

湘财证券研究所
机械研究小组
刘金钟

Tel: 021-68634510-8193

 E-Mail: ljb2861@xcsc.com
浦俊懿

Tel: 021-68634510-8227

 E-mail: pujunlt@gmail.com
6 个月目标价： 17.30 元
投资评级： 增持
目前股价： 14.01 元
最近一年股价走势


- q 强大背景。**上海电气集团股份有限公司（601727）直接持有公司 47.28%的股权，为公司最大股东，而上海电气集团总公司通过持有 59.24%上海电气集团股份有限公司股权成为公司实际控制人。
- q 主营电梯。**上海机电主要业务涉及电梯业务、人造纤维板及机械业务、液压气动产品业务、工程机械业务、焊接器材业务、印刷包装机械业务等 6 大板块，其中电梯业务是公司业务的主要组成部分，占营业收入比重 75%左右。
- q 印刷包装机械是公司未来主要发展业务。**2009 年上半年，经过购买外方股权等措施，集团及公司对印刷包装机械业务进行了有力整合，目前公司极力将印刷包装业务做强、做大，欲将该业务培育为公司第二大业务，预计随着宏观经济的好转，印刷包装机械业务将逐步增长。
- q 稳字当先。**从公司资产结构、盈利能力、现金流等指标来看，均反映出公司稳健的经营风格，这或许与公司出身国企有关。从我们对公司调研情况来看，也反映出公司管理层积极追求稳健经营的精神，因而“稳”是公司运营过程中的主旋律。
- q 增持评级。**预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元，对应目前股价（12 月 4 日）的市盈率分别为 26.43 倍、22.97 倍，给予增持评级。
- q 投资风险提示。**房地产投资波动风险、宏观经济波动风险。

	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入（百万元）	7734.63	8430.75	10318.03
营业成本（百万元）	8489.10	8914.22	10284.21
营业利润（百万元）	1096.12	787.09	921.36
净利润（百万元）	967.11	795.44	933.10
归属母公司净利润（百万元）	646.60	531.83	623.87
每股收益（元）	0.63	0.52	0.61

目 录

1.公司概况	4
1.1 历史沿革	4
1.2 股权结构及实际控制人	4
1.3 业务构成	5
2.公司主要业务板块分析	6
2.1 电梯业务	6
2.2 印刷包装机械业务	8
2.3 工程机械业务	10
2.4 焊接器材及人造板业务	11
3.公司财务状况分析	11
3.1 资产负债率较低	11
3.2 现金比例过高	12
3.3 销售净利率小幅下滑	12
3.4 现金流稳健	13
3.5 对公司财务状况的综合评价	13
4.世博会对公司业绩的影响	13
5.盈利预测及投资评级	14
5.1 各业务板块预测	14
5.2 公司总体盈利预测	15
5.3 投资评级	15
6.投资风险	15
6.1 房地产投资波动风险	15
6.2 宏观经济波动风险	15

图目录

图 1	公司股权情况-----	5
图 2	我国机床行业产量同比增长情况-----	6
图 3	我国房地产投资（安装工程）累计同比-----	7
图 4	我国房地产投资新增固定资产投资累计同比-----	7
图 5	公司电梯业务毛利率变化-----	8
图 6	我国印刷机械月度产量-----	9
图 7	我国印刷业行业利润累计同比-----	9
图 8	公司印刷包装机械业务毛利率情况-----	10
图 9	公司工程机械业务毛利率情况-----	10
图 10	公司人造纤维板及焊接器材业务毛利率情况-----	11
图 11	公司资产负债情况-----	12
图 12	公司盈利指标情况-----	13

