

广日全新亮相，注入、土地、电梯三看点

——广钢股份（600894）调研报告

要点：

- **调研结论：**广日股份借壳广钢上市全新亮相，重组完成后核心看点有三：注入、土地、电梯主业，我们初步测算可能的土地收益折合约1.65元/股（中性偏保守），电梯主业未来三年的EPS为0.42、0.53和0.64元，在股价中把土地预期扣除后的PE分别为17/14/11倍，由于再次注入预期较强，因此估值偏低，综合给予推荐评级。
- **集团资产与注入预期：**广日股份之前为广日集团控股公司，集团除广日股份外还有广日科技、广日环保、广日专用车等业务板块，另外，注入完成后公司也成为广州国资机电板块的唯一上市平台，机电板块还有万宝集团、广重集团和广州电气装备集团，不排除进一步进行资产注入的可能。
- **土地变现收益预期：**公司在白云区还有近10万平米的老厂区，该地块当纳入三旧改造篮子，我们根据周边拍卖地价及三旧改造补偿政策进行测算，公司可获得土地补偿收益约12.96亿元，折合每股1.65元。我们的测算只是根据现有不完全资料所进行的合理假设的初步推算，实际收益还需待收储拍卖后而定，不排除与测算值有较大出入的可能。
- **主业稳健，多元拓展：**公司电梯主业分为整机、配件、物流服务等业务，同时参股日立中国贡献的投资收益约占利润的60%。国内电梯市场需求稳定，空间广阔。公司有较强的技术和品牌优势，产品偏重于二三线城市，更易收益于保障房建设。日立中国增长稳健，公司配件业务亦会随之增长。另外，公司立足主业进行了多元化拓展，开辟了智能停车、LED、矿山电缆、屏蔽门等新业务，这些业务虽然目前尚未贡献规模利润，但都是与该行业内全球第一的公司进行合作，奠定扎实的技术基础，未来很可能会成为核心利润点。
- **风险提示：**公司盈利存在三方面风险，一是市场竞争加剧，毛利率下降；二是预期的土地收益无法获得或低于预期，三是类似于奥的斯电梯产品事故带来的突发性估值冲击。

报告日期：2011年07月28日

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781, ✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

严福崙

☎ (86-0755) 83515672, ✉ yfy@cgws.com

执业证书编号：S1070511030001

投资评级： 推荐

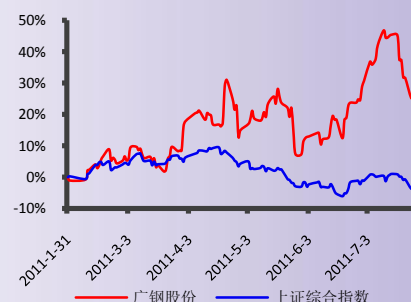
股本及行情数据 当前价格：8.96元

总市值（亿元）	68.31
流通市值（亿元）	68.3
总股本（万股）	76,241
流通股本（万股）	76,241
12个月最高/最低	35.06/14.05
十大流通股占总股	70.51%
大股东	广州钢铁企业集团有

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入	1838	2353	2902
(+/-%)	26.3%	6.8%	8.2%
净利润	247	334	415
(+/-%)	28.0%	35.1%	24.5%
摊薄每股收益	0.362	0.423	0.527
PE	24.8	21.2	17.0

