万联证券 WANLIAN SECURITIES

依托优质资产，旧改+轨交+运维打开成长新空间

——广日股份（600894）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020 年 07 月 20 日

投资要点：

- **公司业绩稳健增长，日立电梯盈利大幅提升：**2019 年公司实现营业收入 61.22 亿元，同比增长 12.1%；实现归母净利润 4.27 亿元，同比大幅增长 218.2%。2019 年广日股份的扣非后归母净利润为 3.91 亿元，其中日立电梯为公司带来的投资收益高达 3.86 亿元，占扣非后归母净利润的 98.7%。近五年来日立电梯的营收规模变化不大，基本稳定在 190 亿元左右。2019 年日立电梯的盈利情况出现了明显的好转，全年实现净利润 18.51 亿元，同比大幅增长 41.2%，同时公司的净利率回升至 9.5%。横向对比来看，2019 年日立电梯的净利润及净利率均实现的对三菱电梯的反超。
- **地产竣工需求爆发在即，旧改+轨交打开成长新空间：**2019 年下半年开始房屋开竣工剪刀差收窄，电梯产量增速也在竣工拐点出现的前半年快速回升，房地产竣工面积的回升对电梯行业的拉动明显。2020 年房屋竣工面积有望持续好转，带动电梯行业持续向好发展。旧改加装电梯需求以及轨交电扶梯需求也为行业打开了新的成长空间。在旧改方面，日立电梯为全国超过 7300 栋老旧住宅加装了电梯，广州地区 65%以上的旧楼加装电梯服务由日立提供。在轨交领域，广日电梯、日立电梯在 2018 年到 2020 年上半年分别中标轨交电扶梯项目 33.2 亿元、37.1 亿元，对公司未来的盈利形成有力支撑。
- **我国巨大的电梯存量孕育广阔的后市场空间：**2019 年我国电梯保有量达到 709.8 万台。目前我国的电梯市场的发展已进入了相对成熟的阶段，行业将进入后市场时代，老旧电梯的更换及电梯维保将成为行业发展的主要驱动力。旧梯更换方面，预计 2030 年的旧梯更换需求将达到 51.1 万台，2020-2030 年的 CAGR 将达到 20.8%。电梯维保方面，根据我们的测算 2019 年的电梯维保市场规模在 340 亿元左右，且 70%的电梯维保市场被第三方占据。随着行业的逐步规范，缺乏竞争力的小维保商将逐渐退出市场，同时维保费的增加也将做大行业的蛋糕，广日股份及日立电梯的维保服务有望步入高速成长的轨道。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计，公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 4.9、5.5、6.5 亿元，对应的 EPS 分别为 0.57、0.64、0.76 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**地产、轨交投资不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、投资收益不及预期风险等。

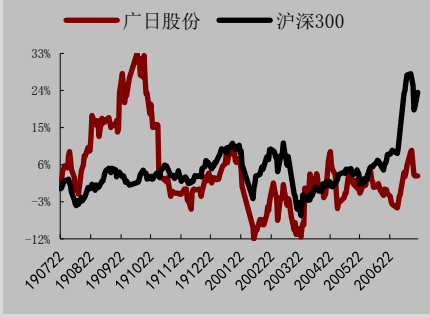
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,122	6,939	7,559	8,214
增长比率(%)	12.1%	13.4%	8.9%	8.7%
净利润(百万元)	427	490	550	650
增长比率(%)	218.2%	14.8%	12.4%	18.1%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.64	0.76
市盈率(倍)	15.7	13.7	12.2	10.3

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	机械设备
公司网址	
大股东/持股	广州广日集团有限公司/56.56%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	859.95
流通A股（百万股）	859.95
收盘价（元）	7.33
总市值（亿元）	63.03
流通A股市值（亿元）	63.03

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 07 月 20 日

分析师： 周春林
执业证书编号：S0270518070001
电话：021-60883486
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理： 卢大炜
电话：021-60883481
邮箱：ludw@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

目录

1、深耕电梯行业，参股日立电梯 4
1.1 公司简介 4
1.2 电梯是公司核心业务板块 5
1.3 日立电梯盈利能力大幅提升，国内市占率遥遥领先 7
2、新梯市场受地产投资驱动，旧改、轨交打开成长新空间 9
2.1 降价幅度收窄，行业平稳发展 9
2.2 地产竣工需求爆发在即，新梯市场前景可期 10
2.3 老旧小区改造加速，公司深耕地区旧改市场 12
2.4 轨交电扶梯市场空间近 500 亿，公司斩获广州城轨大单 14
3、电梯存量市场支撑行业长期发展 15
3.1 旧梯更换加速，未来 10 年年均增速超 20% 15
3.2 维保服务市场空间超 300 亿 16
4、盈利预测与估值 18
4.1 盈利预测 18
4.2 估值对比 19
5、风险提示 19

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表 1：2019 年广日股份营业收入结构 4
图表 2：公司主要产品及应用领域 5
图表 3：2015-2019 年公司营业收入增速及结构 5
图表 4：2015-2019 年公司电梯产品产销情况 5
图表 5：广日股份毛利率情况 6
图表 6：广日股份净利率情况 6
图表 7：公司电梯业务毛利率与主要竞争对手对比 6
图表 8：日立电梯（中国）是公司的主要利润来源 7
图表 9：日立电梯（中国）营业收入保持稳定 7
图表 10：日立电梯（中国）净利润大幅回升 8
图表 11：日立电梯（中国）净利率快速提升 8
图表 12：国内电梯市场占有率情况 8
图表 13：电梯单价降幅收窄 9
图表 14：电梯企业数量增速明显放缓 10
图表 15：中国电梯新梯销量（NE units）与存量（Installed base） 10
图表 16：地产投资与电梯产量高度相关（1） 11
图表 17：地产投资与电梯产量高度相关（2） 11
图表 18：房屋新开工与竣工面积增速剪刀差缩小 11
图表 19：电梯产量增速在竣工拐点出现前半年快速回升 11
图表 20：旧楼加装电梯是旧改的基本类配套设施 12
图表 21：各地旧楼加装电梯补贴政策 12
图表 22：旧改加装电梯市场呈爆发式增长 13
图表 23：日立 LGE-E 加装专用型电梯 13
图表 24：城轨电扶梯市场将迎来高速成长期 14
图表 25：2018 年轨交电扶梯市场份额 15
图表 26：2019 年轨交电扶梯市场份额 15
图表 27：使用 15 年以上的电梯数量及旧梯更换数量测算（单位：万台） 15
图表 28：使用 15 年以上的电梯数量及旧梯更换数量测算（单位：万台） 16
图表 29：电梯行业的商业模式具有循环型 16
图表 30：2019 年奥的斯在美洲的业务结构 16
图表 31：2019 年奥的斯的服务业务营业利润占比达 80% 17
图表 32：2019 年通力电梯的维保、旧机更新板块营业收入占比达 47% 17
图表 33：广日股份业务分拆及盈利预测（单位：百万元） 18
图表 34：广日股份估值情况对比 19

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

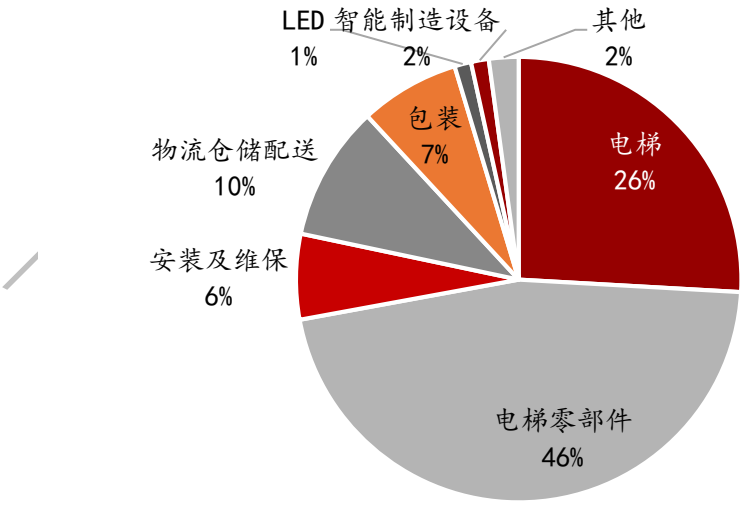
1、深耕电梯行业，参股日立电梯

1.1 公司简介

广日股份业务涉及电梯整机制造、销售和工程服务，电梯零部件制造和物流配送服务，涵盖了整个电梯产业链，并根据“技术关联、工艺关联、市场关联”原则，拓展包括智能停车设备、屏蔽门、LED、智能焊接自动化集成等业务。公司已建立广日工业园、华东工业园、华北工业园和西部工业园，形成了以广州为总部，辐射全国的四大生产和服务基地，呈现出生产、销售和服务三位一体覆盖全国的电梯全产业链集约化经营模式。

2019年，公司的电梯整机、电梯零部件业务的营业收入占比分别为25.9%、46.2%，此外公司还持有行业巨头日立电梯（中国）30%的股份，可见**电梯相关业务是公司的核心支柱业务。**