表目录

表 1	公司现金流状况-----	13
表 2	公司各业务板块预测-----	14
表 3	公司总体盈利预测-----	15

1. 公司概况

1.1 历史沿革

上海机电股份有限公司原名上海上菱电器股份有限公司，公司 2003 年更名为上海电气股份有限公司，2004 年更名为上海机电股份有限公司。

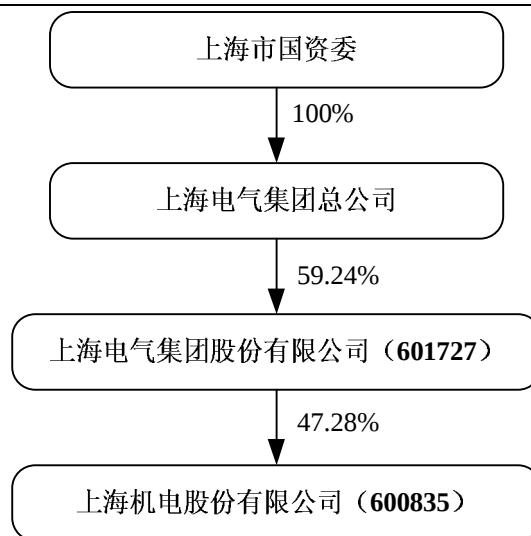
公司成立时的注册资本为人民币 273,650,900 元，公司经过增发 B 股，截至 1999 年 7 月止，公司变更后的注册资本为人民币 448,381,080 元。公司 2000 年度、2001 年度、2002 年度、2003 年度及 2007 年度股东大会决议通过，分别按 2000 年末、2001 年末、2002 年末、2003 年末及 2007 年末的总股本以资本公积转增股本，转增比例分别为按每 10 股转增 2 股、按每 10 股转增 1 股、按每 10 股转增 2 股、按每 10 股转增 2 股及按每 10 股转增 2 股。截至 2008 年 12 月 31 日，经历次转增后本公司股本总数为 1,022,739,308 股。

1.2 股权结构及实际控制人

上海电气集团股份有限公司(601727)直接持有公司 47.28%的股权，为公司最大股东，而上海电气集团总公司通过持有 59.24%上海电气集团股份有限公司股权成为公司实际控制人。

上海电气集团总公司为上海市国资委全资直属子公司，旗下有电站、输配电、重工、轨道交通、机电一体化、机床、环保、电梯、印刷机械等多个产业集团。

图 1 公司股权情况



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

1.3 业务构成

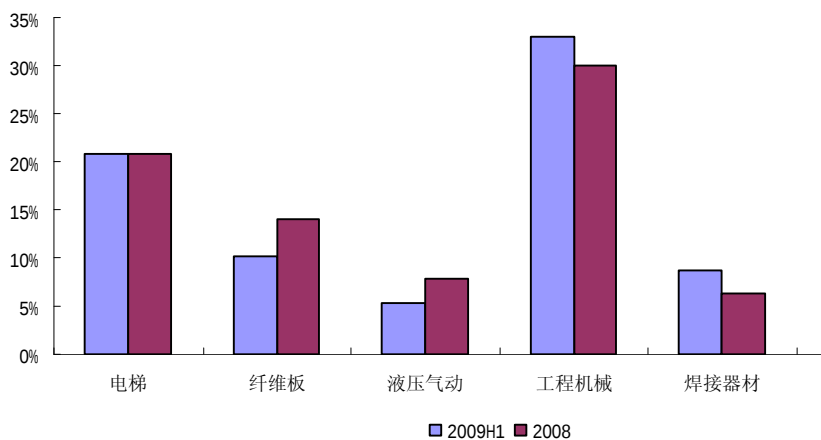
上海机电主要业务涉及电梯业务、人造纤维板及机械业务、液压气动产品业务、工程机械业务、焊接器材业务、印刷包装机械业务等 6 大板块，其中电梯业务是公司业务的主要组成部分，占营业收入比重 75% 左右。公司主要业务集中在国内，出口占比较小（8%左右）。

	2008 年	2009 年中期
电梯及自动扶梯	74.03%	75.63%
人造纤维板	6.78%	5.69%
液压气动产品	4.86%	5.47%
工程机械	3.71%	4.91%
焊接器材	5.78%	4.26%
印刷包装机械	4.40%	3.40%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