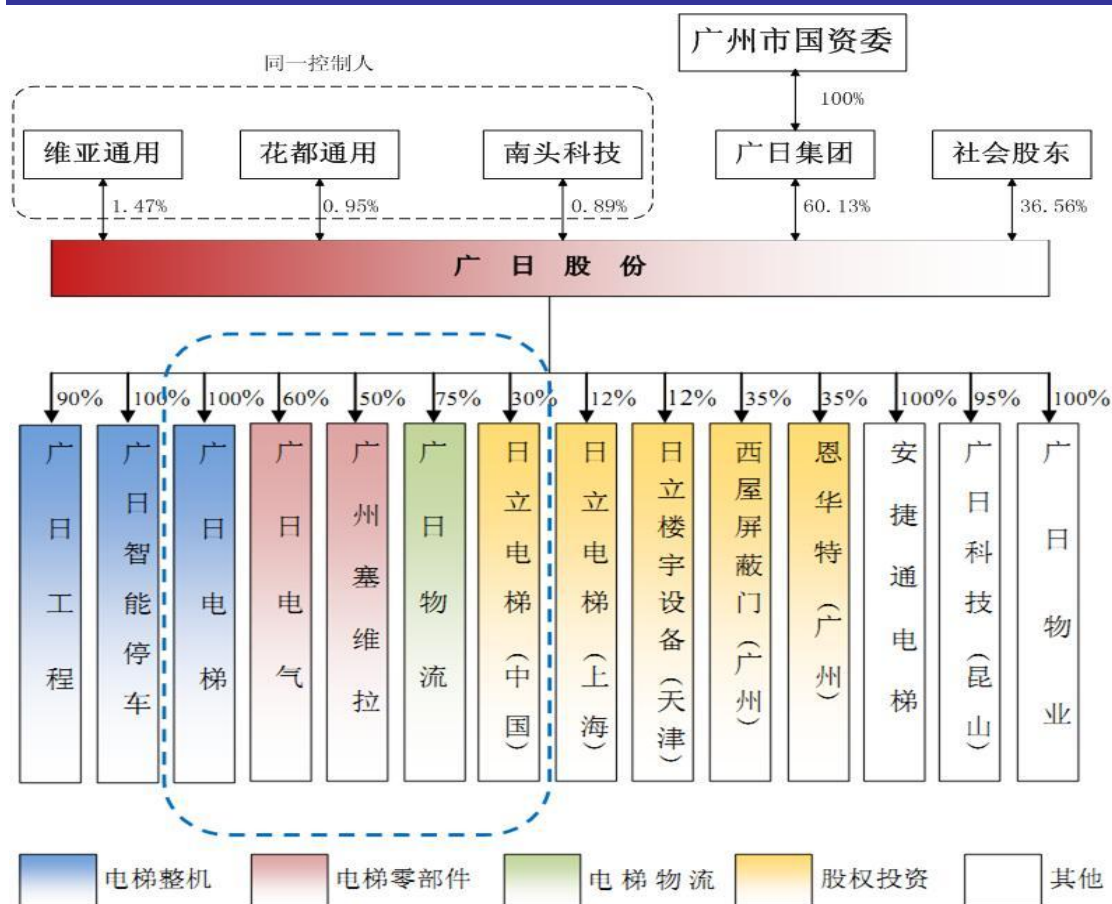
公司股价表现图



1. 广日借壳，成广州国资机电平台

公司于今年1月10日和5月25日分别发布了交易预案和草案，广日集团以广日股份91.91%的股权与公司现有资产以6.18元/股进行置换交易，差额部分以现金补足，同时向维亚通用、花都通用、南头科技三公司以7.14元/股增发2611万股收购其持有的广日股份8.09%的股权，完成后广日股份完全注入上市公司，主营由钢铁冶炼转变为电梯整机及零部件制造及相关辅业经营。此次增发进入的三个小股东是同一控制人，属于广日供应商和战略伙伴，与公司有长达十几年的合作关系，因此对其增发价7.14元/股基本可看作实业股东认可的下限。花都通用南头科技锁定1年其余两者锁定三年。