图表1：2019年广日股份营业收入结构



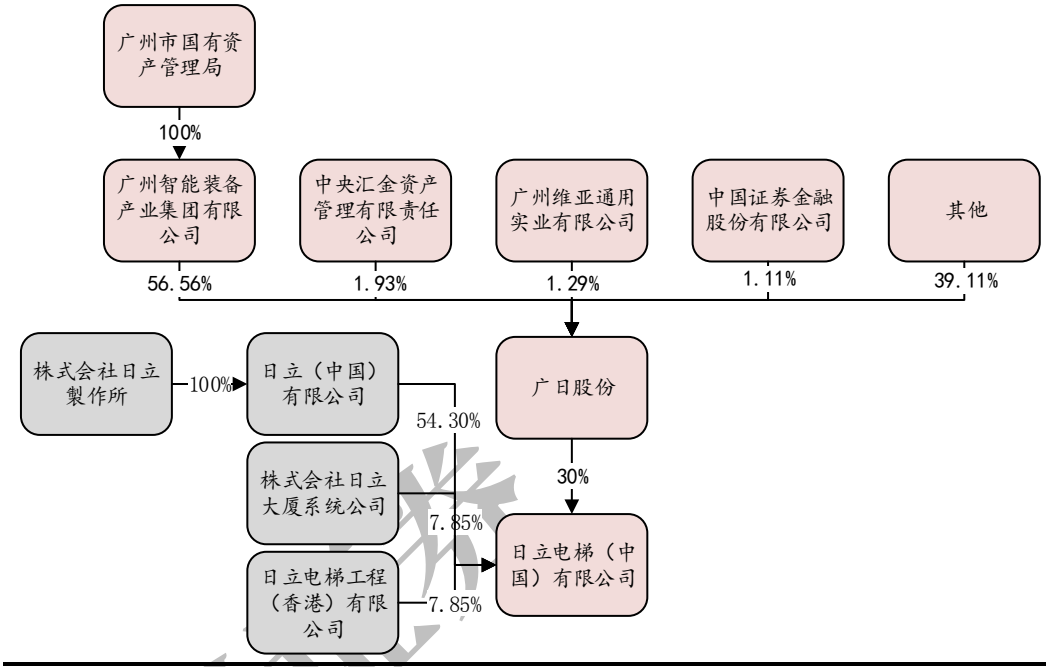
资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司股权结构较为集中，广智集团是公司的控股股东，持有公司56.56%的股份；中央汇金是公司的第二大股东，持有公司1.93%的股份。广州市国资委持有广智集团100%的股份，是公司的实际控制人。

公司持有日立电梯（中国）30%的股份，**2019年日立电梯（中国）贡献的投资收益高达3.86亿元，占广日股份当期扣非后归母净利润的98.8%。**

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表2：公司股权结构

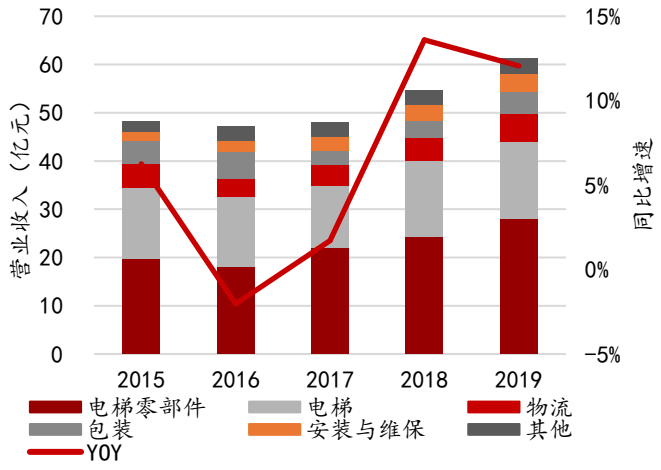


资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 电梯是公司核心业务板块

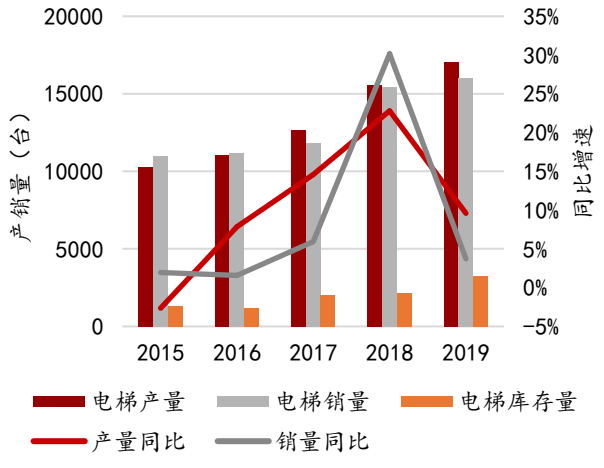
2019年公司实现营业收入61.22亿元，同比增长12.1%，其中电梯零部件、电梯整机业务分别实现营业收入28.16亿元（YoY+15.8%）、15.78亿元（YoY+0.6%）；公司的安装与维保、物流、包装等配套业务共实现营业收入14.16亿元（YoY+20.9%）。公司的电梯整机的产销情况自2017年以来持续好转，2019年公司电梯整机的产量、销量、库存量分别同比增长9.6%、3.7%、48.9%，电梯产销量均有提升，但受房地产市场调控影响，项目安装进度减缓，导致公司电梯整机的库存量增加较多。

图表3：2015-2019年公司营业收入增速及结构



资料来源：wind，万联证券研究所

图表4：2015-2019年公司电梯产品产销情况



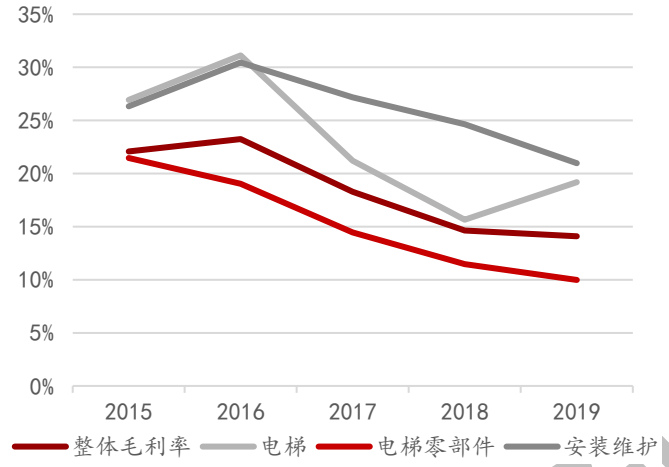
资料来源：公司公告，万联证券研究所

受市场竞争加剧的影响，近年来公司主营业务的毛利率持续下降，2019年公司毛利率为14.1%，同比下滑0.5个百分点。分领域来看，公司的电梯零部件业务的毛利率较低，2019年继续下滑至10.0%（YoY-1.5pct）；电梯整机业务毛利率在2019年上升至19.2%（YoY+3.5pct），毛利率水平超过上海机电（三菱）但低于康力电梯等国产厂家。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

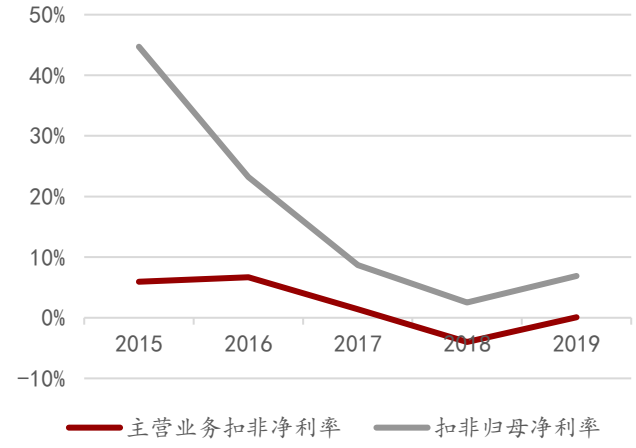
广日股份的净利率有所提升，2019年广日股份的扣非归母净利率为6.9%，同比上升4.4个百分点。2019年公司的主营业务扣非净利率（扣除日立电梯带来的投资收益）为0.1%，同比转负为正，但仍保持在较低的水平。

图表5：广日股份毛利率情况



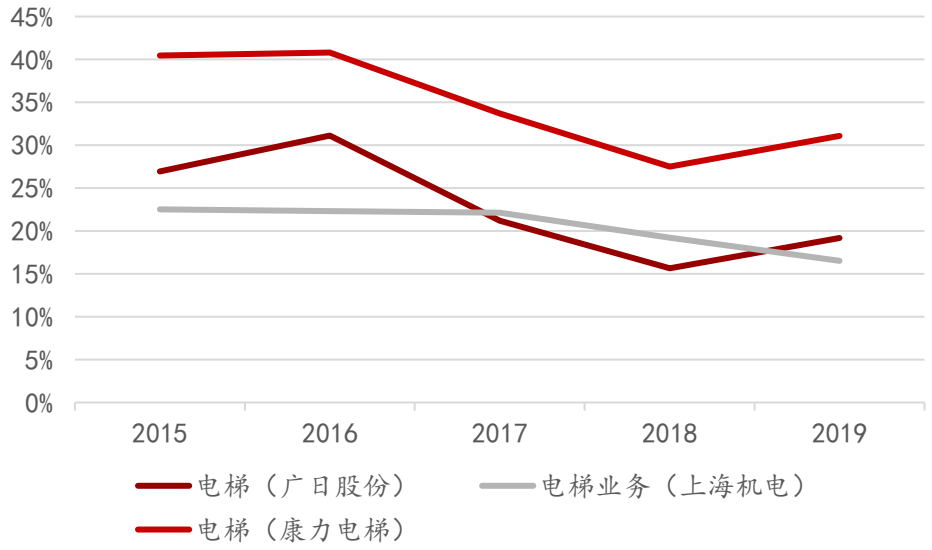
资料来源：wind，万联证券研究所

图表6：广日股份净利率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：公司电梯业务毛利率与主要竞争对手对比



