

上海机电 (600835. sh)

电梯需求向好，其他业务外延式增长可期

惠毓伦 研究员

电话: 020-87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

王磊 研究助理

电话: 020-87555888-667

eMail: wl15@gf.com.cn

电梯行业龙头，外延式扩张保证可持续发展

上海机电是国内电梯行业龙头，市场份额一直处于领先的水平，仅次于美国奥的斯，但论其单厂产量和市场占有率均为第一。以 2009 年三季度业务数据看电梯产品占收入比 75%以上，同时公司正在积极寻求符合机电一体化产业发展方向的并且能与现有产业实现优势互补的投资项目，形成新的增长点。

电梯业务增长动力依然存在，盈利能力较乐观

电梯业务是公司目前最主要的收入和利润来源，目前新装需求是电梯的需求主要来源，短期看电梯需求主要受房地产开工面积的影响，长期看城市化是需求的长期保证。房地产新开工面积增长及二、三线城市的城市化进程加快保证了需求的增长，预计 2009 年销量仍有一定增长达到 3.3 万台以上。2010 年将有 15%左右的增长。同时产品结构延伸和售后服务扩张促进电梯业务增长和盈利能力的增强。

印包业务：未来的明星业务

公司不断推进印包公司理顺产权结构和寻求国内国际并购机会，为将印包业务发展为公司的第二大业务板块进行了一系列整合。目前进口印刷设备进口替代空间巨大，印包相关公司均处于行业前十名，整合后形成了完整产业链，将发挥协同效应，提高其盈利能力。

其他业务值得期待

工程机械业务扩大产能为主，未来将达到 10 个亿的产值；液压气动业务，居全国液压行业第一，未来有整合其他液压零部件的企业的可能；有意退出人造纤维板制造业务、焊接器材制造业务。

盈利预测与估值

我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 106.32 亿元、120.80 亿元、136.60 亿元。EPS 分别为 0.562、0.730、0.815 元。合理的估值 18.25 元。给予“买入”的投资评级。

风险提示

市场竞争的风险；主要原材料价格波动的风险。

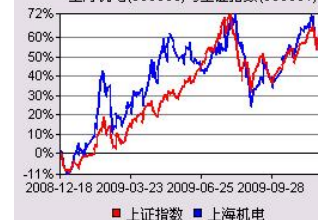
公司评级

买入

当前价格(元)	13.34
目标价格(元)	18.25
前次评级	无评级

股价走势

上海机电(600835)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.80%	4.06%	49.69%
上证综指	-5.73%	5.10%	54.48%

股票数据

总股本(万股)	102,273.9
	3
流通 A 股(万股)	102,273.9
	3

主要股东:

上海电气集团股份有限公司	
主要股东持股比例	47.28%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	14.17%
ROA	6.17%
资产负债率	40.87%
每股净资产(元)	4.46

2008 年报数据。

电梯行业龙头，外延式扩张保证可持续发展

电梯业务是盈利的主要来源

公司的主要产品包括：空调设备；印刷包装机械；起重运输机械；人造板；焊接器材；工程机械；液压机械等领域。公司的母公司为上海电气集团股份有限公司，最终控制人为上海电气(集团)总公司。上海机电是国内电梯行业龙头，市场份额一直处于领先的水平，仅次于美国奥的斯。但论其单厂产量和市场占有率均为第一。以2009年三季度业务数据看电梯产品占收入比75%以上，其次是人造纤维板、液压气动、工程机械产品。预计电梯业务将维持稳定增长，液压气动、工程机械等业务因其总量较小将保持快速增长。