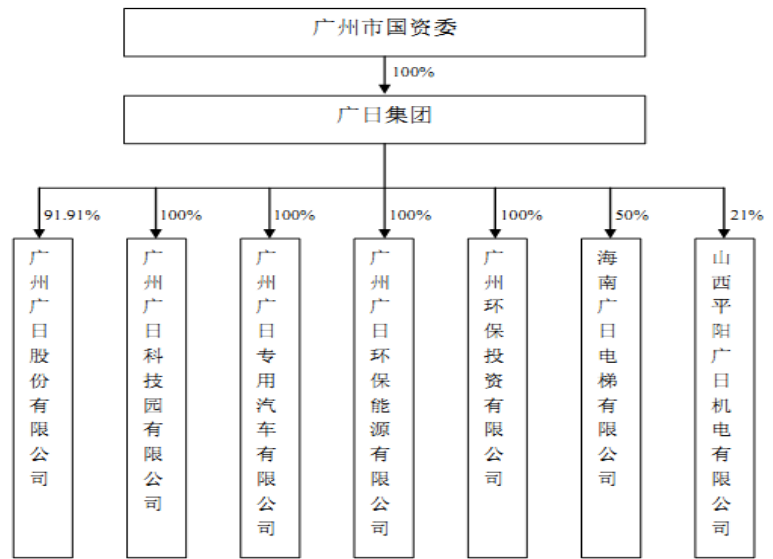
图 1 重组完成后公司的股权结构图



广日集团以电梯业务为主，下属还有专用汽车公司和环保能源公司等资产，但收入与利润与电梯业务相比都太小。目前广州国资委旗下机电板块主要整合为广州万宝集团、广日集团、广重企业集团和广州电气装备集团，其中技术水平较高的为广重集团，规模较大的为万宝集团。重组完成后，公司成为广州国资旗下首个机电资产上市

平台，不排除今后持续进行资产注入，跨集团收购其他机电资产的可能性。

图 2 广日集团旗下资产分布



资料来源：公司公告，长城证券研究所

表格 1 2010 广日集团与广日股份收入对比

项目	广日集团	广日股份	股份占集团比重
总资产	389,985	253,517	65.01%
总负债	189,339	96,892	51.17%
总权益	191,646	156,625	81.73%
负债率	48.55%	38.22%	
营业收入	192,680	183,843	95.41%
营业利润	23,842	27,400	114.92%
净利润	21,381	24,693	115.49%
净利率	11.10%	13.43%	
ROE	11.16%	15.77%	

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表格 2 广州国资旗下四大机电集团

	收入	口径	主营
万宝集团	1,265,356	2010	空调、压缩机及能源设备
广重集团	96,037	2009	盾构机、环保设备、化工装备
广日集团	192,680	2010	电梯整机、零部件及相关辅业
广州电气装备集团	520,000	2008	内燃机、电力设备、程控设备

资料来源：广州统计年鉴，各集团官网资料，长城证券研究所

2. 旧城改造，土地收益可期

我们通过分析公司历史发现，公司在广州市白云区仍有约10万平米的旧厂房，在广州市近年来大力推进旧城改造和“退二进三”进程的大背景下，上述土地存在一定的变现收益。

公司旧厂址位于白云区广州大道北，距离地铁三号线梅花园站约500米，距离广州环城高速约600米，地理位置优越。

图 3 广日白云旧厂区位置图



资料来源：搜狗地图，长城证券研究所

广州市2009年12月颁布了《加快推进“三旧”改造工作的意见》，该文件明确指出：

具备开发经营条件的原址用地，可由土地储备机构收购，也可由企业自行搬迁整理土地后，政府组织公开出让。原土地使用权人可选择以下一种收益支持方式计算补偿款：

方式一：规划(毛)容积率在3.5以内(包括3.5，下同)的，按土地出让成交价的60%计算补偿款，超出规划(毛)容积率3.5的，按(毛)容积率3.5以内部分用地产生的土地出让成交价的60%计算补偿款，超出部分产生的土地出让成交价不再计算补偿款。

方式二：规划(毛)容积率在3.5以内的，按原址用地、房屋及设备收购评估价格、加上土地出让成交价扣除收购价款后的土地纯收益的40%计算补偿款，超出规划(毛)容积率3.5的，按原址用地、房屋及设备收购评估价格、加上(毛)容积率3.5以内部分用地产生的土地出让成交价扣除收购价款后的土地纯收益的40%计算补偿款，超出部分产生的土地纯收益不再计算补偿款。

