 4.77 亿元，毛利率 24.5%，净利率约 10%。	4m/s 以下 GreenMax 变频调速小机房乘客电梯，2m/s 以下 GreenMax 变频调速小机房观光电梯 GreenMax 无机房客梯，35 度 0.5m/s 扶梯。	广日电梯定位国内二三线城市，销售区域以华南地区为主。 典型工程：深圳江苏大厦、广州南方大厦、广州家乐福、深圳罗湖公安局。	华南地区为主
日 立 电 梯	2010 年收入 80.5 亿元，净利润 4.45 亿，净利率 5.6%。	能量再生技术；永磁同步技术永磁同步技术；无机房技术	典型工程：北京奥林匹克蓝球馆、四川花样年喜年广场、武汉新世界中心	全国
上 海 三 菱	2010 年上海三菱产销电梯超过 4 万台，主营业务收入超过 100 亿元人民币，市场占有率保持行业领先地位。2010 年净利润 8.65 亿，净利率 8.65%，毛利率 20.5%。	永磁同步（PM）无齿轮曳引技术、专用变压变频（VVVF）调速技术、能量回馈技术、分散微机数据网络控制技术、智能化门机技术、人工智能（AI）群控管理技术、可变速电梯技术。2010 成功地开发出 LEHY-H 高速(6.0m/s、1800kg)微机网络控制变压变频调速乘客电梯。	全国地区高档酒店写字楼、典型工程包括上海世博中心、中央电视台新址、上海金茂大厦、绿地集团、上海浦东机场、重庆机场、南京新百大厦等。	全国。2010 年上海三菱保养电梯总量超过 8 万台，自保养比例达到 30%左右，高于行业水平 10 个百分点以上。
康 力 电 梯	2010 年电梯销量 7000 余台，收入 5.35 亿元，电梯毛利率近 30%，净利率 11%。	直梯以 4m/s 以下为主，扶梯 35 度，提升高度 25m 以内。公司提出 2011 年开展 8-10.0m/s 高速电梯和提升高度 30 米以上重载交通型扶梯等新产品开发。	公司开发的产品系列覆盖市场总容量 98%以上的常用电梯与自动扶梯产品市场，重点面向普通高层住宅、商务办公楼、购物中心、轨道交通等各类建筑。世纪金源苏州市轨道交通一号线全线车站 199 台自动扶梯工程项目 南昌昌北机场	华东地区 38%，中南地区 27%，西南地区 10%，华北地区 10%。部分超募资金将用于营销服务网络升级，计划 2010 年 9 月-13 年 12 月在全国范围成立 30 个分公司。

资料来源：各公司网站，招商证券研发中心

我们对比了与广日电梯市场定位相同的康力电梯，与日立电梯定位接近的上海三菱，对广日股份的竞争优势分析如下：

- （1）对广日股份净利润贡献最大的日立电梯技术上在国内处于领先地位，市场定位高端，与三菱电梯接近。收入规模和盈利能力略低于三菱，未来几年合资品牌仍将占据国内高端市场，但增速平稳。
- （2）相比外资品牌，国内本地品牌已掌握中高档产品技术并实现零部件国产化，但是与外资品牌相比在销售网络和品牌推广上仍有较大差距。广日电梯的市场目前以华南地区为主，销售网络相对较弱，上市后将有利于品牌推广。

- (3) 广日电梯在这四家企业中生产规模最小，但是盈利水平较高。合资电梯企业日立由于外方技术与管理人员工资较高，净利润率低于上海三菱，预计上市后会有改善的空间。
- (4) 广日股份属国有控股企业，在项目推广、新兴业务补偿、土地补偿等方面得到广州市国资委的支持。

4、广日股份未来发展战略及新兴产业培育

广日集团目前的产值规模在 100 亿左右（包括日立电梯），公司正在谋求战略突破，产品将由目前的电梯及配件、地铁屏蔽门、LED 路灯等城市装备，向包括垃圾收集、运输和垃圾焚烧发电等环保产业拓展。随着国产品牌广日电梯的份额上升和新兴产业的发展，收入和利润分布更合理。

(1) LED 产品将实现批量生产

广日电气 LED 产品原先主要用于广日电梯和日立电梯的内部照明，在广日股份以产业链为依托，拓展关联产品的发展思维下，凭借与照明行业巨头德国欧司朗光电半导体公司有着良好的合作关系，公司 2008 年开始研发 LED 产品共获得 8 项专利，其中自主研发的 LED 面板灯及第二代 LED 路灯荣获“2010 年度中国创新设计大奖一等奖”。公司是首批六家绿色照明示范城市指定使用 LED 路灯产品之一，产品被广东省列入《绿色照明示范城市推荐采购产品目录》。凭借与政府的良好关系，公司在“广东省绿色照明示范城市专项行动”招标中预计可获得 10 亿元订单，该行动计划 2 年内在 9 市范围内完成 60 万盏 LED 路灯的应用规模。目前首批“广东省绿色照明示范城市”有“一市一区一镇”，“一市”为广州，“一镇”为中山小榄，“一区”为禅城，其招标工程即将启动。此外，公司向政府申请的 LED 产品发展补贴预计将于明、后年到位，补贴金额达 1 亿元/年，不仅增加公司利润还利于提升公司的研发能力。