从各业务毛利率来看，工程机械业务毛利率最高，其次为电梯业务，而液压气动业务、焊接器材业务的毛利率较低。

图 2 我国机床行业产量同比增长情况 (%)



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

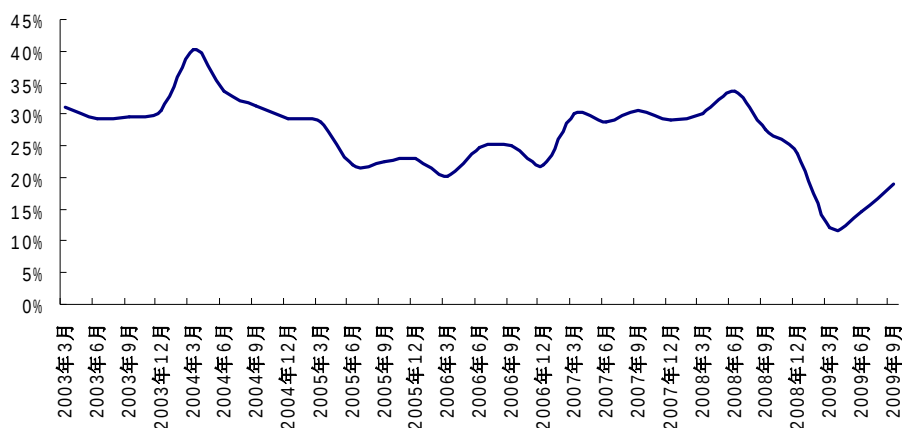
2. 公司主要业务板块分析

2.1 电梯业务

电梯业务是公司主要业务，营业收入占比为 75%左右。公司电梯业务主要通过控股子公司上海三菱电梯有限公司（公司占股权 52%）及联营企业三菱电机上海机电电梯有限公司（公司占股权 40%），其中上海三菱电梯有限公司为公司合并报表范围。

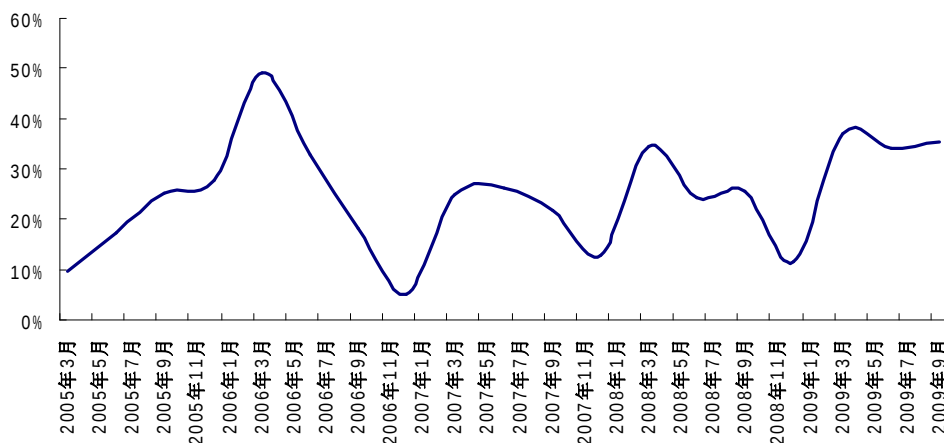
公司电梯业务主要用于房地产，因而电梯业务主要与房地产市场景气状况相关。2008 年下半年，我国房地产投资（安装工程）累计同比持续下滑，至 2009 年 1 季度达到低点，之后呈现逐步攀升趋势。预计 2010 年我国民间投资将逐步启动，房地产投资特别是中、西部房地产投资将维持较高速度，这对公司电梯业务发展营造了良好的外部环境。从房地产新增固定资产投资累计同比来看，2009 年以来这一指标经过反弹后，维持在较高水平。

