

估值优势凸显，新兴业务发展前景看好

公司调研动态

前期我们调研了广日股份。广日股份与广钢股份进行资产置换进展顺利，前期公司公告了资产置换已经得到了国资委的批准，后续还需要证监会审批。作为同为广州市国资委的两个企业的资产置换，相应的政府支持力度较大，我们预计资产置换有望在未来三个月内取得较大进展。

◆以电梯业务核心，积极拓展 LED 等新兴领域

广日股份目前已经形成了自有品牌电梯整机、日立电梯(中国)投资、电梯零配件、电梯物流等核心电梯板块业务，短期来看积极受益于保障性住房、商业地产的开发，中长期受益于我国城市化的推进以及二、三线城市的房地产业务的发展。此外，公司结合自身技术优势，积极拓展 LED 照明、矿用电气设备、智能停车、垃圾收集等新兴业务。

◆具备估值优势，补贴收益大幅增厚明后年业绩

根据公司前期《资产置换草案》公告以及我们对其业务的测算，我们预计公司 2011-2013 年扣除非经常损益的 EPS 分别为 0.4、0.52、0.68 元。考虑广州市政府对公司的 2 亿元 LED 项目补贴资金将分别于明后年到账，以及公司位于广州大道的老厂区地块“三旧”改造补偿，我们测算明后年公司非经常性损益增厚每股收益分别为 1.39、0.13 元，公司目前的股价具备较强的安全边际。

◆建议增持，6 个月目标价 11 元

我们看好公司未来的成长性，考虑公司主营业务明年 18 倍 PE 以及总计约每股 1.5 元的非经常性损益，给予公司 6 个月目标价 11 元，建议增持。

◆风险提示：

由于目前资产置换尚未完成，最终的方案以及时间进度仍需关注。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6,073	6,510	2,799	3,757	4,750
营业收入增长率	-18.74%	7.20%	-57.00%	34.19%	26.44%
净利润(百万元)	37	-98	317	413	538
净利润增长率	-103.83%	-364.10%	-424.04%	30.13%	30.28%
EPS(元)	0.05	-0.12	0.40	0.52	0.68
ROE(归属母公司) (摊薄)	6.23%	-20.22%	32.18%	30.58%	29.48%
P/E	165	-62	19	15	11

增持(首次)

当前价/目标价：7.82/11.00 元

目标期限：6 个月

分析师

石磊 (执业证书编号：S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebscn.com

于青青 (执业证书编号：S0930511100001)

021-22169165

yuyq@ebscn.com

联系人

王天睿

021-22169323

wangtr@ebscn.com

市场数据

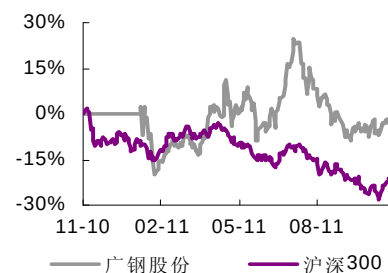
总股本(亿股)：7.62

总市值(亿元)：59.09

一年最低/最高(元)：6.13/9.88

近 3 月换手率：24.13%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.52	2.80	25.39
绝对	7.52	-2.76	3.10

