



平敬伟
021-53519888-1904
pingjingwei@hotmail.com

电梯业务将稳步增长 印包机械是未来亮点

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	12.13
12mth A 股价格区间 (元)	15.60/5.52
总股本 (百万股)	1022.74
无限售 A 股/总股本	78.86%
流通市值 (百万元)	9782.85
每股净资产 (元)	4.71
PBR (X)	2.58
DPS (Y08, 元)	0.10

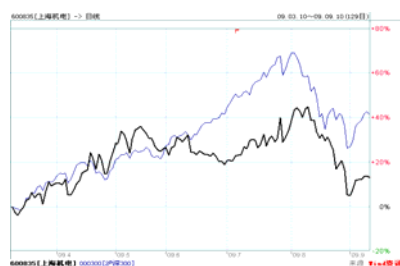
主要股东 (09H1)

上海电气集团股份有限公司	47.28%
上海绿岛投资管理有限公司	1.53%
上海申能资产管理有限公司	1.48%

收入结构 (09H1)

电梯及自动扶梯	75.63%
人造纤维板	5.69%
液压气动产品	5.47%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告：

■ 调研要点：

电梯业务上半年受房地产业放缓影响，下半年将有所好转

公司的电梯业务与房地产业关联度较大，上半年由于国内房地产开发投资增速下滑幅度较大，公司的该业务增速下滑。随着国内房地产开发业的逐渐回暖，目前公司的电梯订单饱满，预计下半年将有所好转。预计未来几年公司的电梯业务可能将稳定增长。

公司计划扩大步行梯的产能

公司的电梯产品主要是升降梯，步行梯产能和产量的占比均较小。由于升降梯的竞争日益激烈，扩大市场份额的难度较大，为了实现增长，公司需有新增长点，且步行梯的市场容量也较大，于是扩大步行梯产能成为一个选择。

印包机械业务已触底，将是未来亮点

受金融危机影响，公司的印包机械业务 08、09 年都亏损。目前国内印包机械行业已触底。公司正乘低迷整合该业务，计划把该业务做大，成为公司继电梯业务之后的第二大业务板块。

其它业务或做精或可能退出

公司计划做精液压气动产品制造业务和工程机械制造业务，并有可能退出电焊器材制造业务和人造纤维板制造业务。

盈利预测和投资评级

预计 09、10 年公司能分别实现营业收入 117 亿元和 127 亿元，能分别实现 EPS 0.55 元和 0.69 元，目前对应的动态市盈率分别为 22 倍和 18 倍。根据我们对公司未来 2 - 3 年的发展预期，我们认为目前公司的股价基本合理，给予其“大市同步”的评级。不过，在未来一段时间内，公司的多项业务整合或可能的剥离动作可能会带来交易性机会。

■ 数据预测与估值：

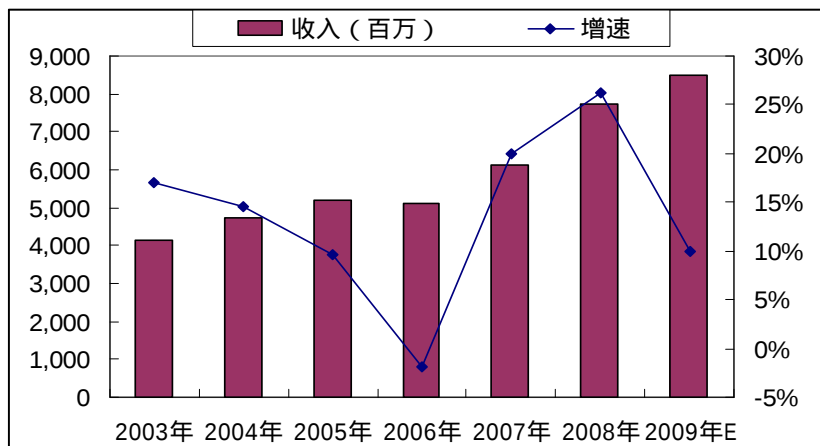
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E
营业收入	10,447.38	11,670.00	12,670.00
年增长率 (%)	13.73%	11.70%	8.57%
归属于母公司的净利润	646.60	568.04	700.68
年增长率 (%)	-27.59%	-12.15%	23.35%
每股收益 (元)	0.63	0.56	0.69
PER (X)	19.25	21.66	17.58