图 3 我国房地产投资（安装工程）累计同比



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图 4 我国房地产投资新增固定资产投资累计同比



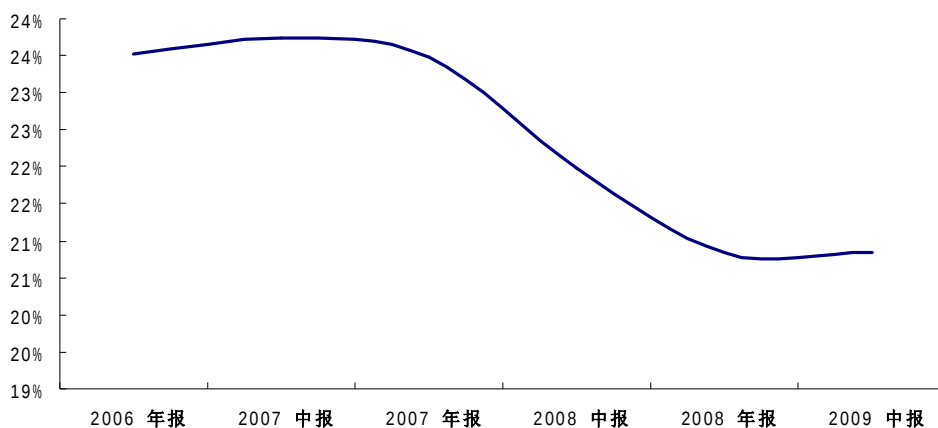
数据来源：CEIC，湘财证券研究所

目前，全国电梯生产企业为 300 家左右，市场竞争激烈；从竞争格局来看，我国电梯市场处于垄断竞争阶段，其中奥的斯、三菱、日立等品牌处于市场领导者地位，合计占市场 50%左右的份额；其中，公司生产的三菱市场份额为 15%左右，定位于中、高端市场，主要市场集中在华东地区。但随着中、西部投资比重的提高以及华东市场的逐步饱和，公司逐步开拓中、西部市场

从毛利率来看，公司电梯业务毛利率呈现下降趋势，主要原因是公

司竞争策略所致：1）面对激烈的市场竞争，公司采取“去功能化”（将电梯的某些功能削弱或去除）策略降低价格，参与竞争，从而导致毛利率下降；2）同时，由于竞争激烈，公司不能及时将原材料（钢铁、电子元器件等）价格上涨及时向下游传导也是导致毛利率下降的重要原因。

图 5 公司电梯业务毛利率变化



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

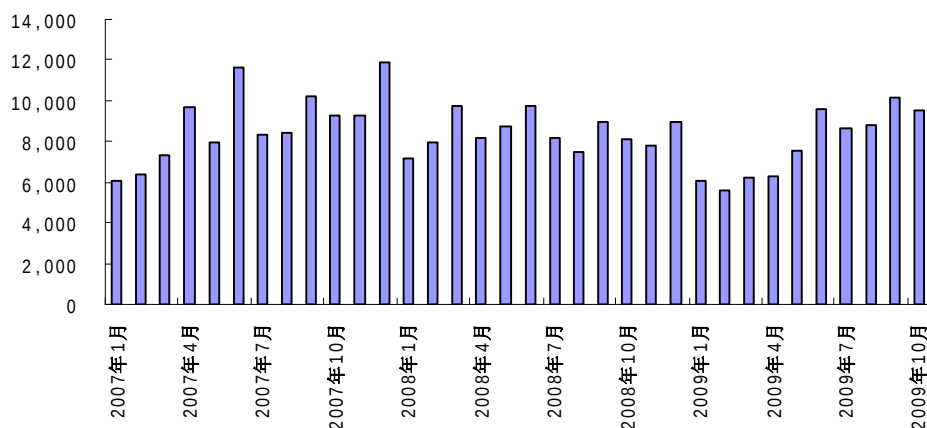
未来，公司电梯安装、维修等服务业务发展空间较大。在成熟市场中，服务收入占电梯厂商收入的比重超过 60%，但国内这一比重尚未达到 20%，电梯服务业务发展空间较大，公司也将大力发展电梯服务业务，以优化收入结构，稳定收入规模。