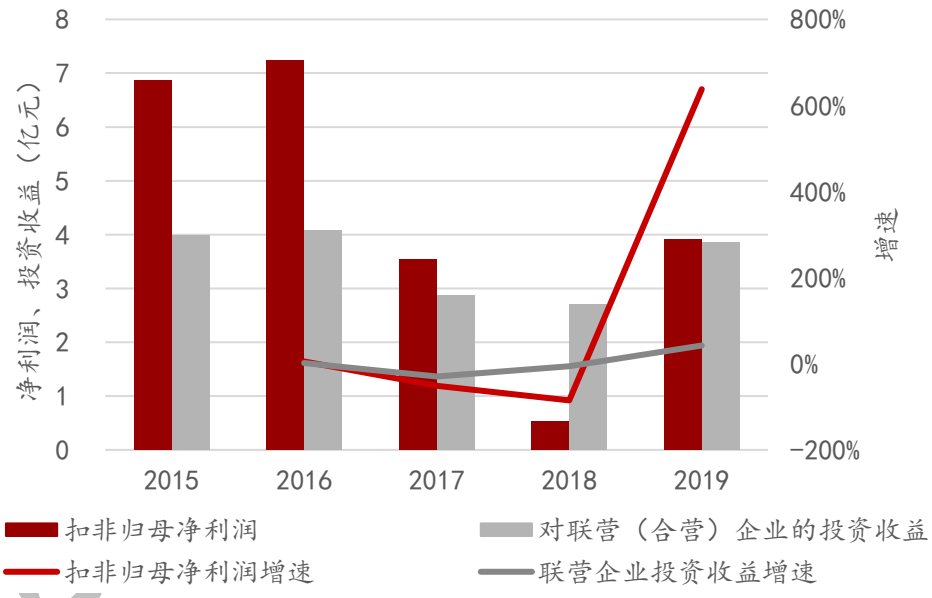
资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1.3 日立电梯盈利能力大幅提升，国内市占率遥遥领先

日立电梯是公司的主要利润来源。2019年广日股份的扣非后归母净利润为3.91亿元，**其中日立电梯为公司带来的投资收益高达3.86亿元，占扣非后归母净利润的98.7%。**2017-2018年广日股份的净利润大幅下降，相对而言日立电梯带来的投资收益降幅较小，对公司的盈利能力形成了有力支撑；2019年公司对日立电梯的投资收益大幅上升42.4%，拉动公司的净利润大幅回升。

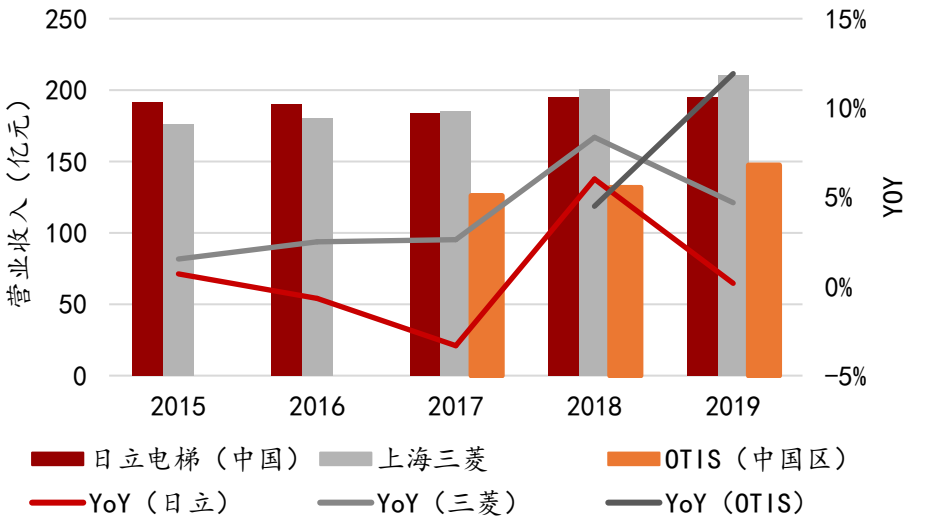
图表8：日立电梯（中国）是公司的主要利润来源



资料来源：wind，万联证券研究所

日立电梯收入保持稳定。2019年日立电梯（中国）实现营业收入195亿元，同比小幅增长0.17%，近五年来日立电梯（中国）的营收规模变化不大，基本稳定在190亿元左右。横向对比来看，2019年日立电梯在中国的营收规模略低于上海三菱，位列三家龙头企业（日立、三菱、奥的斯）的第二。与上海三菱相比，日立电梯（中国）的营收增速相对较低。

图表9：日立电梯（中国）营业收入保持稳定

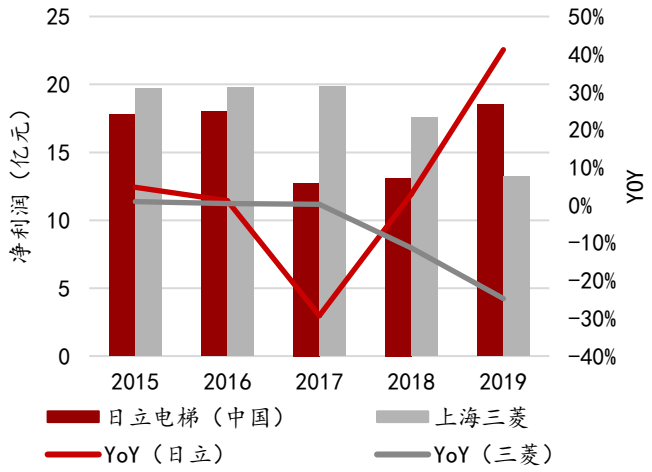


资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

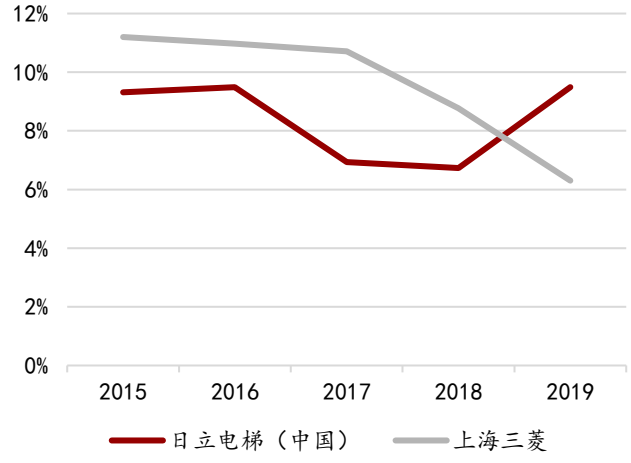
日立电梯盈利能力大幅提升。2017-2018年日立电梯（中国）的净利润大幅下滑至13亿元左右，净利率从2016年的9.5%下滑至6.8%左右。2019年日立电梯（中国）的盈利情况出现了明显的好转，全年实现净利润18.51亿元，同比大幅增长41.2%，同时公司的净利率回升至9.5%，与2016年的净利率水平持平。横向对比来看，日立电梯（中国）的营收增速低于上海三菱，但盈利能力提升较快，2019年日立电梯（中国）的净利润及净利率均实现的对三菱电梯的反超。

图表10：日立电梯（中国）净利润大幅回升



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

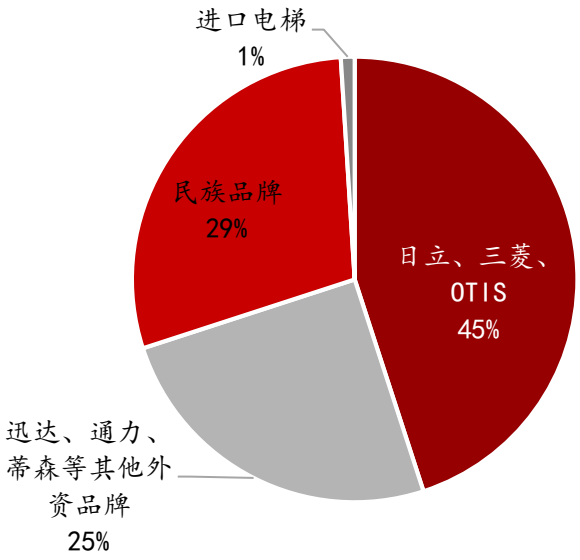
图表11：日立电梯（中国）净利率快速提升



资料来源：wind，万联证券研究所

深耕中国市场，国内市占率领先。2019年，日立公司的电梯业务（BSBU板块）共实现营业收入5915亿日元（约391亿元人民币），同比下降4.8%；实现息税前利润512亿日元（约34亿元人民币），同比下降5.7%。同期日立电梯（中国）的营业收入为195亿元，约占日立公司电梯板块收入的50%，且日立电梯（中国）的营业收入和净利润均保持同比上升。日立电梯在中国有超过20年的历史，在中国市场中市占率领先。根据《中国电梯行业商务年鉴》的数据，日立、三菱、奥的斯（OTIS）三家电梯企业共占有我国45%左右的市场份额，根据三家企业2019年在中国区的营业收入，**估算日立电梯（中国）占有国内16%左右的市场份额。**