相关研报

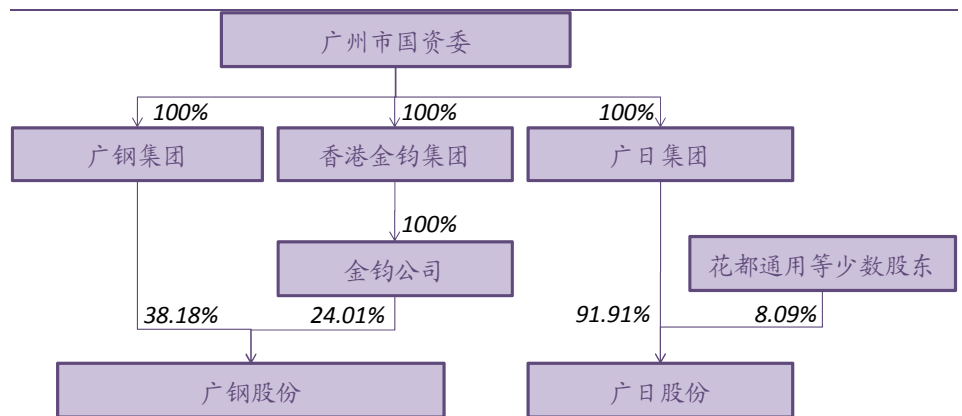
一、广日股份与广钢股份资产置换积极推进

广钢集团、广日集团均属于广州市国资委旗下全资公司，此次参与置换的广钢股份、广日股份分别是两集团的控股公司。

由于广钢股份主营钢铁制造相关业务，受钢铁资产盈利能力较差和国际金融危机的影响，公司近三年来一直难以摆脱经营亏损的现状；此外，2008年3月，国资委在批复湛江钢铁项目时，也明确广钢股份主要的白鹤洞生产基地将在湛江项目投产后关停，未来广钢面临转型。

而同属于广州国资委的广日股份，主要业务所在的电梯行业以及相关的通用设备制造业是我国未来着重发展的重点行业之一；同时，广日股份作为资产与盈利优秀的企业，近年来稳定成长，未来发展也需要进一步扩充资本，此前也是广州国资委重点扶持，未来计划上市的企业。

图表 1：广钢股份及广日股份股东结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

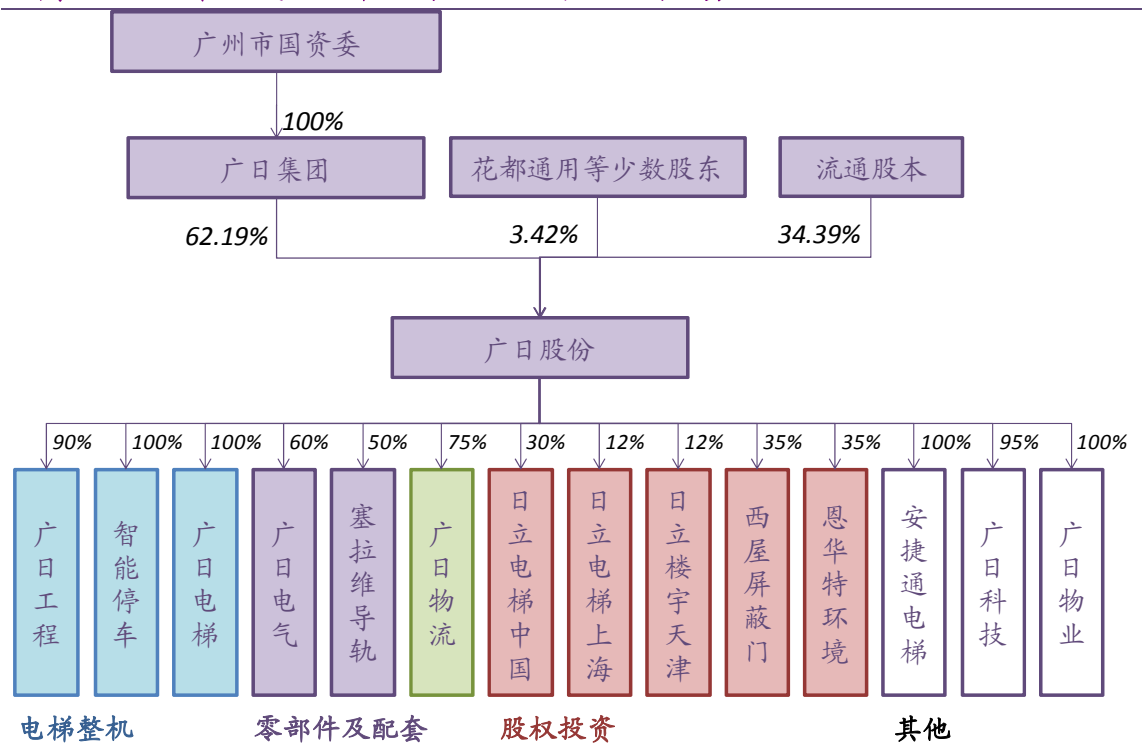
鉴于这种情况，广钢股份重大资产置换方案由广州市国资委推动，方案核心内容主要包括两部分：