2.2 印刷包装机械业务

印刷包装业务占公司营业收入 4%左右，主要由公司子公司上海电气集团印刷包装机械有限公司、上海高斯印刷设备有限公司、上海申达机械有限公司等经营。

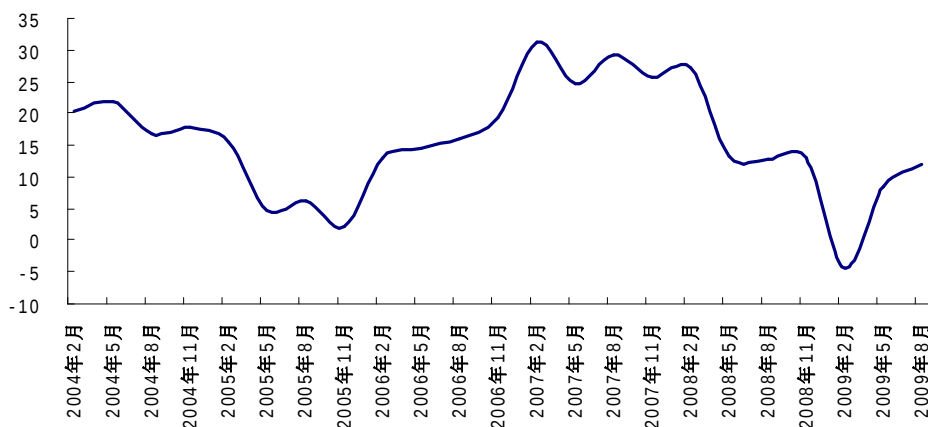
受危机影响，我国印刷包装机械行业陷入低谷，印刷机械在 2009 年 4 月份到达低谷后，逐步攀升。从印刷机械直接下游印刷业情况来看，印刷业的行业利润增速在 2009 年 1 季度达到低谷后逐步攀升，随着印刷业情况的好转，逐步带动印刷机械的需求。

图 6 我国印刷机械月度产量（吨）



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图 7 我国印刷业行业利润累计同比（%）

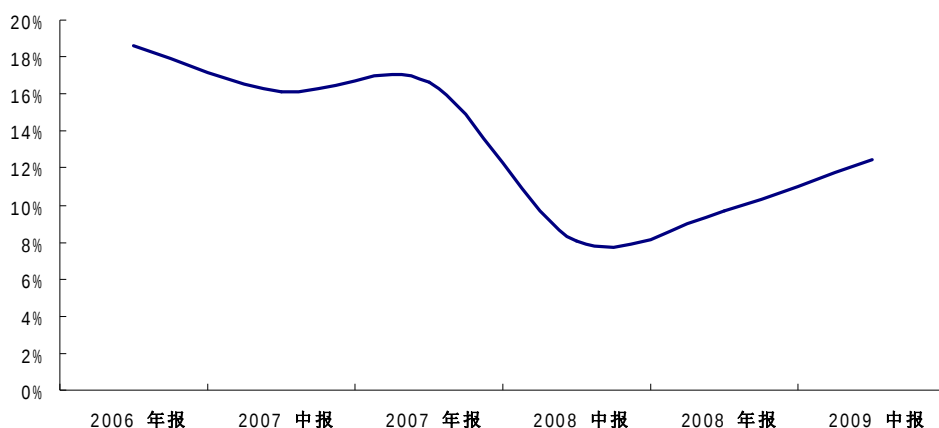


数据来源：WIND，湘财证券研究所

目前，我国印刷包装机械进口比重超过 50%，进口替代发展空间较大，公司将印刷包装机械业务作为公司未来发展的重点。

从毛利率情况来看，公司印刷包装机械业务毛利率总体呈现下滑趋势，这既有行业因素，也有公司自身因素。2009 年上半年，经过购买外方股权等措施，集团及公司对印刷包装机械业务进行了有力整合，目前公司极力将印刷包装业务做强、做大，欲将该业务培育为公司第二大业务，预计随着宏观经济的好转，印刷包装机械业务将逐步增长。