图表12：国内电梯市场占有率情况



资料来源：《中国电梯行业商务年鉴》，万联证券研究所

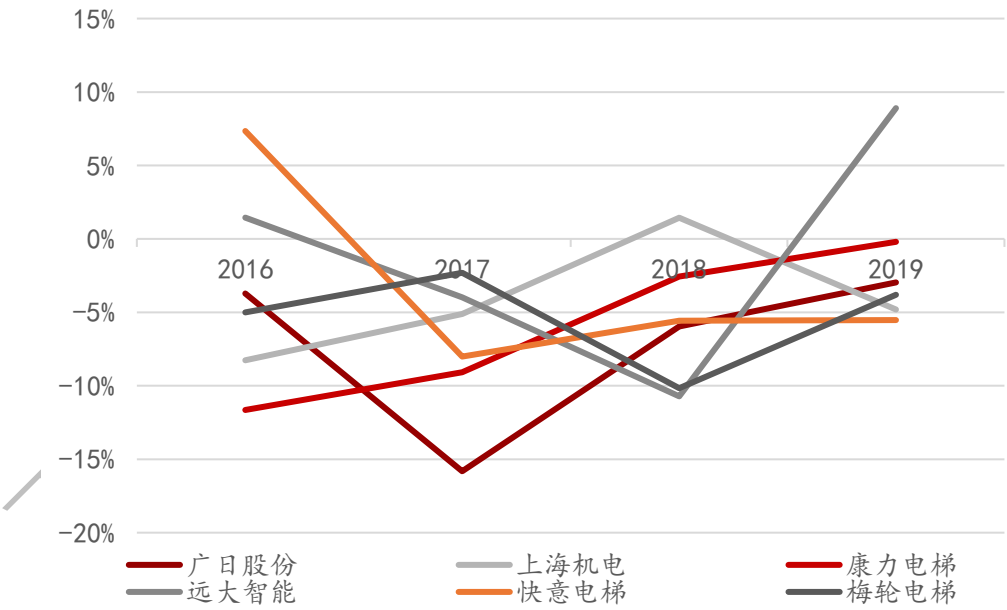
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2、新梯市场受地产投资驱动，旧改、轨交打开成长新空间

2.1 降价幅度收窄，行业平稳发展

2019年大部分电梯行业上市公司降价幅度收窄。在行业竞争加剧的背景下，2016年以来各家公司电梯产品普遍降价。但从2018开始，电梯产品的降价幅度明显收窄。广日股份2017年平均价格大幅下降15.8%，2019年价格降幅收窄至3.0%，降幅明显收敛。奥的斯在2019年年报中表示，2020-2024年中国市场新梯价格有望保持平稳。

图表13：电梯单价降幅收窄



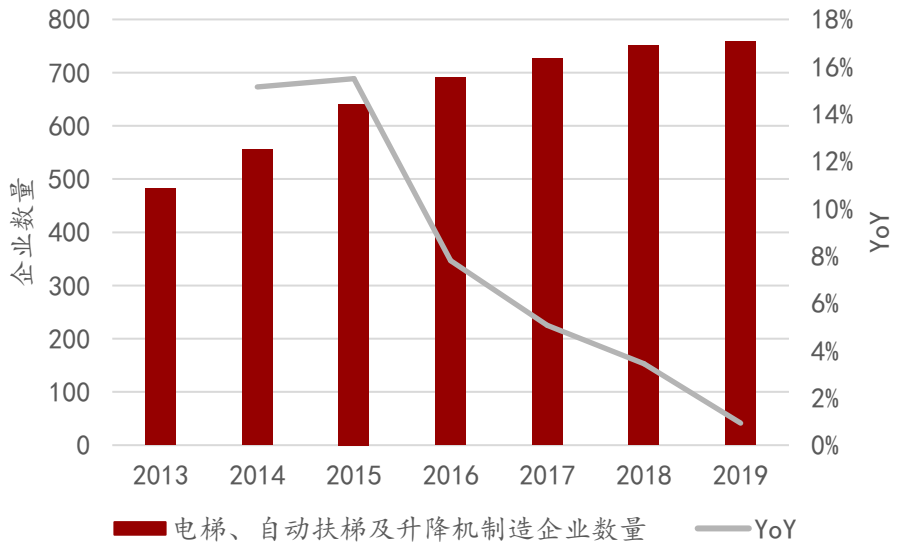
资料来源：相关公司公告，万联证券研究所

与行业普遍降价相对应，2016年以前我国的电梯相关企业的数量快速增长，导致了在房地产投资放缓后，行业的竞争格局迅速恶化，电梯企业大打价格战。2016年以后，随着行业盈利能力变差，电梯制造企业数量的增速开始明显放缓。截至2019年末，中国的电梯、自动扶梯及升降机制造企业的数量为758家，企业数量的增长基本停滞，**2019年有望成为国内电梯行业开始整合的临界点。**随着电梯行业的规范化以及产业的逐步出清，电梯行业有望逐步走向规范，**行业的整合将为行业龙头企业带来广阔的市场空间。**

广日股份参股的日立电梯（中国）作为国内电梯市场的龙头企业之一，将深度受益于行业整合带来的市场集中度的提升。公司旗下的广日电梯也是国内的领先企业，依托上市平台及日立电梯带来的优势，有望在行业集中度提升的过程中走上快速成长的轨道。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表14：电梯企业数量增速明显放缓

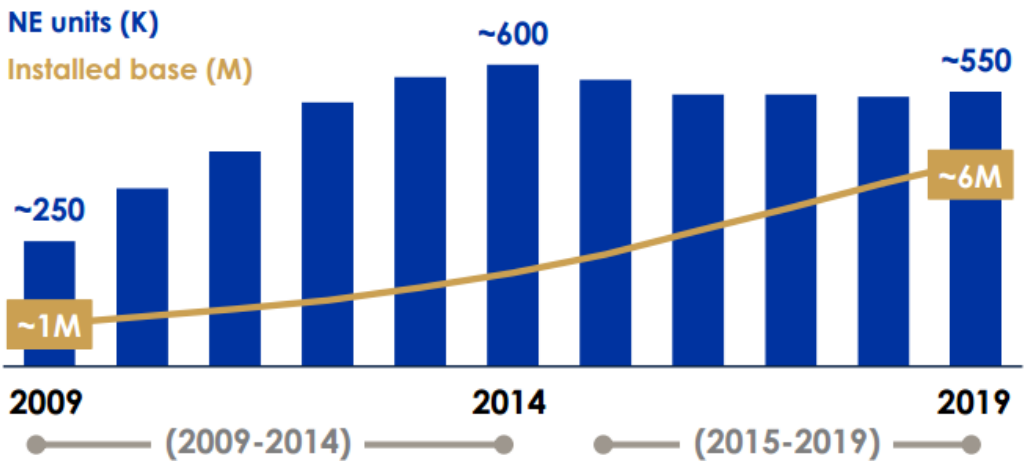


资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 地产竣工需求爆发在即，新梯市场前景可期

电梯新机市场进入平稳发展阶段。过去10年我国的电梯行业发展可分为两个阶段：2009-2014年是我国电梯市场的高速发展期，电梯新机销量从约25万台增长至60万台左右，CAGR达到19%；受房地发展缓慢的影响，2015-2019年电梯行业的逐渐从高速成长期进入稳步发展期，电梯新机的年销量在55-60万台左右，CAGR下降至-1%。

图表15：中国电梯新梯销量（NE units）与存量（Installed base）

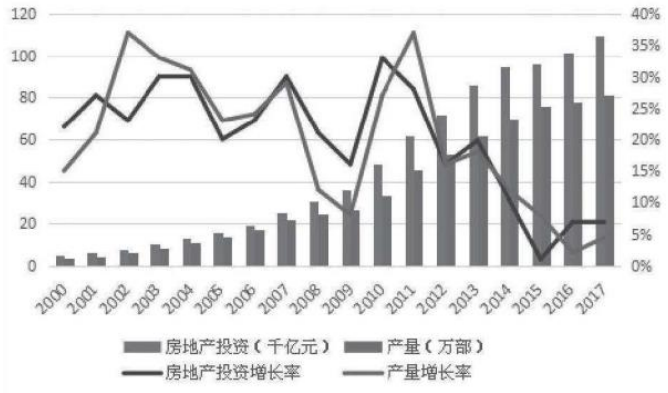


资料来源：奥的斯，万联证券研究所

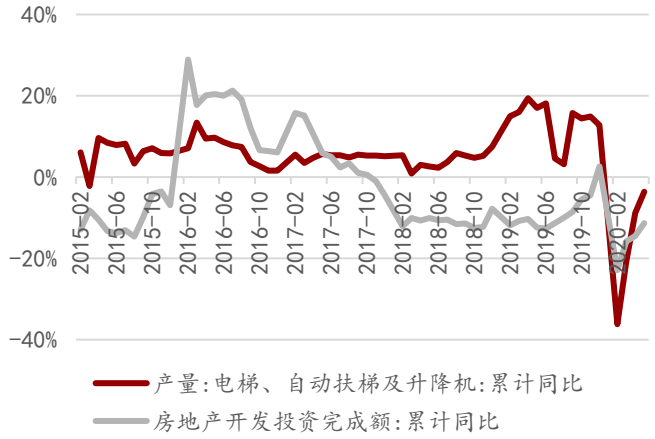
房地产是电梯产品最大的下游应用领域，**与房地产直接相关的需求占电梯总需求的60%左右。**2013年以来房地产投资增速持续下降，电梯产量也呈现相同的趋势。2016年房地产调控政策收紧，电梯产量的增速降至谷底，同时也加剧了行业的无序竞争，导致主要电梯厂家的毛利率、净利率持续下滑。2018年之后房地产投资增速恢复至10%左右，电梯行业的产量增速随之回升。受新冠疫情影响，2020年1-2月电梯产量大幅下降36.2%，3月份之后快速反弹，1-5月份电梯产量的降幅收窄至3.5%。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表16：地产投资与电梯产量高度相关（1）