补偿给原土地使用权人的土地收益包含土地整理、修复费用，由土地储备机构负责房屋拆卸等工作的，相关费用应从补偿给原土地使用权人的土地收益中扣除。

由于公司旧厂区拆迁成本较低，可忽略不计，因此假设完成三旧改造，公司可获得的土地补偿款近似等于政府土地收储再拍卖后，土地成交价的60%。

我们能够依据“中国土地挂牌网”搜索到的距今最近的白云区成交地块分别是白云新城如下几个项目：

表格 3 白云新城地块拍卖价

交易地块	成交时间	用地性质	建设用地总面积(m ²)	规划面积(m ²)	容积率	成交价(亿)	楼面价	建设用地单价	竞得方	地块位置
AB2910001	2010-11-5	商业金融	39780	200100	5.03	14.4	7196	36199	上海绿地	白云区云城西路东侧
AB2907008-1	2010-12-16	二类居住	47485	122247	2.57	24	19632	50542	保利广州	白云区云城西路东侧、横二路
AB2907008-2	2010-12-16	二类居住	18998	53384	2.81	11	20605	57901	保利广州	白云区云城西路东侧、横二路
AB2907008-3	2010-12-16	二类居住	20795	58586	2.82	11.7	19971	56264	中海地产	白云区云城西路东侧、横二路
居住均价		二类居住			2.73			54902		

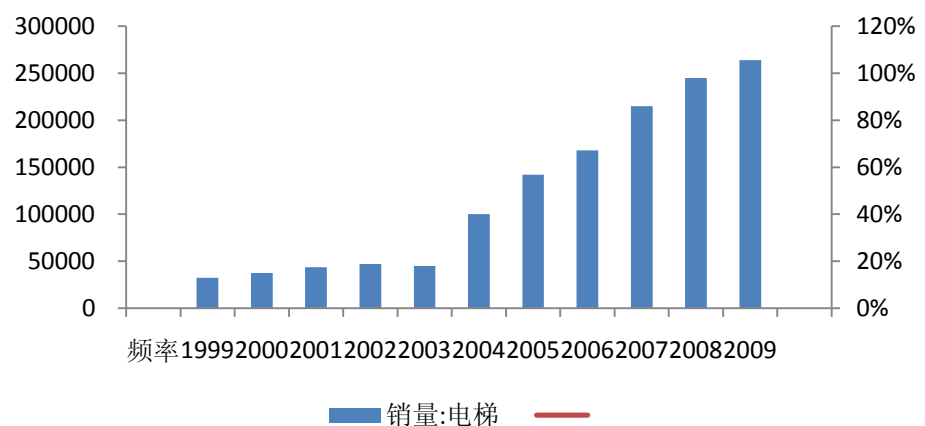
资料来源：中国土地挂牌网，长城证券研究所

当然，白云新城定位高端，其地价要高于广日这块地可能的拍卖预期价，我们仅是提供参考对比。另一方面，该地块附近的小区二手房价约为1.6万/平（五仙花园，安居客网站报价），假设该地块收储后做居住用地，则预期其拍卖露面地价约为1万/平，预期容积率为2.7，地块配套代建公用设施的占地比为20%，则该地块拍卖后总价可达21.6亿，公司可获得补偿款12.96亿元，折合每股1.65元。由于暂时无法获得关于该地块收储后的控制性详规数据，因此上述数据仅是根据现有资料的测算参考，个人认为该测算并未明显高估，当然，最终的收益还是要根据三旧改造的进度和对该地块的控制性详规而定，本文只做初步推测。