公司目前的产品战略主要是提高电梯产品的市场份额，加速其售后网络的建设；液气公司主攻工程机械、煤矿机械配套；金泰工程公司进一步扩大产能。

图 1: 主要业务近期增长率

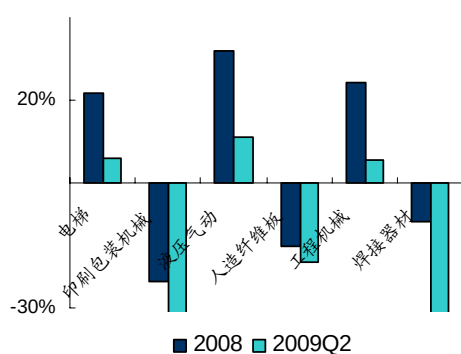


图 2: 营业收入、利润、毛利率近三年的变动状况

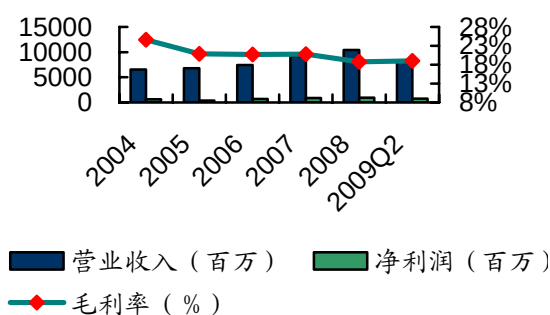


图 3: 2009 中期年营业收入结构

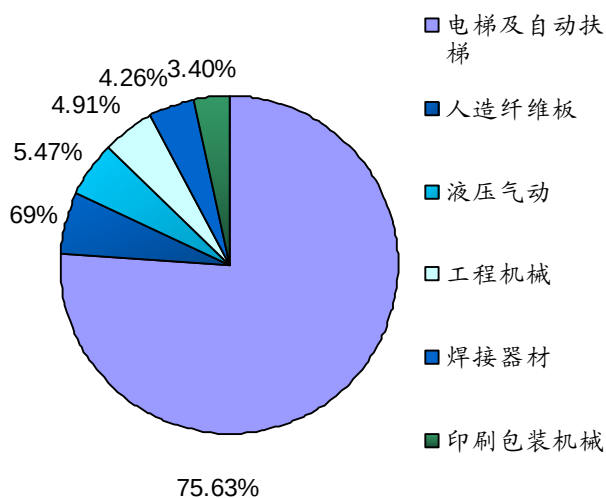
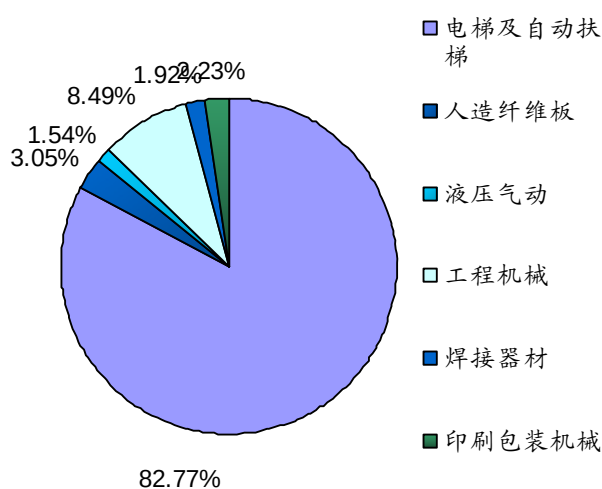


图 4: 毛利构成



数据来源：公司招股说明书，公司公告，广发证券发展研究中心

机电一体化外延式扩张是其未来可持续发展发展的保证

公司通过多次资产重组、产业调整，目前形成了电梯制造，冷冻空调、印刷包装机械、焊接器材、工程机械、人造板机械和人造板制造等7大产业板块。从收入结构看，公司是依靠电梯产品的机械龙头企业，电梯业务市场竞争力强，收入稳定增长；公司其他业务占比仍较小，无法形成公司重要的利润来源。公司正在积极寻求符合机电一体化产业发展方向的并且能与现有产业实现优势互补的投资项目，形成新的增长模式。

表 1: 业务扩张情况

	时间	重大资产重组、投资	战略
1	2003 年	以 3.71 亿元应收账款作价 2.5 亿元置换电气（集团）持有的上海金泰工程机械公司 94.8% 的股权 向上海电气国际经济贸易公司出价 2.63 亿元收购其持有的上	形成工程业务板块
2	2006 年	海三菱电梯工程公司 40% 的股权	高端电梯生产和服务
3	2009 年	整合了印刷包装资产	形成第二大业务板块

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

电梯业务增长动力依然存在，盈利能力较乐观

电梯业务是公司目前最主要的收入和利润来源，来自控股52%的上海三菱电梯和投资40%占比的三菱电机上海机电电梯有限公司。目前，电梯行业高增长时期已经过去，已经进入成熟期。市场竞争结构比较稳定，市场集中度持续上升，基本由三菱、迅达、奥的斯和日立垄断，行业的竞争将主要体现在企业规模、上游议价能力、优质的销售和售后服务网络等环节的竞争。