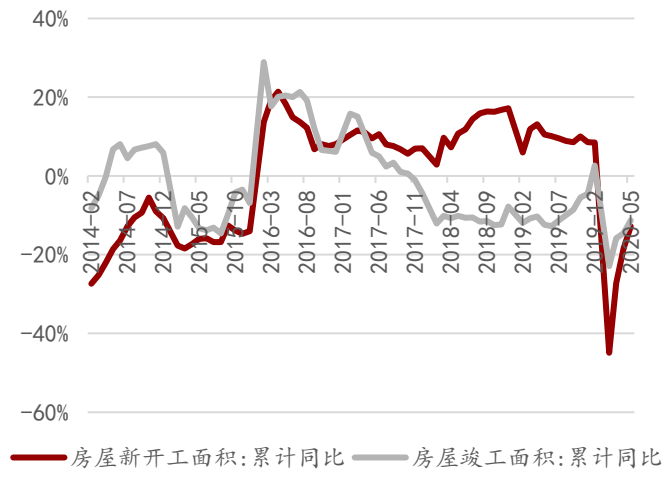
图表17：地产投资与电梯产量高度相关（2）



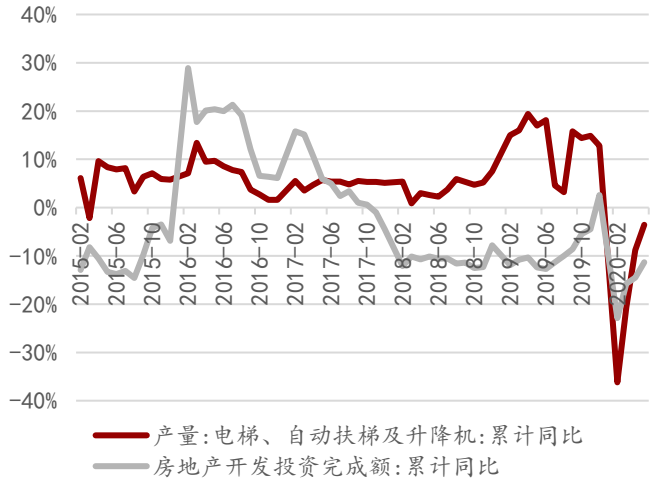
资料来源：《中国电梯行业商务年鉴》，万联证券研究所　*资料来源：wind，万联证券研究所*

一般来说，电梯入场时房地产项目的主体结构施工已经完成，项目进入中后期阶段，将逐步进入竣工验收阶段，因此电梯的销量受房地产竣工面积的影响较大。2017年开始受房地产商资金压力等因素影响，部分项目开工后不能顺利竣工，房地产竣工面积增速快速下滑，竣工面积与新开工面积的增速的剪刀差扩大。2019年下半年开始房地产竣工面积边际回升明显，开竣工剪刀差收窄。体现在电梯行业中，电梯产量增速在竣工拐点出现的前半年（即2018年底）快速回升，房地产竣工面积的回升对电梯行业的拉动明显。**在大量存量工地的竣工需求推动下，2020年房屋竣工面积有望持续好转，带动电梯行业持续向好发展。**

图表18：房屋新开工与竣工面积增速剪刀差缩小



图表19:电梯产量增速在竣工拐点出现前半年快速回升



资料来源：wind，万联证券研究所　*资料来源：wind，万联证券研究所*

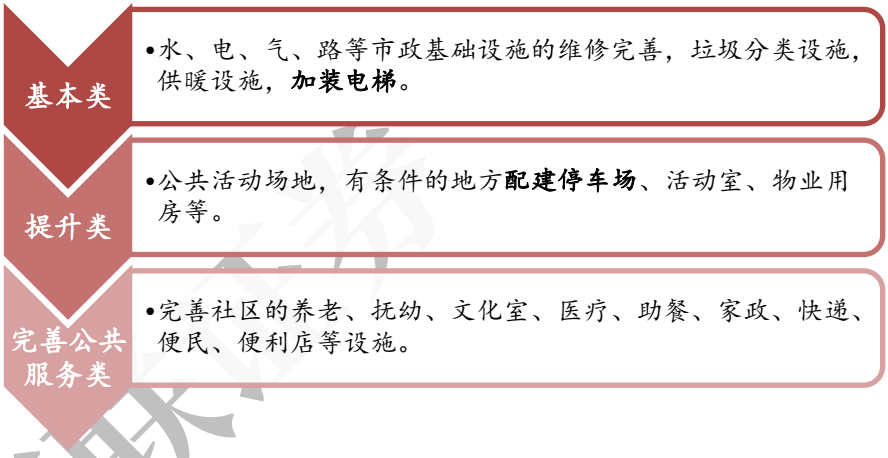
另一方面，**电梯配置密度的提升也放大了电梯的需求**。随着生活水平的提升，用户对电梯便捷性要求提高，电梯配置密度逐步提升。办公楼的电梯配置逐步从一栋楼两部电梯提升至六部、八部甚至更多，住宅楼也从一梯四户提升至一梯两户甚至一梯一户。根据统计，2000年中国每万平方米（房地产竣工面积）配置1.65台电梯，到2015年电梯配置密度大幅提升至7.11台/每万平方米。电梯配置密度的不断提升是电梯产量增速高于房地产竣工面积增速的根本原因。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2.3 老旧小区改造加速，公司深耕地区旧改市场

2019年以来，中央在重要会议中多次强调要加强存量住房的改造，新兴城镇化建设将成为2020年的投资重点方向。2020年《政府工作报告》明确提出要新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比2019年的1.9万个增加一倍，在改善居民居住条件的同时，可以有效扩大内需促进投资。根据住建部的信息，关于老旧小区的改造内容可分为三类，即基本类、提升类、完善公共服务类，其中加装电梯是基本类的配套设施，有望率先受益于旧改的加速。

图表20：旧楼加装电梯是旧改的基本类配套设施



资料来源：中新经纬，住建部，万联证券研究所

在政策的引领下，全国已有超过20个省/市/自治区出台了补贴政策，每台加装电梯的补贴额度由数万到数十万不等。按加装一台电梯总费用30-50万元、5层10户均摊费用计算，每户需要承担3-5万元的费用。若每台电梯补贴20万元计算，每户需要承担的费用仅为1-3万元，政府补贴将起到至关重要的推动作用。

图表21：各地旧楼加装电梯补贴政策

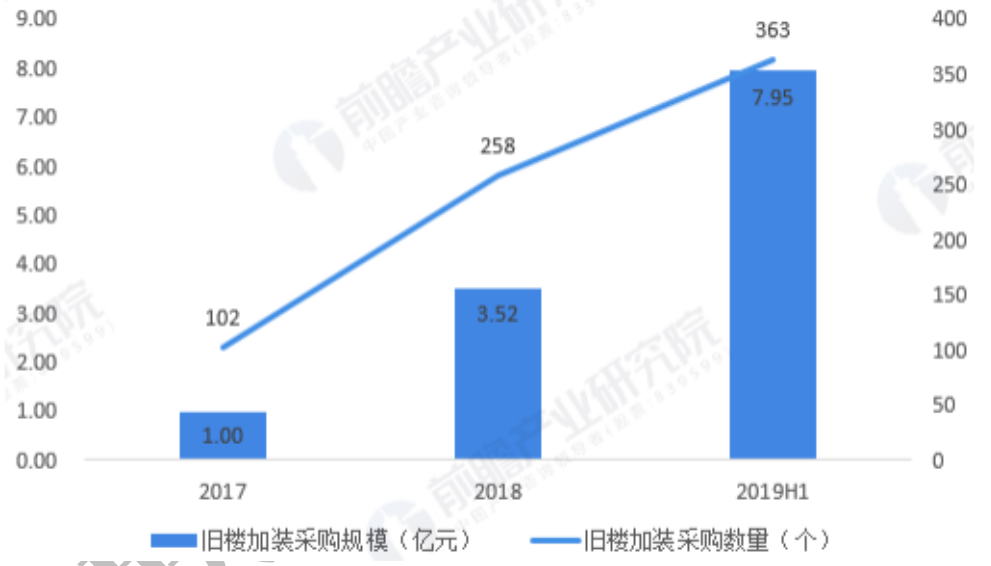
地区	补贴政策
北京	《2020 年老旧小区综合整治工作方案》增设电梯项目市政实施定额补贴每部 64 万元
北京海淀	最高补贴 70 万
合肥	补贴 25 万元
天津	20 万元
济南	七层：22 万元；六层：20 万元；五层：18 万元；4 层：16 万元
重庆	最高补贴 25 万元
上海	施工金额的 40%，不超过 28 万元
杭州	每台 20 万元
广州	最高补贴 10 万元，区补贴约 10 万元
成都	最高补贴 20 万元
南京	最高补贴 20 万元
厦门	最高补贴 22 万元
福州	最高补贴 10 万元
西安	补贴 15 万
武汉	每台补贴 10 万元