(2) 环保产业规划

2005 年，广日股份与垃圾自动收集系统行业的全球领导者瑞典恩华特公司合资成立“广州恩华特环境技术有限公司”，共同面向中国家庭式垃圾收集系统市场。2007 年，公司又引进丹麦伟伦公司垃圾终端处理发电技术。目前广州恩华特是国内专业垃圾收运解决方案提供商，其生产的封闭式垃圾自动收集系统市场占有率全国第一，已和万科地产、金地集团、中海地产、保利地产、恒大地产、凯德置地等全国一线房地产开发企业建立了良好的业务合作关系，其专业的封闭式垃圾自动收集系统已成功运用在广州金沙洲生态新城、深圳大运村、三亚半山半岛、大同水泉湾龙园等大型项目中。在全球范围内，城市垃圾处理一直是一大难题，公司凭借先进技术和理念较早的进入了这一市场，目前虽然收入不大，但未来市场空间潜力巨大。

(3) 地铁屏蔽门

2006 年广日股份与克诺尔制动系统亚太区（控股）有限公司（德国克诺尔集团的子公司）合资设立了西屋月台屏蔽门（广州）有限公司，其中广日股份占 35% 的股份，后者占 65% 的股份。西屋月台屏蔽门引进英国西屋铁路设备公司（克诺尔集团关联公司）

的全球领先的月台屏蔽门技术，目前提供 3 类站台边缘的防护产品：屏蔽门、全高安全门以及半高安全门以及安装及售后服务。公司产品已经在北京 5 号线、广州 4 号线和上海 10 号线安装屏蔽门系统，目前正在进行的国内项目主要有深圳 3 号线和 5 号线、上海 10 号线、西安 2 号线、南京 2 号线和沈阳 1 号线等；国外项目有沙特的麦加线，阿联酋迪拜线，新加坡线，日本金山项目，意大利布雷西亚线等。2010 年，西屋月台屏蔽门营业收入达到 4.5 亿元，净利润为 773 万元。随着“十二五”期间我国地铁建设的加速，公司凭借技术优势，市场份额有望进一步提高，盈利能力将得到明显改善。

四、估值及投资建议

1、业绩预测假设

- (1) 假设上市有利于广日股份品牌推广和国内市场份额提高, 销售增长较历史有改善。
- (2) 假设未来 11-13 年参股公司日立盈利水平略有改善, 投资收益的增速为 25%、20%、25%。
- (3) 根据公司公告 2012 年、2013 年 LED 补贴为 1 亿元。
- (4) 公司沙河老厂区 10 万平方米土地政府收储, 假设获得 10-15 亿元补贴, 盈利预测暂不考虑, 但是绝对估值应考虑土地转让现金收益。
- (5) 假设目前子公司继续享受原有的税收优惠。

表 7: 营业收入及盈利假设表

营业收入 (百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电梯	364.4	453.7	589.8	707.8	884.8
立体停车库	45.9	52.5	60.4	69.5	79.9
电梯配件	691.1	880.1	1197.0	1556.1	2022.9
安装工程收入	15.1	25.5	38.3	57.5	86.2
维修、保养	28.4	33.2	39.9	49.8	64.8
物流	196.7	261.2	339.6	441.5	573.9
包装	91.4	109.8	131.7	158.1	189.7
合计	1433.0	1816.1	2396.7	3040.2	3902.1
销售收入增长	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电梯		24.5%	30.0%	20.0%	25.0%
立体停车库		14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
电梯配件		27.4%	36.0%	30.0%	30.0%
安装工程收入		68.8%	50.0%	50.0%	50.0%
维修、保养		17.1%	20.0%	25.0%	30.0%
物流		32.8%	30.0%	30.0%	30.0%
包装		20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计		26.7%	32.0%	26.8%	28.4%
毛利率	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电梯	23.8%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
立体停车库	9.8%	8.8%	9.0%	10.0%	10.0%
电梯配件	14.0%	16.3%	16.5%	17.0%	17.0%
安装工程收入	41.1%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
维修、保养	49.3%	51.5%	50.0%	50.0%	50.0%
物流	23.6%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
包装	14.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	18.6%	20.1%	20.1%	20.4%	20.4%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