- 1、广钢股份出让上市公司国有股权，同时承接本公司现有的全部资产和负债，与广日集团所持的 91.91% 的广日股份股权进行置换，实现钢铁资产从本公司退出；并由上市公司向维亚、花都等少数股东以 7.14 元/股发行股份约 2610.87 万股，收购其持有的广日股份 8.09% 股权。
- 2、广日集团与广钢集团及金钩公司分别签署的《股份转让协议》，以 6.18 元/股收购广钢集团和金钩公司持有的上市公司股份，扣除置出资产后差额部分的约 81499.45 万元广日集团以现金补足。

按照该方案实施全部完成后，广日集团将持有上市公司股权比例将达到 62.19%，从而绝对控股上市公司平台。而上市公司实际上即变成为广日股份现有全部资产以及业务（股权结构参见图表 2）。

目前根据公告，广钢股份国有股权转让已于 2011 年 9 月 28 日获得国资委批准，由于涉及增发收购少数股东权益等事宜，后续还需要证监会审批通过。由于当地政府对该重大资产重组支持力度较大，我们积极看好后续进程的推进。

图表 2：方案完成后上市公司股权结构及主要业务

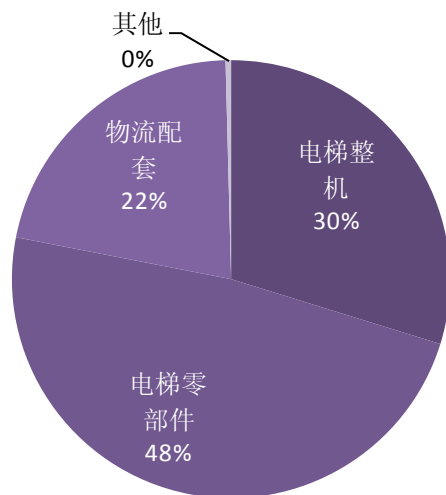


资料来源：公司公告，光大证券研究所

二、广日股份：电梯产业突围，并积极发展新兴业务

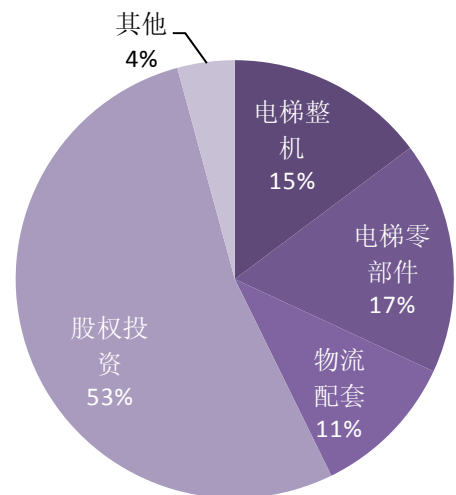
广日股份现有业务主要包括电梯整机、电梯零部件与物流配套以及以日立电梯为主的股权投资业务，公司 2010 年各板块收入与利润构成可参见下列图表。

图表 3：广日股份 2010 年收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 4：广日股份 2010 年净利润结构



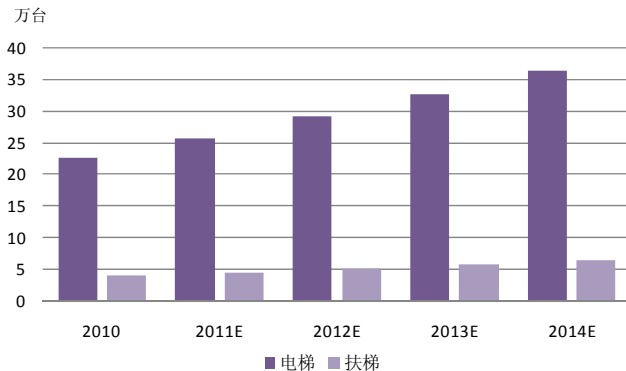
资料来源：WIND，光大证券研究所

从利润结构上看，公司目前盈利约有一半是参股日立电梯的投资收益，公司作为国内最早引进日立电梯制造技术的企业，与日立合作已久，日立电梯（中国）公司也是公司与日立合资发起，参与日常经营管理的企业。公司另一半自有业务包括广日自有品牌电梯、电梯零部件、电梯物流配套。