资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2019年旧改加装电梯市场呈爆发式发展。根据前瞻产业研究院整理，2019年上半年，全国旧楼加装电梯采购项目约363个，采购规模8.0亿元，远超过2018年全年的规模。2020年随着旧改的加速，新开工改造城镇老旧小区将比2019年增加一倍，旧改加装电梯市场有望继续保持井喷式增长。

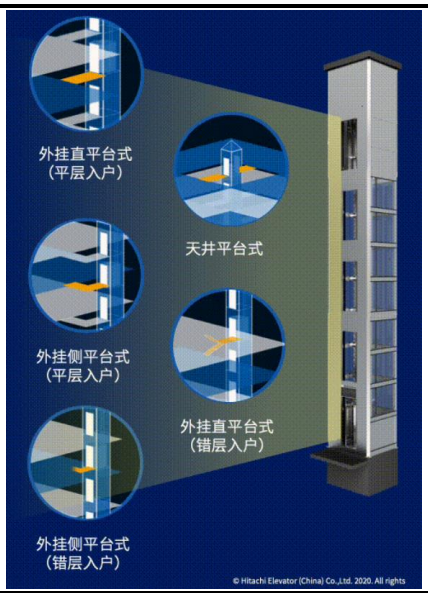
图表22：旧改加装电梯市场呈爆发式增长



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

日立电梯自2005年就开始布局老旧楼宇加装电梯领域，至今已有15年的加装电梯经验。针对旧楼加装市场，日立电梯推出了LGE-E加装专用型电梯，在电梯出厂前进行模块化分段式预装，现场安装时只需要对各个模块进行组装，安装周期缩短近70%，解决漫长加装过程对住户生活影响问题，盘活老旧建筑电梯加装环境。截至2020年1月，全国超过6800栋老旧住宅使用日立电梯提供的整体加装解决方案，**至2020年5月全国加装日立电梯的老旧住宅超过7300栋，广州地区65%以上的旧楼加装电梯服务由日立提供。**根据媒体报道，**日立电梯的老旧小区改造和旧梯替换业务在近年的增速在20%左右。**

图表23：日立LGE-E加装专用型电梯



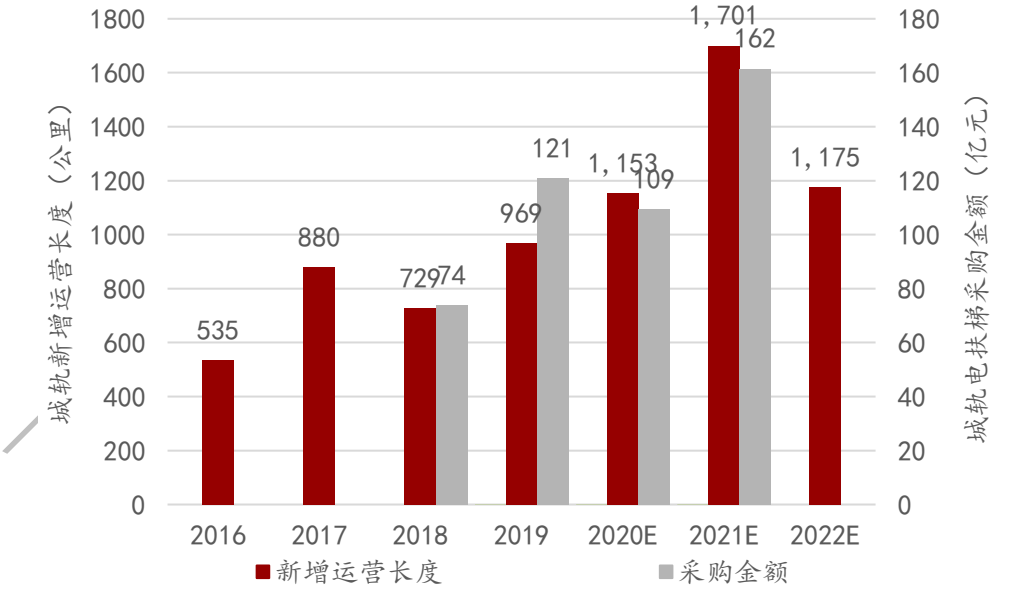
资料来源：日立电梯，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2.4 轨交电扶梯市场空间近500亿，公司斩获广州城轨大单

通车大年到来，未来三年城轨电扶梯市场空间近500亿。近年来我国的城市轨道交通发展迅速，2019年全国城轨运营线路里程达到6736.2公里，新增里程968.8公里，2020-2022年新增的城轨运营里程有望超过4000公里。随着城轨运营里程的增加，轨交电扶梯市场的需求也呈现出逐年增长的趋势，2018年中国轨道交通行业的电扶梯采购额达到73.83亿元，2019年增长至120.81亿元。根据中国轨道交通网的统计，2020、2021、2022年新增的城轨运营里程分别为1152.6公里、1700.7公里、1174.8公里。以每公里线路对应的电扶梯采购额为1200万元计算，**未来三年城轨电扶梯的采购额分别为138亿元、204亿元、141亿元，城轨电扶梯市场将迎来高速成长期。**

图表24：城轨电扶梯市场将迎来高速成长期

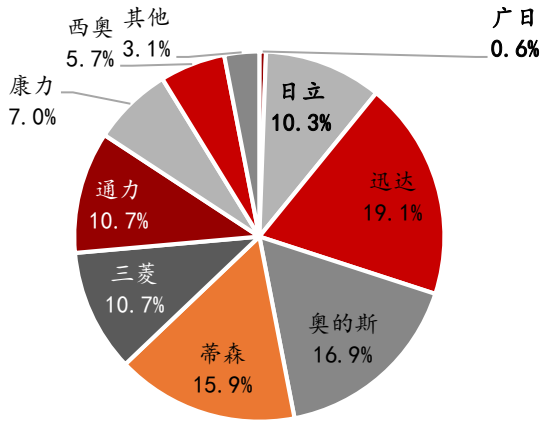


资料来源：中国轨道交通网，万联证券研究所

公司在轨交电扶梯领域占有一定优势。2019年广州地铁集团有限公司发布了54.98亿元的电梯招标项目，共涉及广州10条新建线路的自动扶梯和电梯采购及运维服务项目，该项目最终由公司旗下的广日电梯及日立电梯包揽。整体来看，2019年广日电梯在轨道交通电扶梯领域共中标2个项目，中标金额达到33.2亿元，市场份额由2018年的0.58%上升至27.5%；日立电梯（中国）共中标9个项目，中标金额28.0亿元，市场份额由2018年的10.3%上升至23.2%。2020年上半年，日立电梯（中国）再次中标广州、佛山两个轨交电扶梯项目，中标金额2.2亿元。**2018年到2020年上半年，广日电梯、日立电梯（中国）分别中标轨交电扶梯项目33.2亿元、37.1亿元，将对公司未来的盈利形成有力支撑。**

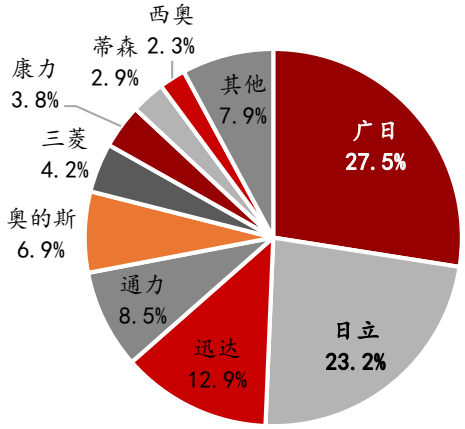
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表25：2018年轨交电扶梯市场份额



资料来源：RT轨道交通，万联证券研究所

图表26：2019年轨交电扶梯市场份额



资料来源：RT轨道交通，万联证券研究所

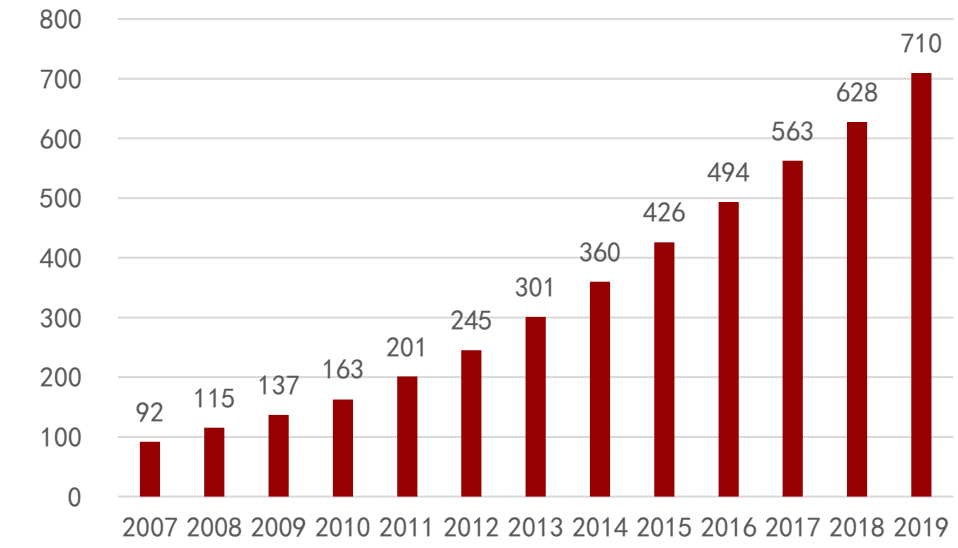
从近年的轨交电扶梯中标情况来看，公司旗下的广日电梯、日立电梯（中国）在广州地区的市场优势明显，市占率基本为100%。在广州以外的其他地区，日立电梯（中国）的市占率在10%左右，广日电梯的市占率在0.3%-0.6%之间。考虑到2020年广州基本没有地铁新开工的计划，且全国新开工的城轨里程有所降低，预计日立电梯（中国）在2020年新签轨交电扶梯订单将下降至10亿元左右；**2021年随着城轨新开工里程的大幅增加，预计公司在轨交电扶梯领域将实现新的突破。**