图 8 公司印刷包装机械业务毛利率情况



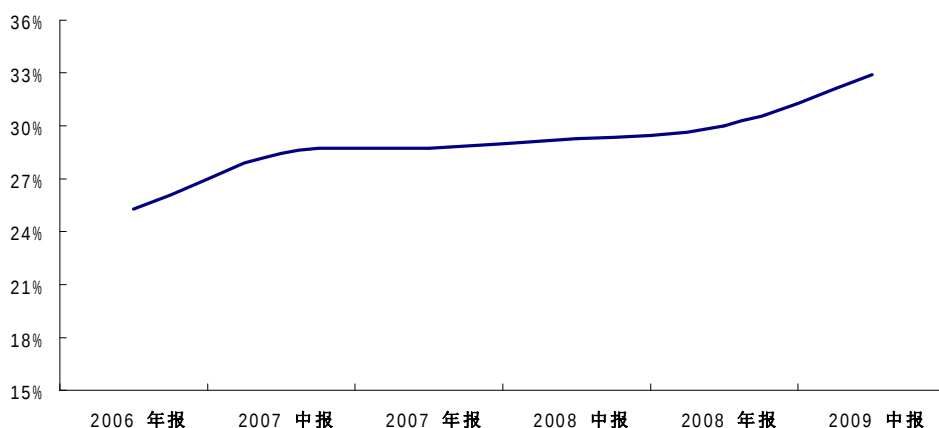
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

2.3 工程机械业务

工程机械业务占公司营业收入的比重 5%左右，主要通过子公司上海金泰工程机械有限公司经营。目前，公司工程机械业务主要产品是连续墙液压抓斗，其市场占有率超过 60%，该业务属于小行业龙头。连续墙是近年新兴的工程施工方法，未来成长空间较大，公司将得益于该行业的成长，同时，公司积极发展连续墙液压抓斗出口。

从产品毛利率来看，连续墙液压抓斗产品毛利率保持较高水平，并不断攀升，说明该业务成长性良好。

图 9 公司印工程机械业务毛利率情况



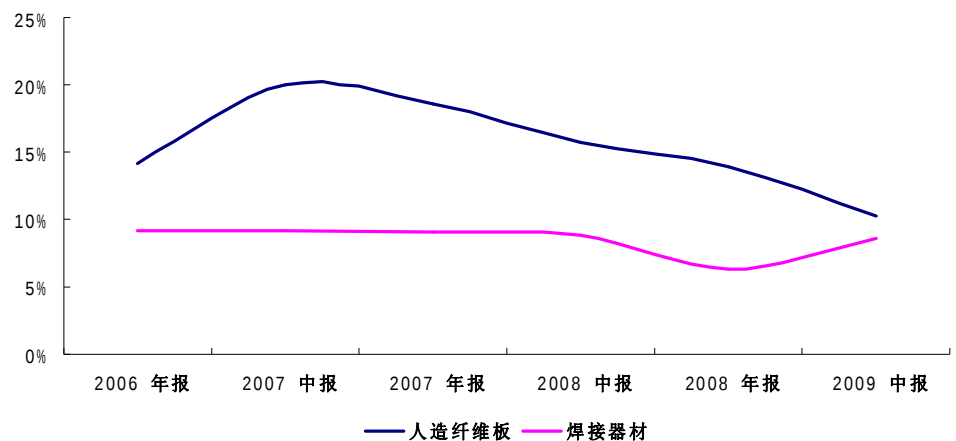
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