我们对于公司现有电梯为主的业务判断如下：

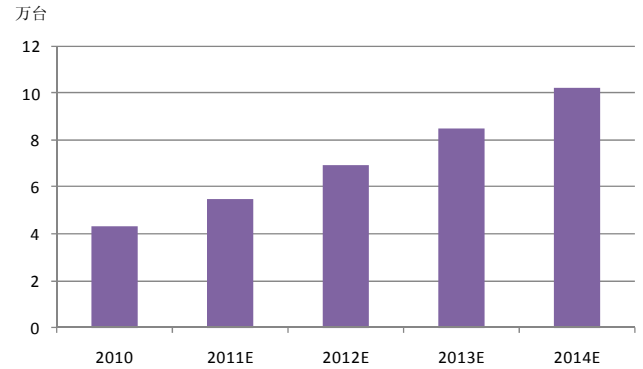
1、日立电梯与广日电梯分别定位于高端注重性能的一线市场与注重质量、性价比的中端市场，两者都积累了良好的品牌声誉与各自的客户群；另一方面，广日股份的电梯零部件与物流业务承担了相当部分日立电梯配套业务，两者合作紧密。总体而言，两者对于公司分别是“女婿”以及“儿子”，两者关系以合作以及良性竞争为主。

图表 5: 国内电梯市场需求 (不含出口)



资料来源: 中国电梯协会, 光大证券研究所

图表 6: 2010-2014 年电梯扶梯出口预测



资料来源: 中国电梯协会, 光大证券研究所

2、根据电梯协会的预测, 2010-2014 年国内电梯需求数量的复合增长率约为 12.7%, 如果考虑国内电梯出口的快速增长以及行业产品附加值的提升, 我们预计我国电梯行业未来几年整体增速约为 15%。

3、投资参股的日立电梯今年以来因 OTIS “电梯门”事件, 作为国内电梯的一线品牌受益较为明显, 今年以来有望实现 30%左右的增长, 未来的增长预计略高于行业增速。

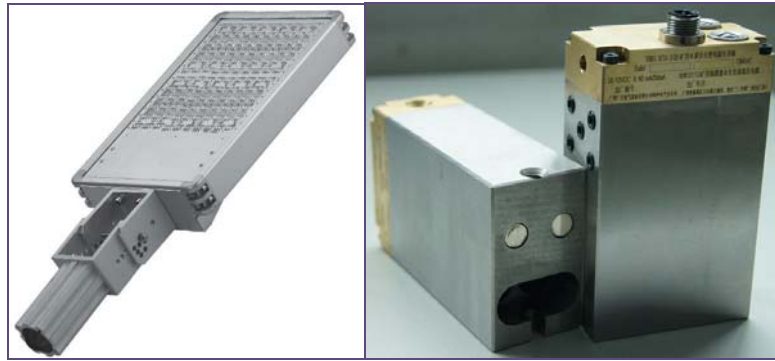
4、得益于国内保障型住房以及二三线城市房地产市场的快速发展, 公司自有的广日电梯由于其业界质量、品牌口碑较佳, 并直接定位于高性价比市场, 今年以来销售增长迅猛。我们初步预计公司全年整机订单有望达到 9000-10000 台, 较 2010 年实现翻倍的增长, 全年产销量预计可突破 5000 台。充沛的在手订单为公司明年的增长充分提供动能。我们预计公司上市后, 还将结合日立电梯 (中国) 整机业务战略, 在华东、华北、西南地区布局电梯产能。

除了传统电梯相关业务, 公司结合电梯研发中应用到的智能化、电梯照明、液压控制等技术优势, 积极研究拓展新兴业务。此次调研我们也参观了公司 LED 灯具生产线以及公司新开发的高端矿用控制设备、中央空调控制柜等, 我们认为其中以下两类产品值得重点关注。