2、估值及投资建议

表 8: 相关上市公司估值对比表

公司	代码	股价	EPS			PE			PB (MRQ)	PS	ROE (2010)	市值 (亿元)
			10	11E	12E	10	11E	12E				
上海机电	600835	13.59	0.65	0.80	0.96	20.9	17.0	14.2	2.6	0.8	12.1	110.2
康力电梯	002367	17.18	0.50	0.63	0.80	34.4	27.3	21.5	3.3	3.8	9.5	40.9
广钢股份	600894	8.70	0.31	0.42	0.64	28.1	20.7	13.6	3.7	3.4	16.3	68.5
平均						27.7	21.6	16.4	3.2	2.7	12.6	

资料来源：招商证券研发中心

首次给予“审慎推荐-A”评级。我们预测 2011-2013 年公司的 EPS 为 0.42、0.64、0.77 元，若剔除 LED 补助为 0.42、0.53、0.66 元，未来两年的增长率为 25%左右，2011 年 PE 为 21 倍。虽然广钢股份目前 PE 高于上海机电，但是我们认为广日股份是一个主营业务突出、产业链完整、产值百亿的电梯企业实现整体上市，上市对公司未来的发展将是积极的。按照 2011 年 20-22 倍 PE 估值再考虑 10-15 亿元的土地增值和研发补贴，广钢股份的合理估值区间为 10-12 元。

3、风险因素分析

(1) 对日立电梯没有控股权

广日股份参股 30%日立电梯，中方同意日方控股的条件是将研发中心设在中国（广州），因此短期来看增持日立的可能性不大。上市有利于公司改善治理结构，提升盈利水平，但是没有实际控制权将影响公司估值水平提升。

(2) 房地产行业调控影响电梯需求

电梯需求与房地产投资密切相关，调控对电梯需求有负面影响，但是从中长期来看，中国人口周期决定了未来三年的刚性需求仍将较快增长，加之保障房的建设，因此房地产供给增速不会明显下降。

参考报告:

过去五年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2010 年度投资策略—政府投资见效 优势企业胜出》2009.12.6

报告以历史的眼光和全球化的视角，分析和预测了行业的发展趋势。我们认为 2010 年政府投资对设备的需求拉动效应将扩大，铁路设备行业最为受益；房地产和制造业固定资产投资将大幅反弹；国际市场需求正在回升，优势企业将在竞争中胜出。

8、《中集集团（000039）—万事俱备只欠东风》2010.1.8

本文对中集集团集装箱业务成长和多元化战略做了回顾，作为多元化战略的第二步，公司重拳出击能源化工装备业，完善产业布局。万事俱备只欠东风，预期 2010 年全球经济复苏、收购兼并整合和股权激励将拉开股价上涨序幕。

9、《机械行业 2010 年中期策略报告-经济转型离不开装备制造业》2010.6.11

本文主要针对几个焦点问题展开：经济结构调整是否意味着机械行业景气度高点出现；劳动力成本提升对机械行业的影响；具有周期性特点的机械行业估值安全边际在哪里？报告提出股价已经对经济增速放缓做出反映，价值股已明显被低估，机械行业股价受经济周期和政策周期双重作用，并不能简单由 M2 或投资增速之类的宏观指标来预测股价趋势。

10、《江苏神通（002438）—受益经济转型，核电阀门先锋（节能环保主题研究之三）》2010.6.23

报告分析工业特种阀门行业是理想的利基行业，中小企业隐形冠军优势明显。我们认为江苏神通首先实现了核电蝶阀、球阀完全国产化并占有 100% 的市场，是该领域的绝对冠军，而且公司能够参与业主单位合作研发，有利于保持领先优势。核电设备国产化离不开专业领域领先企业的参与，而江苏神通是其中的佼佼者。

11、《陕鼓动力（601369）—模式创新挑战传统估值（制造业模式转型研究之一）》2010.7.13

关于陕鼓动力的市场分歧在于：冶金化工设备能否给予高估值？我们认为透平机械需求的增长并不仅仅来自于冶金或化工行业产能的扩张，还来自于工业技术发展和对效率和节能要求的不断提高。商业模式创新改变制造型企业增长方式，加上收购兼并预期，公司有望挑战传统估值。

12、《杭氧股份（002430）—空分设备龙头迈进工业气体时代（制造业模式转型研究之二）》2010.7.13

本报告通过深入分析国际工业气体巨头业务架构与商业模式，创新性提出评价工业气体供气企业的“3C”标准-即 Cost(成本)、Capex(资本支出)和 Cash(现金流)。并通过纵向分析公司从制造业向供气服务的模式转变和横向比较公司和竞争对手的优势劣势，描绘出公司未来发展路径。

13、《中集集团（000039）—海洋工程业务蓄势待发》2010.10.8

2009 年中集集装箱业务景气度跌至冰点，但并没有停止扩张的脚步，实现控股来福士对公司进军海洋工程意义重大。我们认为中集集团新业务蓄势待发，传统业务稳步复苏，估值仍有提升的空间，本报告基本维持原业绩预测及强烈推荐评级。