一、电梯业务：未来几年将稳定增长

1、上半年增速下滑，下半年将有所好转

公司的电梯产品主要用于住宅(住宅行业用户采购量占公司总销量的 70%左右)，因此公司的电梯业务与房地产业的关联度较大。今年上半年，由于国内房地产开发投资增速下滑幅度较大，公司的电梯业务增速下滑，上半年共销售电梯(升降梯和步行梯)14500 台左右，实现销售收入 39 亿元，销售收入同比增长 5.86%，增速下滑 33 个百分点。随着国内房地产开发业的逐渐回暖，目前公司的电梯订单饱满。根据订单情况，预计下半年公司能销售 16000 - 17000 台左右，销量环比增长 18%左右；今年全年能销售 33000 - 34000 台左右，销量同比增长 10%左右，全年销售收入预计 85 亿元左右，同比增长 10%左右(图 1)。

图 1：2003 - 2009 年公司电梯产品的收入及其增速的实际与预测



数据来源：公司报表、上海证券研究所

2、竞争日益激烈，公司积极做大电梯服务业务

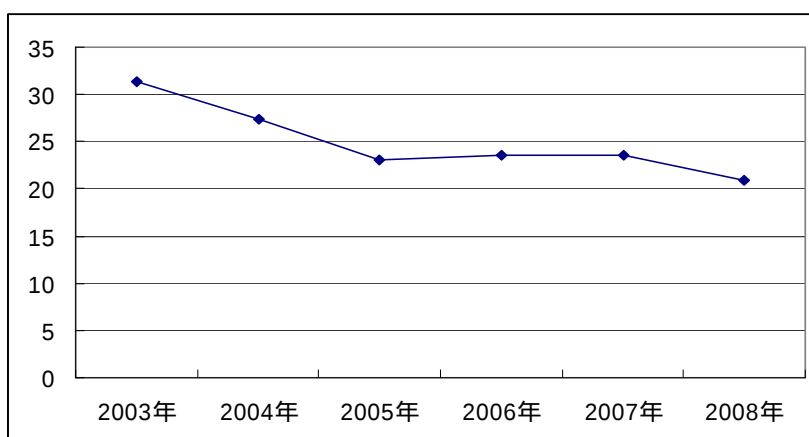
近 10 年来，由于国内房地产业快速发展，国内住宅电梯市场急剧扩大，吸引了大量行业外企业不断进入电梯制造业，也吸引了国外电梯企业进入国内市场。目前，国内电梯制造企业数量已超过 300 家，其中外方股东为世界著名品牌的中外合资企业就超过 10 家。国内电梯制造业的竞争日益激烈。

目前，在国内电梯市场，奥的斯、三菱和日立三家合计的市场份额接近 50%，其中三菱份额为 18%左右，排在奥的斯之后，列第二。

但是，奥的斯主要生产中、低档电梯，三菱和日立生产高档电梯，因此在高端电梯领域，三菱份额最大。

由于竞争逐年激烈，公司为了保住市场份额，基本上逐年降低电梯的售价。这造成了公司电梯制造业务的毛利率的逐年下滑。图 2 是公司电梯制造业务和电梯服务业务合计的毛利率变化状况，由于制造业务收入占该板块业务收入的绝大部分（超过 70%），制造业务毛利率的下滑带动了整个板块业务的下滑。

图 2：2003 - 2008 年公司电梯业务的毛利率（%）



数据来源：公司报表、上海证券研究所

目前公司电梯服务的毛利率在 20% 以上，电梯制造的毛利率低于 20%，整体的毛利率水平为 20.8% 左右。为了稳住和提高电梯业务整体的毛利率水平，同时也为了扩大收入来源，公司近年来不断扩大电梯服务的覆盖面，近年来服务业务收入的年增长率在 15% 左右。公司计划继续大力发展电梯服务业务，使服务收入占比超过一半。

3、扩大步行梯产能，不放弃低端产品

公司的电梯产品主要是升降梯，步行梯（主要用于商场等场所）的产能和年产量在 1000 台左右，产能和产量的占比均较小。多年来公司忽视步行梯产品的主要原因在于，与升降梯相比，步行梯的技术含量和毛利率均较低。由于升降梯的竞争日益激烈，扩大市场份额的难度较大，为了实现增长，公司需有新增长点，且步行梯的市场容量也较大，于是扩大步行梯产能成为一个选择。公司计划到 2011 年，步行梯的产能提高到 4000 - 5000 台左右。