1、公司目前 LED 业务已经开发了矿用 LED 照明、大功率 LED 路灯、汽车灯、电梯灯以及各类 T10、E27 等标准规格 LED 生活照明灯具等 13 个系列的产品, 目前主要是由欧司朗战略合作提供 LED 芯片。公司目前不急于大规模扩充产能, 而是重点提升 LED 产品的开发与系统设计能力, 积累道路照明模拟、远程控制、配光优化、灯具寿命、生产成本控制等技术优势, 以便在国内 LED 推广政策进一步落实后尽快切入工业应用、基建以及高端民用市场。

公司 LED 业务 2010 年也喜获了包括 “2010 年中国 LED100 强企业” 等多个奖项, 广日电器研发的两款 LED 产品 “LED 面板灯”、“第二代 LED 路灯” 除了双双获得 “红棉奖” 外, “第二代 LED 路灯” 荣获该次颁奖典礼的最高奖项、代表最高设计水平的 “红棉至尊奖”。

图表 7：公司开发的 120W 高功率 LED 路灯以及矿用电磁先导阀



资料来源：公司网站，光大证券研究所

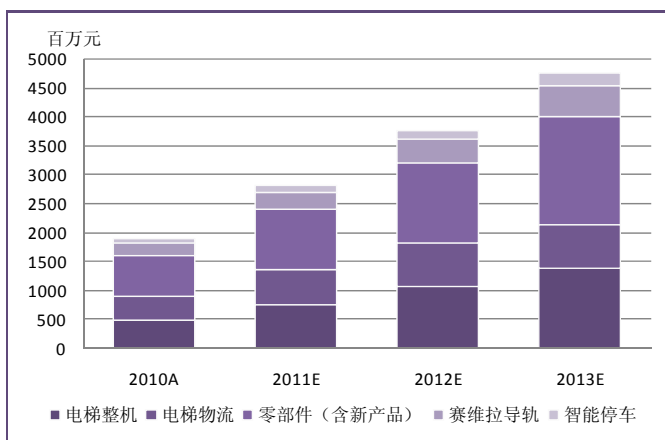
我们预计公司今年 LED 业务收入有望达到 1 亿元，我们看好“中国淘汰白炽灯路线图”政策，随着 2012 年 10 月起分阶段淘汰普通白炽灯对行业带来的实质性利好，我们测算公司未来 2 年 LED 业务有望达到 3-5 亿元销售收入规模。

- 2、矿用设备。公司导入电梯控制中的电磁微动控制技术，研发了矿用本质安全型电磁先导阀产品，目前正在郑煤机等矿机设备厂商逐步开展测试试用。电磁先导阀作为开采设备自动化过程中（如液压支架）必须的控制设备，目前以进口为主，销售价格较高，公司产品在性能指标上已经达到进口替代的能力。电磁先导阀产品的开发也在一定程度上说明了公司在应用自身技术优势跨领域拓展业务的能力；目前公司矿用产品已经形成了安全电路、先导阀、换向阀、安全阀、巷道灯等一系列产品。

三、主业成长性良好，非经常性收益大幅增厚业绩

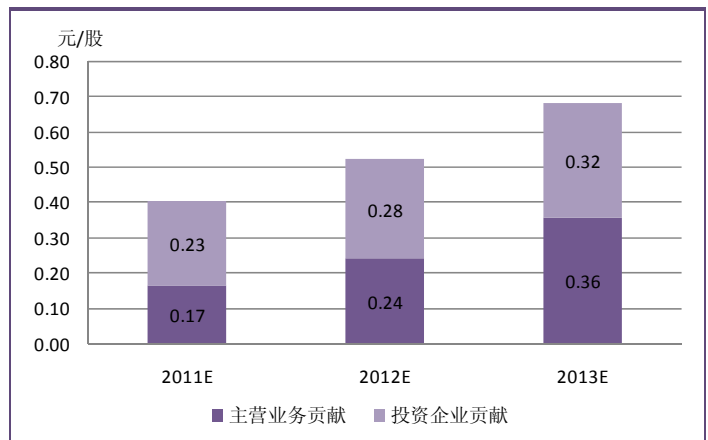
我们认为公司未来 2 年成长最快的还是公司的整机电梯以及包含各类新产品的零部件业务，综合测算公司 2011-2013 年的收入的复合增长率约为 30%（2010 年收入以广日股份披露收入数据测算，非广钢股份收入数据），扣除非经常性损益的 EPS 分别为 0.4、0.52、0.68 元，其中参股投资日立电梯（中国）等公司的投资收益贡献分别为 0.23、0.28、0.32 元。