14、《三一重工（600031）—战略全球化 估值国际化》2011.3.12

本篇报告发在三一重工千亿市值之后，重点讨论公司战略、成长性与国际化。历史上工程机械一直被当成强周期性行业，估值一直很低。高成长的三一是中国高端装备制造的代表，发行 H 股能否给予公司一次重新定价的机会，拭目以待。

15、《富瑞特装（300228）—深耕全产业链，掘金 LNG 应用》2011.5.30

自上而下的分析逻辑：中国 LNG 投资热潮到来，中国十二五期间大力投资 LNG 接收站和液化工厂，LNG 供应能力将增长 4 倍至 4700 万吨。LNG 替代柴油车有着无可比拟的经济优势和环保效益，解决了 CNG 汽车续驶行程短、加气站布点难的问题，为 LNG 汽车在公交系统外大规模推广提供了可能。

16、《中国南车（601766）—非公开发行方案增强市场信心》2011.6.15

南车集团和社保基金参加中国南车的非公开发行大大增强市场信心，由于未来三至五年成长较确定。下半年可能的催化剂事件还包括：铁道部启动 2011 年招标，京沪高铁客座率超预期，高铁新开工项目回升，短期利空已出尽。上调评级至强烈推荐。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	691	1053	1462	2036	2698
现金	309	449	679	1044	1426
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	6	7	9	12
应收款项	120	214	276	351	450
其它应收款	20	53	73	92	118
存货	209	317	388	490	629
其他	28	14	39	49	63
非流动资产	1346	1482	1661	1856	2072
长期股权投资	777	913	1049	1207	1388
固定资产	434	418	470	519	563
无形资产	109	106	95	86	77
其他	27	46	45	45	44
资产总计	2037	2535	3122	3892	4770
流动负债	681	960	1101	1367	1687
短期借款	108	111	120	150	150
应付账款	272	422	581	735	944
预收账款	194	308	310	392	503
其他	108	120	89	89	90
长期负债	10	8	8	58	88
长期借款	0	0	0	50	80
其他	10	8	8	8	8
负债合计	691	969	1109	1425	1775
股本	683	683	788	788	788
资本公积金	8	7	7	7	7
留存收益	617	833	1164	1601	2111
少数股东权益	45	52	62	78	97
母公司所有者权益	1301	1515	1951	2389	2898
负债及权益合计	2037	2535	3122	3892	4770

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	222	195	152	370	432
净利润			331	504	610
折旧摊销			54	58	61
财务费用			2	3	1
投资收益			(202)	(242)	(303)
营运资金变动			(50)	24	34
其它			17	24	28
投资活动现金流	(138)	(39)	(237)	(257)	(281)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			(137)	(157)	(181)
筹资活动现金流	22	(16)	315	253	231
借款变动			9	80	30
普通股增加			106	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	(66)	(101)
其他			200	239	301
现金净增加额	106	140	230	366	382

资料来源：公司报表、招商证券研发中心

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1456	1838	2426	3077	3950
营业成本	1181	1458	1938	2451	3146
营业税金及附加	7	9	12	16	20
营业费用	30	42	61	77	99
管理费用	153	212	255	308	395
财务费用	3	2	2	3	1
资产减值损失	6	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	125	161	202	242	303
营业利润	202	274	361	465	592
营业外收入	12	6	8	100	100
营业外支出	2	4	0	0	0
利润总额	212	275	369	565	692
所得税	15	21	28	45	62
净利润	197	255	341	520	629
少数股东损益	4	8	10	16	19
母公司所有者净利润	193	247	331	504	610
EPS (元)	0.24	0.31	0.42	0.64	0.77

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-	26%	32%	27%	28%
营业利润	-	36%	32%	29%	27%
净利润	-	28%	34%	52%	21%
获利能力					
毛利率	18.9%	20.7%	20.1%	20.4%	20.4%
净利率	13.2%	13.4%	13.6%	16.4%	15.4%
ROE	14.8%	16.3%	17.0%	21.1%	21.1%
ROIC	13.1%	15.2%	15.7%	16.2%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	38.2%	35.5%	36.6%	37.2%
净负债比率	5.3%	4.4%	3.8%	5.1%	4.8%
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	11.3	5.5	5.5	5.6	5.6
应收帐款周转率	24.2	11.0	9.9	9.8	9.9
应付帐款周转率	8.7	4.2	3.9	3.7	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.24	0.31	0.42	0.64	0.77
每股经营现金	0.28	0.25	0.19	0.47	0.55
每股净资产	1.65	1.92	2.48	3.03	3.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.13
估值比率					
PE	35.5	27.8	20.7	13.6	11.2
PB	5.3	4.5	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	62.8	45.8	34.9	27.6	22.2

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，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

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。