从需求看，房地产新开工面积增长及二、三线城市的城市化进程加快保证了需求的增长，预计2009年销量仍有一定增长达到3.3万台以上。2010年将有15%左右的增长。

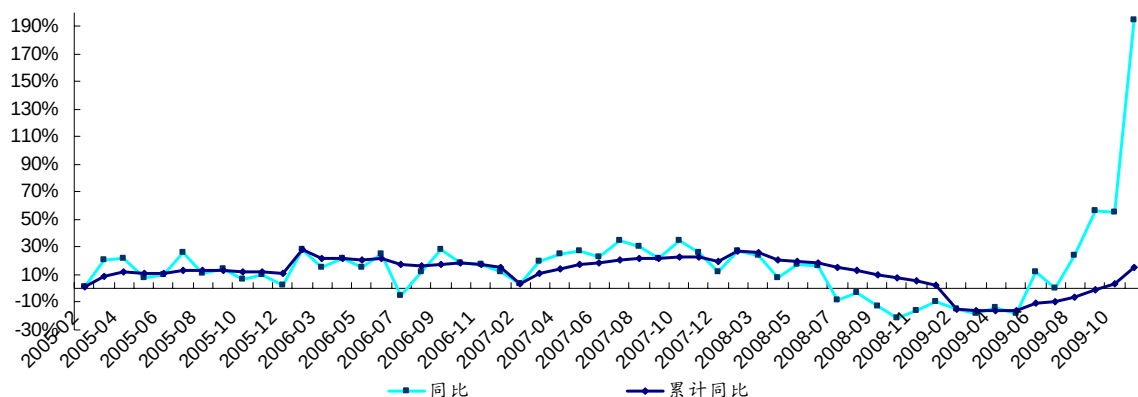
电梯需求增长有所保证

短期看新开工面积的增长刺激需求：住宅的电梯需求占到电梯需求的70%以上，其余为商场、写字楼等商用需求。电梯的更换周期为15年左右，由于我国的商品房从90年代才开始迅速发展，目前新装需求仍是电梯的需求来源，而短期看电梯需求主要受房地产开工面积的影响。

11月单月的新开工面积创下年内新高，环比同比出现大幅度增长。完成开发土地面积单月数据环比数据转正，同比涨幅加大。1-11月累计的同比增幅就达到15.8%，这主要是11月单月新开工面积大幅增长所致。二季度以来土地市场逐步回暖和商品房销售旺盛传导到新开工效应非常明显。考虑周期性因素，电梯需求大概滞后于房地产新开工大概1-2年左右的时

间，预计明年将是电梯需求高峰期，增速将达到15-20%。

图 5: 房地产新开工面积同比及累计同比增长



数据来源: wind资讯, CEIC, 广发证券发展研究中心

长期看城市化是需求的长期保证: 与世界发达国家相比, 中国的城市化程度仍然十分低。根据世界银行的统计, 2005年世界高收入国家的城市化率为75%, 中等收入国家为60%, 低收入国家为28%, 而中国的城市化率仅为44%, 比低收入国家高, 却大大低于中等收入国家二三十个百分点, 与高收入国家城市化水平更是相差甚远。

图 6: 城市化率仍不高

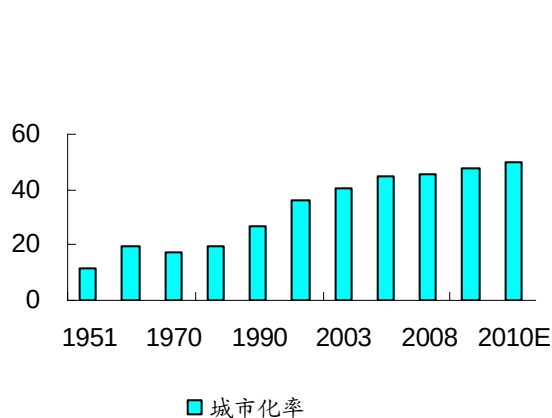
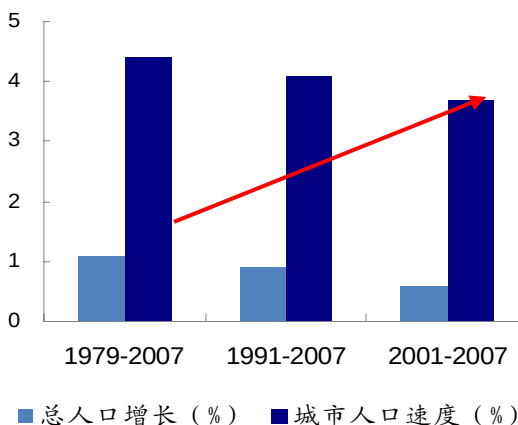