图表 8：公司 2010-2013 年主营业务收入预测



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 9：2011-2013 年扣除非经常性损益 EPS 预测



资料来源：光大证券研究所

此外，公司今年下半年分别披露了影响公司未来两年非经常性损益两事宜。

- 1、2011 年 7 月 22 日公司公告了，广日集团获得广州市财政安排的广日股份 LED 项目专项补贴 2 亿元，并将于 2012、2013 年各拨付 1 亿元，影响未来两年每年的 EPS 约 0.13 元。

2、2011年9月29日，公司公告了广日电梯公司收到广州市“三旧”改造有关批复，核准其位于广州市广州大道96814平方米面积地块进行“三旧”改造。考虑“公开出让、收益支持”的模式，我们按照65%的分成比例进行测算，预计公司的直接收益约为10亿元，折合EPS约1.26元。由于《批复》给予的签订收地补偿协议的有效期为一年，我们预计该笔收益于2012年计入的可能性较大。

综合该两笔非经常性损益，影响2012-2013年EPS分别为1.39、0.13元。公司2011-2013年考虑非经常性收益后的EPS分别为0.4、1.91、0.81元。

四、具备安全边际与催化剂，建议增持

按照公司扣除非经常性损益的业绩以及2011-11-8收盘价7.82元计算，公司对应2011-2013年估值分别为19、15、11倍，考虑公司电梯业务成长性以及LED、矿用设备等新业务的潜在前景，我们认为公司具备良好的投资价值。

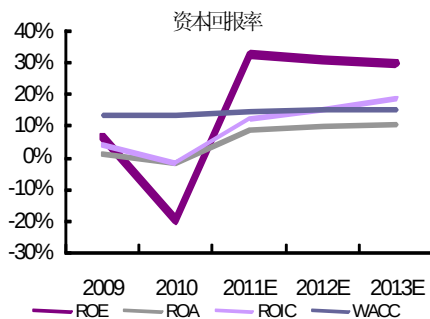
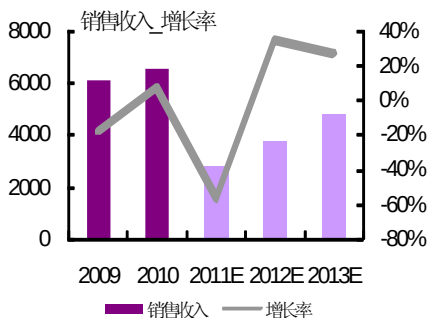
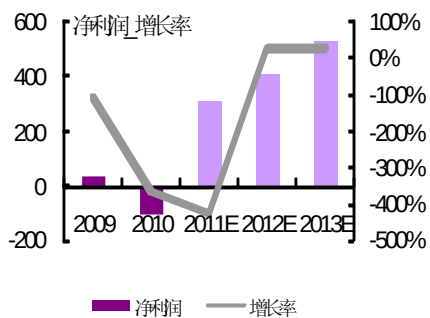
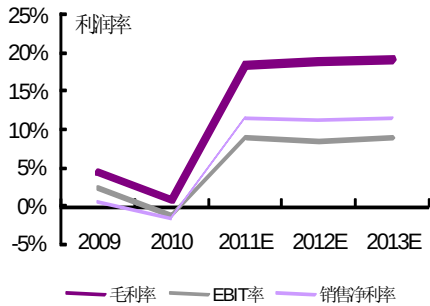
如果进一步细分公司的盈利构成，考虑以日立电梯为主的股权投资受益的成长性略低于公司现有广日品牌以及未来的新业务，我们分别给予估值测算。按照未来6个月股权投资业务2012年15-18倍以及自有业务22-25倍的合理价值，综合测算得到公司现有业务的合理价值约为9.54-11.1元。此外，考虑非经常性损益未来两年有望增厚EPS共计1.52元，应一次性计入公司的合理价值。我们建议给予公司6个月目标价11元以及增持评级。