4、未来几年电梯业务将稳定增长

由于电梯制造业与房地产业密切相关,因此房地产业的大幅波动必然造成电梯制造业的大幅波动。不过,随着公司电梯服务业比重的上升,这种波动必将逐渐收窄。未来几年,国内城镇化进程仍将持续,房地产业总体上仍将增长,因此公司的电梯业务仍将增长。由于电梯制造业竞争日益激烈,公司的市场份额扩大的难度较大,而份额小幅下滑的可能性却较大,因此未来几年公司电梯业务的增幅可能小于房地产业的增幅(近年来公司电梯业务的增速确实低于房地产业的增幅)。总的来看,未来几年公司电梯业务可能将稳定增长。公司也计划实现该业务的稳定增长。我们预计该业务 2010 年收入将增长 10% 左右,2013 年将比 2009 年增长 30% - 40% 左右。

二、印包机械业务已触底,将是未来亮点

1、今年仍亏损,明年将扭亏

印刷包装机械主要用于印刷,与宏观经济的活跃度相关性极大。金融危机已重创印包机械制造业,由于销售大幅下滑,公司 08 年该业务亏损 5000 万元左右,预计今年将亏损 3000 万元。从季度看,第二季度行业的销售情况要好于第一季度的,公司的销售情况也是如此。目前国内印包机械行业已触底。若明年经济继续复苏,公司的该项业务将扭亏。

2、乘低迷抄底,计划做成第二大业务板块

上半年,公司从几家合资企业的外资股东手中低价收购了全部股权,并进行整合。另外,公司的控股股东——上海电气也低价收购了美国高斯(全球印包机械业的著名品牌)的部分股权,未来不排除在合适的时候注入上海机电。公司计划把印包机械业务做大,成为公司继电梯业务之后的第二大业务板块。

三、其它业务或做精或可能退出

除了电梯制造业务、印包机械制造业务外,公司还有液压气动产品制造业务、人造纤维板制造业务、工程机械制造业务以及电焊器材制造业务。

公司的液压气动产品主要为机械行业(特别是工程机械行业)配

套。从收入规模看，公司已排国内该行业的第一位。机械行业受金融危机影响，产销大幅下滑，因此公司的该项业务也受到了影响。目前，公司正计划整合国内该行业的部分企业。

国内人造纤维板制造业竞争相当激烈，利润微薄。另外，纤维板制造与机械制造无关联度，因此，公司有可能退出该领域，以专注于机械制造。

公司的工程机械产品主要是地下施工用机械。该类机械市场容量不大，不过行业内竞争也相对较弱，公司在国内几乎无像样的竞争对手。由于竞争较弱，公司能够维持较高的毛利率水平（今年上半年为33%左右，同比提高了近4个百分点）。由于市场容量有限，公司也不打算做大该业务，只是计划做精。

公司的电焊器材产品主要是传统产品，毛利率偏低，公司也无制造特种焊接器材的技术储备，因此也可能退出。

四、盈利预测与投资评级

根据公司的经营状况和经营计划，我们预计09、10年公司能分别实现营业收入117亿元和127亿元（表1）。

表1：公司营业收入预测（百万元）

产品	2008A	2009E	2010E
电梯及自动扶梯	7734.63	8500.00	9500.00
人造纤维板	708.59	700.00	700.00
液压气动产品	507.33	700.00	900.00
工程机械	387.42	600.00	800.00
焊接器材	604.01	500.00	0.00
印刷包装机械	459.93	400.00	500.00
其它业务收入	266.97	270.00	270.00
合计	10447.38	11670.00	12670.00

预计09、10年公司能分别实现EPS 0.55元和0.69元（表2），对应的动态市盈率分别为22倍和18倍。根据我们对公司未来2-3年的发展预期，我们认为目前公司的股价基本合理，给予其“大市同步”的评级。不过，在未来一段时间内，公司的多项业务整合或可能的剥离动作可能会带来交易性机会。

表2：公司09-10年盈利预测，单位：百万元人民币

年份	2008A	2009E	2010E
----	-------	-------	-------

营业收入	10447.38	11670.00	12670.00
营业成本	8489.10	9452.70	10262.70
营业税金及附加	30.05	41.43	44.97
销售费用	450.80	579.48	629.13
管理费用	759.14	847.98	831.97
财务费用	(81.03)	(90.51)	(98.27)
资产减值损失	115.30	128.79	139.83
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	412.10	200.00	300.00
营业利润	1096.12	910.14	1159.66
营业外收入	51.39	40.00	0.00
营业外支出	27.08	10.00	0.00
其中非流动资产处置净损失	12.47	5.00	0.00
利润总额	1120.42	940.14	1159.66
所得税	153.32	128.65	158.69
净利润	967.11	811.49	1000.97
少数股东损益	320.50	243.45	300.29
归属母公司所有者净利润	646.60	568.04	700.68
总股本（百万股）	1022.74	1022.74	1022.74
EPS（元）	0.63	0.56	0.69

数据来源：公司报表，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 平敬伟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。