图 7: 城市化进程加快

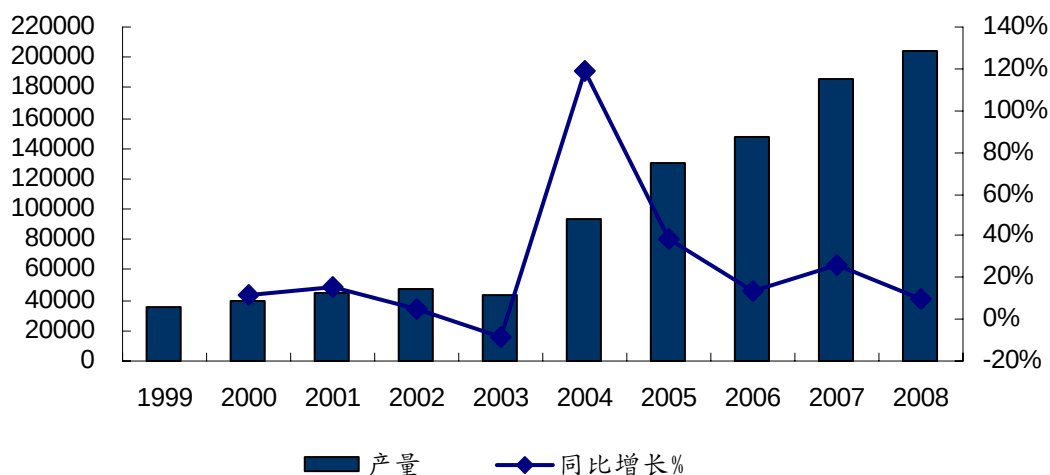


数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

根据《住宅设计规范》要求: “7层及以上住宅或住户入口层楼面距室外设计地面的高度超过16米以上的住宅必须设置住宅电梯。” 根据国家标准规定, 住宅楼道设计应符合现行国家标准《建筑设计防火规范》(GBJ-16) 和《高层民用建筑设计防火规范》的有关规定, 楼高为7-9层的住宅, 允许配备1台非防火要求的电梯; 楼高超过12层以上的, 要配2部电梯。目前, 6层及以下的住宅楼是我国住宅建设的主流, 占有70%以

上的建筑面积。随着工业化和城镇化进程的加速，土地资源的稀缺性日渐突出。未来高层建筑将是住宅的主流，容积率日渐升高，未来电梯需求量将随着高层住宅的普及而迅速增长。

图 8: 电梯及自动扶梯历年产量



数据来源：wind 资讯，CEIC，广发证券发展研究中心

产品结构延伸和售后服务扩张促进电梯业务增长

布局高端和低端产品，全面介入电梯市场的竞争：公司的电梯产品主要是升降梯，低端电梯和步行梯（主要用于商场、公共场所）的产能和产量的占比均较小。公司升降梯主要面向中高端客户，与其他外资品牌在产品结构上存在差异。随着市场高层住宅电梯的低端需求越来越多，根据产品需求的结构变化，公司调整产品开发、扩大对应产品的产能。大力开发推广适用于保障性住房 LEGY 电梯和公共交通的 K 型自动扶梯。预计明年自动扶梯的产能将达到 5000-6000 台。通过三菱工程 40% 的股权收购（现三菱电机上海机电电梯有限公司），进入国内高端电梯市场，目前公司高端电梯产能 10000 台左右，产量 2000 台左右。高端需求占电梯总需求的 10-15%，未来公司的高端电梯仍有很大市场空间。其毛利率在 30% 以上，待其市场打开后，将大大提高电梯的毛利率。

售后服务网络扩张提高盈利能力：在我国，电梯年维护保养成本约 1 万-1.5 万人民币，在电梯全部生命周期里，维修保养费用能达到其售价的 2 倍以上。在整个价值链中，利润通常集中在价值链的某些环节，而其它环节利润及小。在电梯业中，利润在销售、维保，而不是在制造和安装。目前公司在全国建立的 36 家直属分公司、182 个维修站，组成了覆盖全国各省、地级城市的服务网络。目前只有 15% 的收入来源于公司的售后及维修保养，而如瑞士迅达和美国奥的斯销售收入中 50% 和 65% 来自售后维修和服务。公司未来的目标是达到 50% 以上。售后的毛利率超过 30%，将提高公司的盈利能力。

印包业务：未来的明星业务

公司不断推进印包公司理顺产权结构和寻求国内国际并购机会，为将印包业务发展为公司的第二大业务板块进行了一系列整合。

表 2：印包业务整合

	时间	重大资产重组、投资	价格
1	2009 年 4 月	从紫文投资有限公司收购上海紫光机械 50%股权	8592 万元
2	2009 年 4 月	从紫文投资有限公司收购上海光华印刷机械 50%股权	19972 万元
3	2009 年 4 月	从 BOWTON LIMITED 收购秋山国际株式会社 50%股权	3090 万元
4	2009 年 4 月	收购上海申威达 22.14%股权	1566.56 万元
5	2009 年 4 月	上海申威达 2.86%股权	202.36 万元