公司未来股价的催化剂除了重组事宜的推进之外，也包括了相关非经常性收益的逐步到位、地方性的LED推广政策以及各类新产品开发。此外，公司重组完成后将成为广州国资委旗下的唯一的电气、机械类上市公司，考虑广州市国资委《关于进一步加快推进直属企业调整重组和股份制改革工作的意见》文件精神中提到了推进广州市10-15家企业上市并打造1000亿元级的大型企业集团，不排除公司作为资本平台进一步资产注入的可能。

五、风险分析

报告中未给予买入评级的主要原因，是因为我们考虑到公司目前的重大重组尚未最终完成。

由于相关盈利预测与判断均基于广日股份的现有资产的分析以及披露的重组方案进行测算，虽然我们认为重组失败的可能性较小，但即便出现方案变化也可能影响测算结果。同时，重组实施的时间也存有不确定性，建议投资者注意风险。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,073	6,510	2,799	3,757	4,750
营业成本	5,808	6,463	2,282	3,048	3,842
折旧和摊销	186	180	285	291	299
营业税费	2	2	17	23	28
销售费用	25	47	148	195	237
管理费用	82	77	126	169	209
财务费用	149	132	74	70	57
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	29	83	226	272	315
营业利润	32	-130	398	517	680
利润总额	36	-98	397	516	679
少数股东损益	-1	0	8	10	12
归属母公司净利润	37.07	-97.89	317.21	412.79	537.79

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,218	4,372	3,826	4,557	5,437
流动资产	2,624	2,965	2,364	3,130	3,951
货币资金	381	450	700	939	1,187
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	203	154	302	372	470
应收票据	251	142	17	23	28
其他应收款	26	32	45	60	76
存货	1,613	2,012	1,140	1,523	1,920
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	298	320	433	569	726
固定资产	1,201	998	829	645	518
无形资产	45	43	41	39	37
总负债	3,623	3,887	2,831	3,188	3,582
无息负债	1,071	1,432	1,594	2,143	2,711
有息负债	2,552	2,455	1,236	1,045	871
股东权益	594	485	995	1,369	1,855
股本	762	762	789	789	789
公积金	888	875	1,065	1,107	1,160
未分配利润	-1,056	-1,153	-868	-545	-125
少数股东权益	0	1	9	19	31

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-475	192	1,552	505	556
净利润	37	-98	317	413	538
折旧摊销	186	180	285	291	299
净营运资金增加	511	4	-2,052	246	283
其他	-1,210	105	3,002	-445	-564
投资活动产生现金流	-141	14	-83	16	-43
净资本支出	45	20	120	120	200
长期投资变化	298	320	-113	-136	-157
其他资产变化	-484	-326	-90	32	-85
融资活动现金流	467	-205	-1,219	-281	-265
股本变化	0	0	26	0	0
债务净变化	594	-98	-1,218	-192	-174
无息负债变化	-623	361	162	549	568
净现金流	-150	1	250	239	248