另外，公司积极进军大型工程机械底盘业务，预计 2010 年开始实现收入，目前我国大型工程机械底盘进口比重达 70%，因此，替代空间较大。

2.4 焊接器材及人造板业务

焊接器材及人造板业务占公司营业收入的比重为 10%左右。近年来，受进入壁垒较低、市场竞争日益激烈等原因影响，公司焊接器材及人造板业务毛利率水平较低，给盈利带来负面影响。为此，公司将采取股权转让等方式逐步退出焊接器材及人造板业务。预计 2010 年完成对焊接器材业务的退出，2011 年完成人造板业务的退出。

图 10 公司人造纤维板及焊接器材业务毛利率情况



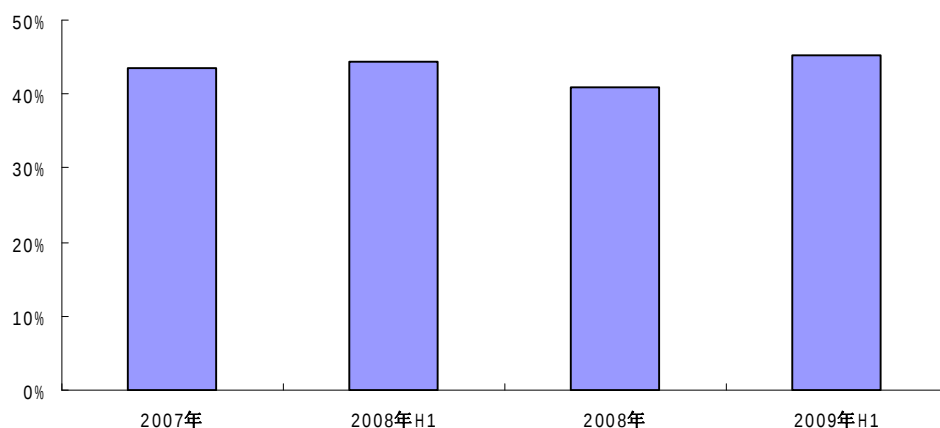
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

3. 公司财务状况分析

3.1 资产负债率较低

从近几年公司财务指标来看，公司资产负债率较低，维持在 40%左右，低于其他工程机械上市公司，公司资产负债率水平低下，反映公司经营风格稳健。

图 11 公司资产负债情况



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

3.2 现金比例过高

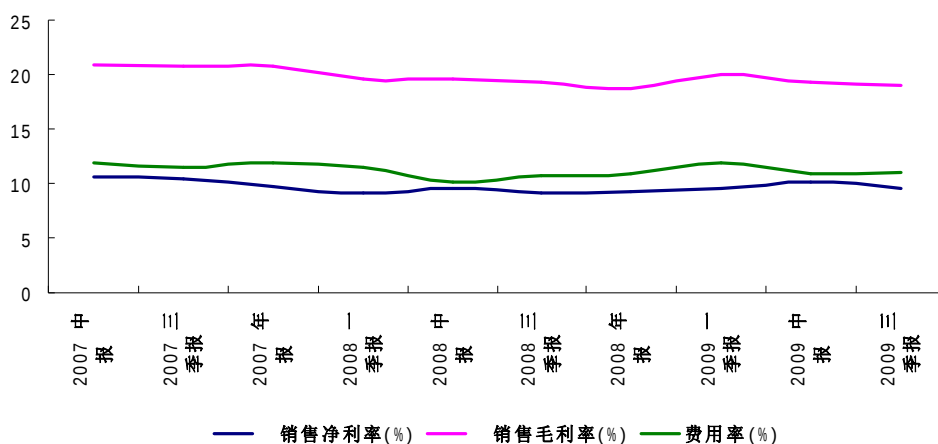
2009 年公司三季度报告显示，货币资金余额为 54.59 亿元，占总资产的比例为 42.32%，货币资金占比较高。公司货币资金较高的原因为：1) 公司电梯业务订单较多，预收款占比较高，截至 3 季度公司预收款为 31.72 亿元，占货币资金余额的 58.11%，按照 30%的预收款比例计算，公司在 9 月 30 日手持订单为 105.73 亿元。此次调研我们了解到，公司电梯业务订单已排至 2010 年 2 月份；由于电梯业务的交货周期为 70-90 天，因此公司 2010 年 2 月份后的订单较少。2) 稳健经营的风格。公司经验风格稳健，预收款项只能用于生产，而不能用于投资。