3、电梯存量市场支撑行业长期发展

3.1 旧梯更换加速，未来10年年均增速超20%

过去十年我过电梯的产销量增长迅速，2019年电梯产量达到117.3万台，电梯保有量从2007年的91.7万台增长到2019年的709.8万台。目前我国的电梯市场的发展已进入了相对成熟的阶段，电梯新机市场增速放缓而电梯存量巨大，行业将进入后市场时代，老旧电梯的更换及电梯维保将成为行业发展的主要驱动力。

图表27：使用15年以上的电梯数量及旧梯更换数量测算（单位：万台）

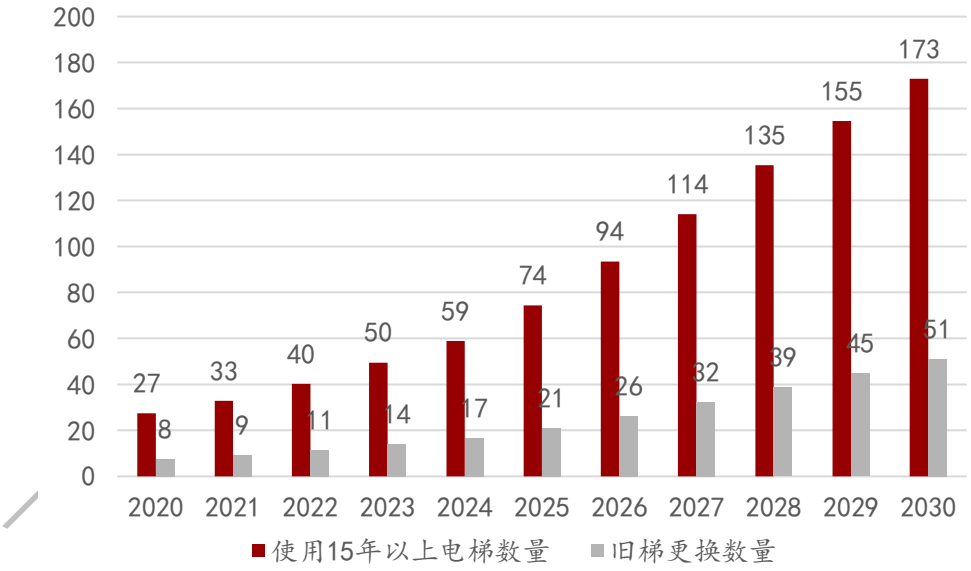


资料来源：《中国电梯行业商务年鉴》，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

随着我国老旧电梯的增多，旧梯更新改造将需求将逐年扩大。我国电梯相关标准大多参照日本标准设定，电梯的寿命一般在15年左右，之后就会出现部件老化、故障频发等问题。一般来说当电梯到达使用寿命后，会有一部分旧梯会在更换主机、控制系统后继续使用，一部分则会直接更换为新电梯。根据《中国电梯行业商务年鉴》中的预测，旧梯更换将在未来10年内快速增长，**预计2020-2022年的旧梯更换需求分别为7.7万台、9.3万台、11.4万台，2030年的旧梯更换需求将达到51.1万台**，2020-2030年的CAGR将达到20.8%。

图表28：使用15年以上的电梯数量及旧梯更换数量测算（单位：万台）

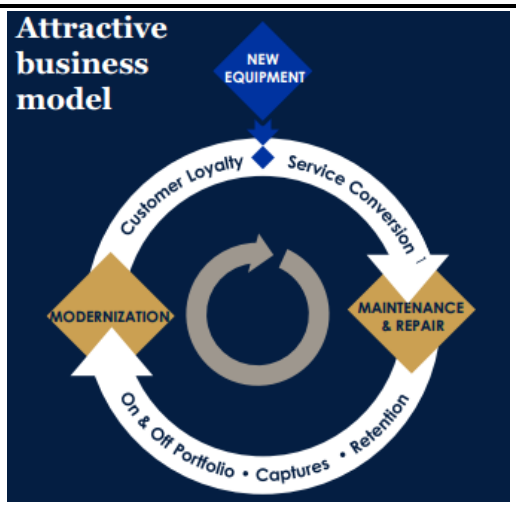


资料来源：《中国电梯行业商务年鉴》，万联证券研究所

3.2 维保服务市场空间超300亿

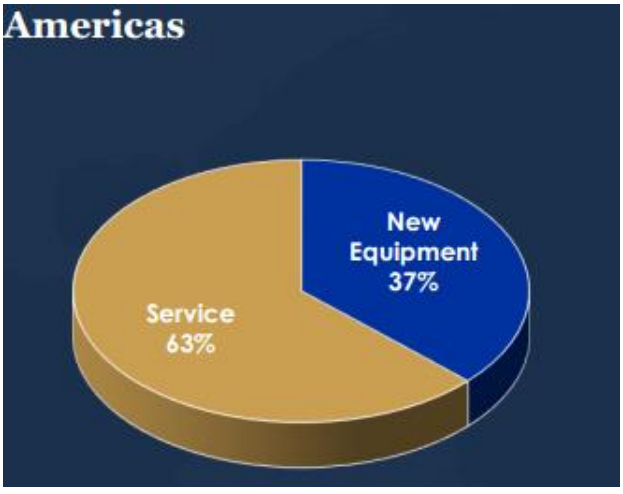
电梯维保是另一块巨大的存量市场。电梯行业的商业模式具有循环型，即新梯销售后就伴随着一系列维护、保养、维修、改造等后续服务，带来广阔的后市场空间。在国外的成熟市场中，电梯的维保服务占据了大部分的市场份额，2019年奥的斯在美洲的营业收入有63%来自于电梯服务，且服务业务的利润率远高于新梯销售。

图表29：电梯行业的商业模式具有循环型



资料来源：OTIS，万联证券研究所

图表30：2019年奥的斯在美洲的业务结构



资料来源：OTIS，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

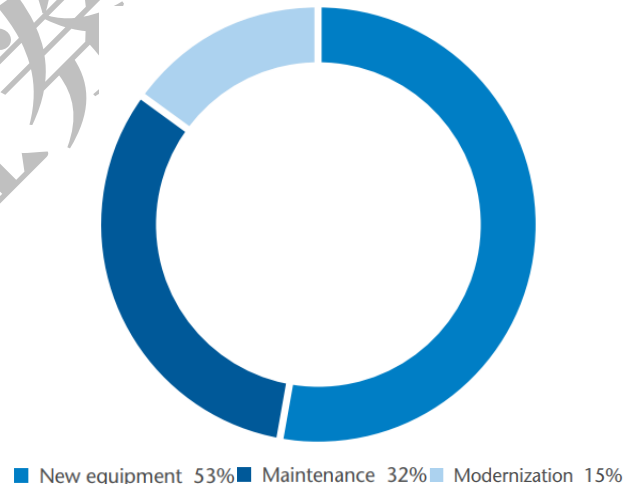
2019年全国的电梯存量为709.8万台，若以每台电梯的维保费用为4800元/年估算，则2019年的电梯维保市场规模达340.7亿元。但目前我国约70%的电梯维保市场被第三方占据，导致我国电梯厂家自维保比例较低，头部企业上海三菱、奥的斯、日立的自维保比例也分别只有30%、25%、20%左右。以上海机电（三菱）为例，公司2019年电梯业务的营业收入为208.16亿元，其中安装维保业务收入为54.92亿元，占比为26%；奥的斯中国区的服务业务收入占比也仅为20%左右。本土电梯企业的维保服务业务规模更小，2019年康力电梯的安装维保业务收入占比仅为11%。相比而言，欧美成熟市场自维保的比例基本在80%以上，国际电梯龙头奥的斯的服务业务营业收入占比达57%，营业利润占比接近80%。**可见对我国头部的电梯制造企业来说，安装维保服务的市场空间巨大。**

图表31：2019年奥的斯的服务业务营业利润占比达80%



资料来源：奥的斯，万联证券研究所

图表32：2019年通力电梯的维保、旧机更新板块营业收入占比达47%



资料来源：通力电梯，万联证券研究所

我国的电梯安装维保市场参与者众多、低价竞争现象明显，导致了我国电梯安装维保不规范的现象普遍存在，是造电梯事故频发的主因。根据《中国电梯行业商务年鉴》统计，2017年全国发生电梯安全事故56起，导致41人死亡，其中60%左右的电梯事故由维保不当造成。

为解决电梯维保行业无序竞争的问题，各部门纷纷出台电梯维保指导价、电梯按需维保等措施。2019年山东省住建厅发布《关于全面推进电梯责任保险和推动开展电梯“保险+服务”新模式应用工作的通知》，提出2019年选择3-4个城区开展电梯“保险+服务”新模式应用试点工作，即保险公司监管电梯维保质量，甚至保险公司来选择电梯维保公司。目前浙江、四川、湖北、山东、安徽等多省市均在推广“保险+服务”的新模式。**保险公司的介入，和有可能从根本上改变电梯维保行业野蛮生长的现状，为专业的电梯制造维保企业提供合理的市场竞争环境。**