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-18.74%	7.20%	-57.00%	34.19%	26.44%
净利润增长率	-103.83%	-364.10%	-424.04%	30.13%	30.28%
EBITDA 增长率	-149.14%	-70.37%	429.00%	14.07%	19.16%
EBIT 增长率	-117.20%	-152.74%	-406.60%	27.97%	34.28%
估值指标					
PE	165	-62	19	15	11
PB	10	13	6	5	3
EV/EBITDA	27	92	13	11	9
EV/EBIT	61	-115	28	21	15
EV/NOPLAT	61	-114	34	25	18
EV/Sales	2	1	2	2	1
EV/IC	2	2	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	4.37%	0.73%	18.49%	18.87%	19.12%
EBITDA 率	5.57%	1.54%	18.94%	16.10%	15.18%
EBIT 率	2.50%	-1.23%	8.78%	8.37%	8.89%
税前净利润率	0.60%	-1.51%	14.17%	13.73%	14.29%
税后净利润率 (归属母公	0.61%	-1.50%	11.33%	10.99%	11.32%
ROA	0.86%	-2.25%	8.50%	9.28%	10.11%
ROE (归属母公司) (摊	6.23%	-20.22%	32.18%	30.58%	29.48%
经营性 ROIC	3.84%	-2.14%	12.00%	14.95%	18.19%
偿债能力					
流动比率	0.75	0.80	0.84	0.98	1.12
速动比率	0.29	0.26	0.44	0.51	0.58
归属母公司权益/有息债务	0.23	0.20	0.80	1.29	2.10
有形资产/有息债务	1.63	1.76	3.06	4.32	6.20
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.05	-0.12	0.40	0.52	0.68
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.08	0.10
每股经营现金流	-0.60	0.24	1.97	0.64	0.70
每股自由现金流(FCFF)	-0.27	0.10	3.04	0.24	0.21
每股净资产	0.75	0.61	1.25	1.71	2.31
每股销售收入	7.70	8.26	3.55	4.76	6.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

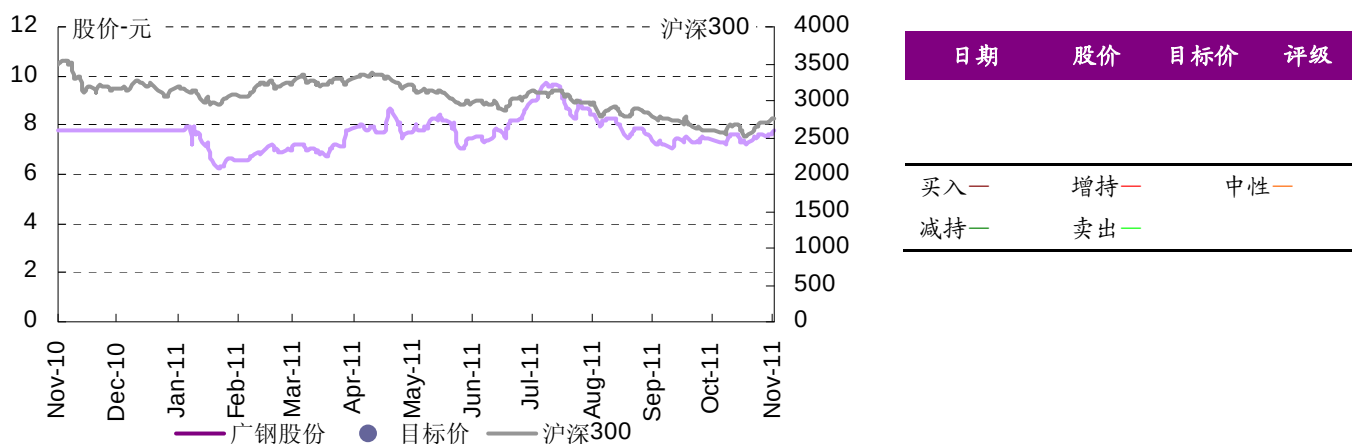
分析师介绍

石磊，同济大学材料学院本科，复旦大学管理学院硕士。先后工作于安信证券、中信建投证券，从事建筑建材行业分析，目前就职于光大证券，从事中小市值股票等特别领域的研究覆盖工作，具有 7 年证券行业研究的经验。较为擅长的研究领域在非金属类建材行业、建筑工程行业，同时在新材料领域有一定的研究。熟悉的上市公司：金螳螂、海螺水泥、兄弟科技、瑞泰科技、彩虹股份等。

于青青，女，硕士研究生，毕业于中国科学技术大学管理科学与工程专业，2009 年从事行业研究工作，2011 年 4 月加入光大证券研究所从事农业、食品等消费品方面的研究工作，擅长领域：农业板块，尤其对种子行业、水产子行业及畜禽子行业方面的研究。

投资建议历史表现图

广钢股份（600894）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com