我们调研了解到，公司货币资金虽然较高，但短期内无收购计划。

3.3 销售净利率小幅下滑

从近年公司盈利指标来看，毛利率小幅下滑，主要原因在于主要产品—电梯毛利率下滑，费用率基本稳定，从而导致销售净利率小幅下滑。

图 12 公司盈利指标情况 (%)



3.4 现金流稳健

从现金流情况来看，公司现金流稳健，除 2008 年中期由于宏观形式影响现金流有所恶化外，其他时间均比较稳健。

表 1 公司现金流状况

	2007 年	2008 年 H1	2008 年	2009 年 H1
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.20	1.09	1.10	1.19
经营活动现金流净额/经营活动净收益	1.43	0.01	0.76	2.13

数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

3.5 对公司财务状况的综合评价

从公司资产结构、盈利能力、现金流等指标来看，均反映出公司稳健的经营风格，这或许与公司出身国企有关。从我们对公司调研情况来看，也反映出公司管理层积极追求稳健经营的精神，因而“稳”是公司运营过程中的主旋律。

4. 世博会对公司业绩的影响

2010 年世博会将在上海举行。举行世博会将会将有许多基础设施建设、场馆建设等，主要涉及公司电梯业务、工程机械业务等，对公司以上业务带来利好。目前，上海世博会基础设施建设、场馆建设已经基本过半，从目前我们对公司了解情况来看，2010 年世博会对公司综合业绩

提升程度有限。这是因为：1) 世博会场馆建设多为低层，对电梯需求不高；2) 许多世博建筑为临时建筑，而非永久建筑，因而对高端产品需求不旺盛。

5. 盈利预测及投资评级

5.1 各业务板块预测

表 2 公司各业务板块预测

电梯及自动扶梯	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	7734.63	8430.75	10318.03
毛利率	20.85%	20.07%	19.62%
毛利润	1612.67	1692.05	2024.39
人造纤维板	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	708.58	637.72	682.36
毛利率	13.96%	10.12%	11.01%
毛利润	98.92	64.54	75.06
液压气动产品	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	507.33	558.06	641.77
毛利率	7.81%	5.60%	7.02%
毛利润	39.62	31.25	44.92
工程机械	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	387.42	464.90	557.88
毛利率	29.97%	33.03%	33.05%
毛利润	116.11	153.42	184.10
焊接器材	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	604.01	450.87	0
毛利率	6.30%	8.60%	0
毛利润	38.05	38.77	0
印刷包装机械	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	459.93	404.54	485.46
毛利率	9.72%	13.02%	15.01%
毛利润	44.71	52.59	72.82
合计	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	10447.38	10946.84	12685.50
毛利润	1950.08	2032.62	2401.29

5.2 公司盈利预测

表 3 公司总体盈利预测

	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入（百万元）	7734.63	8430.75	10318.03
营业成本（百万元）	8489.10	8914.22	10284.21
营业利润（百万元）	1096.12	787.09	921.36
净利润（百万元）	967.11	795.44	933.10
归属母公司净利润(百万元)	646.60	531.83	623.87
每股收益（元）	0.63	0.52	0.61

5.3 投资评级

预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元，对应目前股价（12 月 4 日）的市盈率分别为 26.43 倍、22.97 倍，给予增持评级。

6. 投资风险

6.1 房地产投资波动风险

电梯业务是公司主要业务，而公司电梯业务与房地产投资息息相关，如果房地产投资出现波动，将对公司电梯业务造成直接影响，进而影响公司业绩。

6.2 宏观经济波动风险

公司积极发展印刷包装机械业务，但印刷包装机械业务与宏观经济紧密关联，如果宏观经济出现波动，将对公司印刷包装机械业务带来影响。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。