3. 电梯市场需求饱满

电梯属于专用设备里较小的子行业，一直随我国城市化的进程呈稳健增长态势。国内去年总产量约36万台，预计今年可达40万台，占全球的60%。

图 4 我国电梯销量及增速

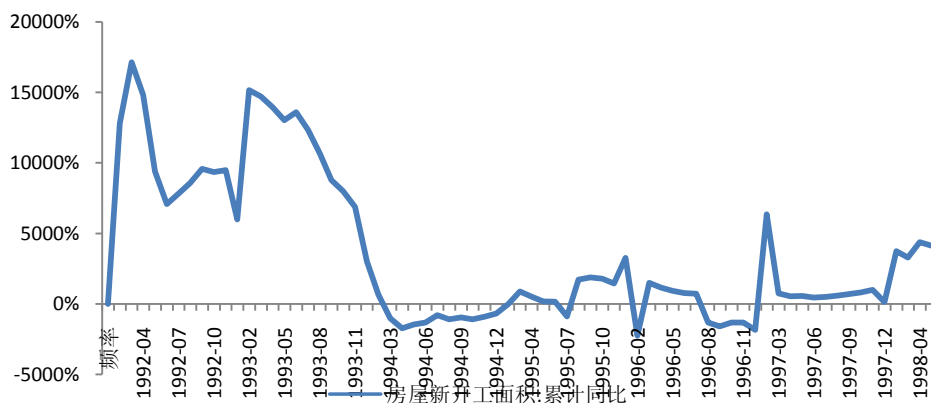


资料来源：机械工业年鉴，长城证券研究所

电梯需求的增长主要来自三个方面：

一是传统房地产需求，包括保障房、商品住宅和商业地产等。虽然市场普遍预期商品房开工量的下滑，但今年下半年至明年上半年保障房施工将集中爆发，而且保障房更偏向选择价格较低但质量接近进口品牌的国产品牌电梯，因此看好保障房的需求拉动。

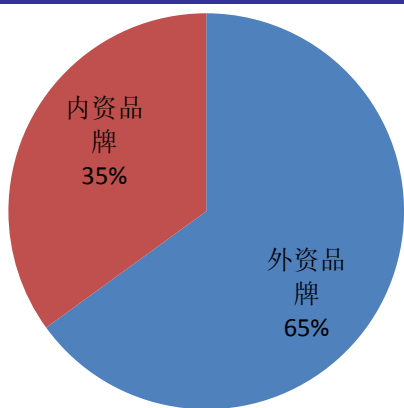
图 5 房地产新屋开工累计同比



资料来源：机械工业年鉴，长城证券研究所

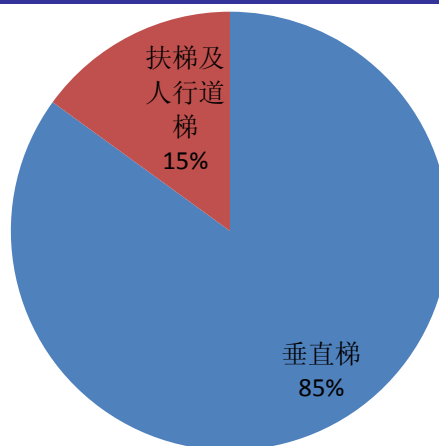
二是进口替代需求，由于电梯行业完全向外资开放，竞争激烈且充分，目前国内前三强三菱、奥的斯和日立均为外资品牌，且分别占有18%-14%的占有率，其余还有富士达、东芝、迅达等，外资合计占有国内市场的65%，国内品牌替代空间大。而且国内市场分布中垂直梯占85%，扶梯占15%，垂直梯中又以中低速梯为主，有利于国内品牌的扩张。

图 6 内外资市场占有率分布



资料来源：中国电梯，长城证券研究所

图 7 国内垂直梯占绝大部分



资料来源：中国电梯，长城证券研究所

4. 立足主业，周边拓展

公司主业分为电梯整机制造、电梯零部件生产、物流服务、对外投资等几大板块，

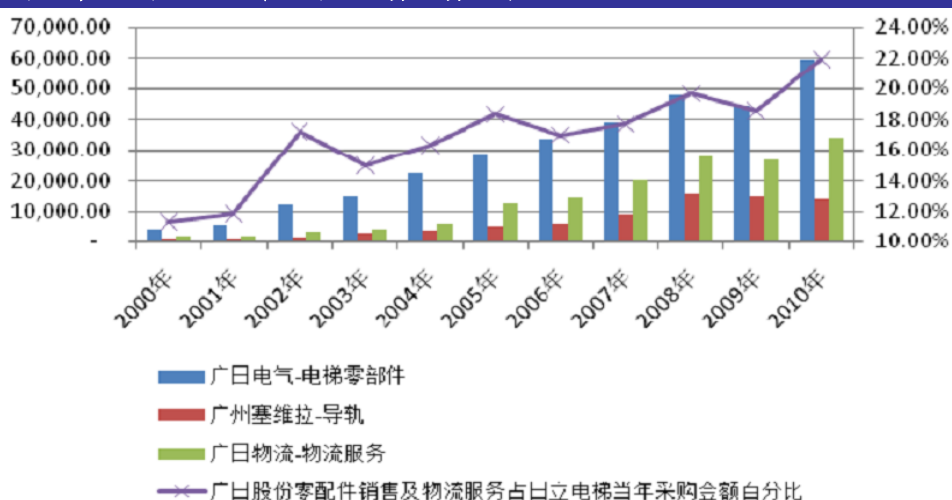
各板块的资产如下:

表格 4 广日股份业务板块分布							
	公司名称	合计持股比例	净资产	营业收入	净利润	ROE	净利率
电梯整机制造业务	广日电梯	100%	19,914.65	46,739.08	4,771.72	23.96%	10.21%
	广日工程	100%	1,568.74	4,858.25	537.91	34.29%	11.07%
	广日智能停车	100%	-1,837.02	6,011.19	-1,101.55		
电梯零部件业务	广日电气	100%	11,211.65	71,149.02	3,689.57	32.91%	5.19%
	广州塞拉维	50%	9,249.19	22,215.18	1,197.23	12.94%	5.39%
物流服务	广日物流	75%	13,279.08	41,652.32	3,081.08	23.20%	7.40%
对外投资	日立电梯(中国)	30%	262,605.63	805,227.65	44,824.40	17.07%	5.57%
	日立电梯(上海)	12%	45,419.60	122,793.83	7,108.08	15.65%	5.79%
	日立楼宇设备(天津)	12%	14,376.58	73,366.29	4,577.66	31.84%	6.24%
	西屋屏蔽门(广州)	35%	1,261.53	45,211.27	772.89	61.27%	1.71%
	恩华特(广州)	35%	2,352.49	2,741.78	-29.91		
其他业务	广日科技(昆山)	100%	1,999.98		-0.02		
	安捷通电梯	100%	6,351.99	166.14	1,201.93	18.92%	723.44%

资料来源:公司公告,长城证券研究所

公司最大的优势即在于与日立电梯广泛合作的同时,充分消化吸收并创新了先进技术,位居国产品牌前列。公司定位为中等电梯,以二三线城市为主,销售地域以华南为主,随着中西部城市化进程的加快仍有较大的提升空间。公司现有整机产能6000台,去年产量4000台左右,而且柔性生产技术对产线能力提升度高。随着公司配件业务的技术提升,从对日立电梯提供简单外围服务逐步转变为日立电梯核心供应商之一。

图 8 广日对日立电梯配件及服务业务发展



资料来源:公司公告,长城证券研究所

公司投资日立电梯所获得的投资收益成为主要利润贡献点,去年日立产电梯34000台,其中扶梯5000台,今年预计可产38000台,增速12%。日立电梯目前在广州、上海、



天津三地共有约50万平米的生产基地，为了配合西部扩张战略正在洽谈在成都再投资一个约10万平米的基地，届时广日也有可能在成都增加配套业务。

另外，公司在立足电梯主业的同时进行了围绕产业链的多元化拓展，开辟了智能停车系统、LED照明、矿山电缆和地铁屏蔽门等关联业务，而且采取和业内全球技术龙头公司合作方式，奠定了扎实的技术基础，譬如导轨业务是与全球市场份额最大的西班牙赛维拉公司合作，LED业务是与德国欧司朗合作，屏蔽门业务与德国克诺尔合作，封闭垃圾处理是与瑞典恩华特合作。这些业务单元虽然目前贡献利润较少，但未来均有成长为核心利润点的可能。

表格 5 核心假设

销售预测	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入同比增长						
电梯整机制造		14.83%	24.50%	35%	30%	25%
电梯零部件		-2.36%	27.36%	22%	18%	15%
物流服务		0.76%	28.76%	30%	25%	20%
其他收入调整		-37.96%	-3.22%	52%	20%	20%
合计		2.10%	26.26%	27.97%	23.35%	19.53%
业务利润率						
电梯整机制造	22.00%	23.81%	24.53%	25%	26%	26%
电梯零部件	12.75%	13.97%	16.28%	18%	19%	20%
物流服务	17.83%	20.54%	22.53%	23%	23%	23%
其他收入调整	61.63%	50.23%	66.31%	60%	60%	60%
合计	17.60%	18.91%	20.68%	21.80%	22.52%	23.23%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