截至2019年前三季度，日立电梯（中国）的在保台量已超过30万台，占国内电梯保有量的4%-5%，与日立电梯在国内的龙头地位相比，日立电梯的运营维保服务业务还有很大的成长空间；2019年广日股份的安装维保服务业务实现营业收入3.78亿元，近年来一直保持稳健的成长。随着行业的逐步规范，缺乏竞争力的小维保商将逐渐退出市场，同时维保费的增加也将做大行业的蛋糕，广日股份及日立电梯的维保服务也有望步入高速成长的轨道。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

电梯：2020年公司大额轨交订单落地，将增厚公司营业收入，预计新冠肺炎疫情将对公司电梯业务毛利率产生一定影响；随着地产竣工需求的释放，预计2021、2022年公司电梯板块将保持稳定增长。预计公司2020、2021、2022年电梯板块营业收入分别增长12%、5%、10%，毛利率分别为18%、19%、19%。

电梯零部件：公司电梯零部件主要客户为日立电梯，2020年4月公司发布公告，预计2020、2021年对日立电梯（中国）及其实控企业的关联交易分别上升24.6%、20.0%。考虑到公司以往对关联交易的预测与实际情况有一定出入，预计电梯零部件的收入增速将小于公司对关联交易增速的预测。预计公司2020、2021、2022年电梯零部件板块营业收入分别增长18%、12%、8%，毛利率分别为10%、10%、10%。

安装与维保：随着行业的逐步规范，公司的安装维保服务也有望步入高速成长的轨道。预计公司2020、2021、2022年安装与维保板块营业收入分别增长15%、15%、20%，毛利率分别为21%、21%、21%。

图表33：广日股份业务分拆及盈利预测（单位：百万元）

		2019A	2020E	2021E	2022E
电梯	收入	1,577.68	1,767.00	1,855.35	2,040.89
	yoy	0.64%	12.00%	5.00%	10.00%
	成本	1,275.24	1448.94	1493.56	1642.91
	毛利率	19.17%	18.00%	19.50%	19.50%
电梯零部件	收入	2,815.74	3,322.57	3,721.28	4,018.98
	yoy	15.81%	18.00%	12.00%	8.00%
	成本	2,534.79	2990.32	3349.15	3617.09
	毛利率	9.98%	10.00%	10.00%	10.00%
其他制造业	收入	283.05	297.20	312.06	327.67
	yoy	13.44%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	233.55	245.19	257.45	270.32
	毛利率	17.49%	17.50%	17.50%	17.50%
物流	收入	597.2	627.06	658.41	691.33
	yoy	23.85%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	521	546.80	574.14	602.84
	毛利率	12.76%	12.80%	12.80%	12.80%
包装	收入	441.13	463.19	486.35	510.66
	yoy	23.78%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	385.94	405.29	425.55	446.83
	毛利率	12.51%	12.50%	12.50%	12.50%
安装与维保	收入	377.63	434.27	499.42	599.30
	yoy	13.32%	15.00%	15.00%	20.00%
	成本	298.44	343.08	394.54	473.45
	毛利率	20.97%	21.00%	21.00%	21.00%
其他业务	收入	29.45	27.98	26.58	25.25

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

	yoy	-30.98%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	10.35	9.79	9.30	8.84
	毛利率	64.86%	65.00%	65.00%	65.00%
合计	收入	6,121.88	6,939.28	7,559.45	8,214.08
	yoy	12.06%	13.35%	8.94%	8.66%
	成本	5,259.31	5,989.40	6,503.69	7,062.28
	毛利率	14.09%	13.69%	13.97%	14.02%

资料来源：《中国电梯行业商务年鉴》，万联证券研究所

预计公司2020、2021、2022年分别实现营业收入69.39亿元、75.59亿元、82.14亿元，实现归母净利润4.9亿元、5.5亿元、6.5亿元，对应的EPS分别为0.57元、0.64元、0.76元。

4.2 估值对比

广日股份PE^{TTM}为19.79倍，与上海机电基本持平，远低于康力电梯、快意电梯、梅轮电梯等国产电梯品牌；广日股份PB水平为0.89倍，同样远低于同行业其他上市公司。我们预计，广日股份2020、2021、2022年PE分别为13.68倍、12.17倍、10.30倍，低于上海机电、康力电梯的估值水平。（截至到2020年7月20日）

考虑到广日股份净利润主要来自于对日立电梯（中国）的投资收益，相对行业可比公司估值水平应给予一定折价。**相较于行业内其他公司的估值水平，广日股份具有明显的安全边际，首次覆盖给予公司“增持”评级。**

图表34：广日股份估值情况对比

公司代码	公司简称	PE				PB	总市值(亿元)
		TTM	2020	2021	2022		
600835.SH	上海机电	19.02	15.67	14.65	13.53	1.56	158.07
002367.SZ	康力电梯	37.76	24.60	20.27	17.49	2.93	86.07
002689.SZ	远大智能	-34.15				2.98	37.14
002774.SZ	快意电梯	138.19				2.43	25.68
603321.SH	梅轮电梯	75.38				2.34	24.71
平均(剔除负值)		67.59	20.13	17.46	15.51	2.25	
平均(剔除负值)*0.8		54.07	16.10	13.97	12.41	1.80	
600894.SH	广日股份	19.79	13.68	12.17	10.30	0.89	66.99

资料来源：《中国电梯行业商务年鉴》，万联证券研究所

注：截止至2020年7月20日，其他公司估值预测采用wind一致预期中值

5、风险提示

地产、轨交投资不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、投资收益不及预期风险。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,143	5,478	5,900	6,383
货币资金	2,661	2,677	2,765	2,985
应收票据及应收账款	1,237	1,441	1,556	1,695
其他应收款	64	85	88	97
预付账款	49	60	63	69
存货	1,100	1,237	1,349	1,463
其他流动资产	32	-22	78	73
非流动资产	5,250	5,678	6,597	6,933
长期股权投资	3,064	3,264	3,414	3,614
固定资产	1,177	1,389	2,166	2,308
在建工程	36	42	43	45
无形资产	157	148	138	129
其他长期资产	815	836	836	836
资产总计	10,392	11,157	12,497	13,316
流动负债	2,665	3,068	3,324	3,613
短期借款	77	89	104	114
应付票据及应付账款	1,651	1,939	2,084	2,271
预收账款	745	812	896	970
其他流动负债	193	228	239	258
非流动负债	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
负债合计	2,689	3,091	3,347	3,636
股本	860	860	860	860
资本公积	2,450	2,450	2,450	2,450
留存收益	4,172	4,532	5,617	6,147
归属母公司股东权益	7,516	7,877	8,963	9,493
少数股东权益	188	189	188	187
负债和股东权益	10,392	11,157	12,497	13,316

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	239	191	17	125
净利润	422	491	549	650
折旧摊销	118	81	31	29
营运资金变动	52	68	-92	15
其它	-353	-448	-471	-569
投资活动现金流	94	-55	191	219
资本支出	-75	-293	-136	-156
投资变动	-19	-196	-150	-200
其他	187	435	476	575
筹资活动现金流	-137	-120	-119	-125
银行借款	116	12	15	10
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-254	-132	-134	-135
现金净增加额	200	17	88	220
期初现金余额	2,410	2,661	2,677	2,765
期末现金余额	2,609	2,677	2,765	2,985

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,122	6,939	7,559	8,214
营业成本	5,259	5,989	6,504	7,062
营业税金及附加	30	34	37	40
销售费用	172	200	216	236
管理费用	411	474	513	559
研发费用	208	241	261	284
财务费用	-21	-53	-54	-56
资产减值损失	-7	-4	-1	-2
公允价值变动收益	-14	0	0	0
投资净收益	430	451	476	575
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	440	525	581	690
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	438	525	581	690
所得税	16	34	32	40
净利润	422	491	549	650
少数股东损益	-4	1	-1	0
归属母公司净利润	427	490	550	650
EBITDA	161	82	59	62
EPS（元）	0.50	0.57	0.64	0.76

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	12.1%	13.4%	8.9%	8.7%
营业利润	228.7%	19.3%	10.8%	18.7%
归属于母公司净利润	218.2%	14.8%	12.4%	18.1%
获利能力				
毛利率	14.1%	13.7%	14.0%	14.0%
净利率	6.9%	7.1%	7.3%	7.9%
ROE	5.7%	6.2%	6.1%	6.8%
ROIC	0.5%	0.0%	0.3%	0.3%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	27.7%	26.8%	27.3%
净负债比率	-33.5%	-32.1%	-29.1%	-29.7%
流动比率	1.93	1.79	1.78	1.77
速动比率	1.50	1.36	1.35	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.62	0.60	0.62
应收账款周转率	5.33	5.13	5.19	5.17
存货周转率	4.78	4.84	4.82	4.83
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.57	0.64	0.76
每股经营现金流	0.28	0.22	0.02	0.15
每股净资产	8.74	9.16	10.42	11.04
估值比率				
P/E	15.70	13.68	12.17	10.30
P/B	0.89	0.85	0.75	0.71
EV/EBITDA	24.13	50.44	68.22	62.03

资料来源：WIND，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的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、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)