盈利预测：预计公司2011-2013年的EPS分别为

风险提示：公司盈利存在三方面风险，一是市场竞争加剧，毛利率下降；二是预期的土地收益无法获得或低于预期，三是类似于奥的斯电梯产品事故带来的突发性估值冲击。

	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1838	2353	2902	3469	成长性				
营业成本	1458	1840	2249	2663	营业收入增长	26.3%	6.8%	8.2%	9.4%
销售费用	42	54	66	79	营业成本增长	23.5%	26.2%	22.2%	18.4%
管理费用	212	272	335	400	营业利润增长	35.6%	35.0%	24.7%	20.7%
财务费用	2	1	-3	-8	利润总额增长	29.9%	35.1%	24.5%	20.6%
投资净收益	161	195	220	240	净利润增长	28.0%	35.1%	24.5%	20.6%
营业利润	274	370	461	557	盈利能力				
营业外收支	1	2	2	2	毛利率	20.7%	21.8%	22.5%	23.2%
利润总额	275	372	463	559	销售净利率	13.4%	14.2%	14.3%	14.4%
所得税	21	28	35	42	ROE	15.8%	16.7%	17.3%	17.3%
少数股东损益	8	11	13	16	ROIC	24.9%	49.8%	162.4%	#####
净利润	247	334	415	501	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
流动资产	1053	1846	2658	3580	管理费用/营业收入	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
货币资金	449	1079	1717	2460	财务费用/营业收入	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
应收帐款	214	274	338	403	投资收益/营业利润	58.9%	52.7%	47.7%	43.1%
应收票据	6	8	10	12	所得税/利润总额	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
存货	317	400	489	579	应收帐款周转率	11%	10%	9%	9%
非流动资产	1482	1342	1181	1001	存货周转率	5.5%	5.1%	5.1%	5.0%
固定资产	440	302	144	-35	流动资产周转率	2.1%	1.6%	1.3%	1.1%
资产总计	2535	3188	3840	4580	总资产周转率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
流动负债	960	1188	1432	1681	偿债能力				
短期借款	111	111	111	111	资产负债率	38.2%	37.3%	37.3%	36.7%
应付款项	422	532	651	771	流动比率	1.10	1.55	1.86	2.13
非流动负债	8	0	0	0	速动比率	0.77	1.22	1.51	1.78
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	969	1188	1432	1681	EPS	0.36	0.42	0.53	0.64
股东权益	1566	2000	2407	2899	每股净资产	2.29	2.54	3.05	3.68
股本	683	789	789	789	每股经营现金流	0.29	0.75	0.90	1.04
留存收益	832	1149	1544	2020	每股经营现金/EPS	0.8	1.8	1.7	1.6
少数股东权益	52	62	75	91	估值				
负债和权益总计	2535	3188	3840	4580	PE	24.8	21.2	17.0	14.1
现金流量表（百万元）					PEG	0.93	0.94	0.83	-
经营活动现金流	195	591	709	818	PB	3.9	3.5	2.9	2.4
其中营运资本减少	54	65	69	71	EV/EBITDA	0.61	0.50	0.41	0.34
投资活动现金流	-39	-50	-50	-50	EV/SALES	9.82	7.72	6.26	5.24
其中资本支出	-67	-50	-50	-50	EV/IC	0.43	0.77	5.33	-0.96
融资活动现金流	-16	89	-21	-25	ROIC/WACC	2.05	4.10	13.37	-30.33
净现金总变化	140	630	638	743	REP	0.21	0.19	0.40	0.03

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍及承诺:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008年加入长城证券, 任机械、军工行业研究员。

严福崑: 武汉大学硕士, 2007年加入长城证券, 任机械行业研究员。

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>