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

印包业务进口替代空间很大：2008年，我国印刷技术装备制造企业有600多家，除几家国有控股股份制企业外，其他大都是民营企业，年产值达160亿元人民币，出口9.81亿美元，进口17.3亿美元。出口的是中低档次的技术设备，而进口的都是高档次的印刷技术设备，价值很高，2008年进口值高达国内印刷设备总产值的75%，占领了国内印刷设备市场的57%，国产印刷设备约占国内市场的43%，可见进口替代的需求依然很巨大。

图9：印刷包装设备行业产值

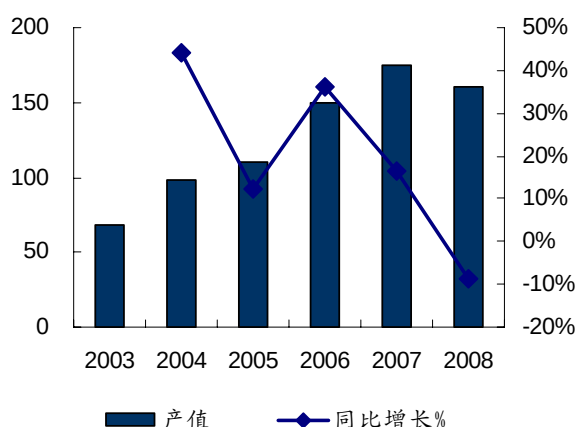
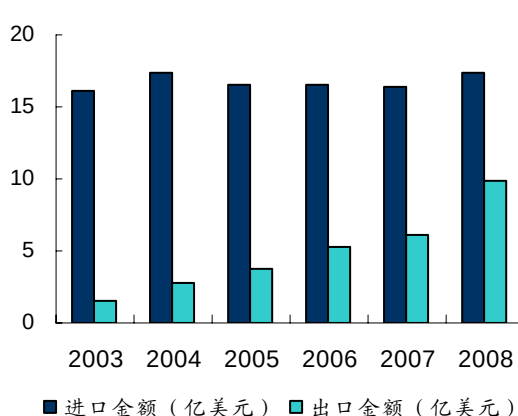


图10：印刷包装设备行业进出口产值



数据来源：中国印刷及设备器材工业协会，广发证券发展研究中心

印包业务完整的产业链提升盈利能力：虽然印包业务的大多数公司在国内处于行业前十名，但是一直发展较平稳，低于行业的平均增速，主要原因是各自为战，无法体现出规模效应，光华、紫光、秋山国际的整合后，全面布局印刷、印前、印后设备形成了完整的产业链，将发挥协同效应，提高其盈利能力。

表 3: 2008 年印机行业企业排名

排名	企业	收入	排名	企业	出口收入
1	北人集团公司	105710	1	上海高斯印刷设备有限公司	27599
2	上海高斯印刷设备有限公司	54693	2	北人集团公司	17057
3	辽宁大族冠华	31714	3	上海亚华印刷机械有限公司	9773
4	上海光华印刷机械有限公司	31146	4	陕西北人印刷机械有限责任公司	5610
5	天津长荣印刷设备股份有限公司	24031	5	天津长荣印刷设备股份有限公司	3651
6	江西中景集团有限公司	21951	6	辽宁大族冠华印刷	3210
7	陕西北人印刷机械有限责任公司	21157	7	上海申威达机械有限公司	2497
8	潍坊华光精工设备有限公司	18498	8	上海紫宏机械有限公司	2346
9	上海亚华印刷机械有限公司	17871	9	中山市松德包装机械股份	2214
10	江苏昌昇集团股份有限公司	14758	10	瑞安市华威印刷机械有限公司	1915

数据来源：中国印刷及设备器材工业协会，广发证券发展研究中心

其他业务值得期待

公司电梯制造业务、印包机械制造业务之外，还有液压气动产品制造业务、工程机械制造业务、人造纤维板制造业务、焊接器材制造业务。

工程机械业务扩大产能为主：公司工程机械类资产为控股94.8%的上海金泰。主要产品是钻机和液压抓斗等地下施工机械，这些产品广泛应用于高速公路、铁路、桥梁、水库、港口、城市建筑、工业设施基础、市政建设、地质勘探、地下水资源开发等项目，市场占有率达到60-70%。基于地下施工机械行业良好的发展前景，公司加大了对金泰工程的资金投入，对其生产设施和重要装备进行改造，扩张产能，未来将达到10个亿的产值。

液压气动业务：液气公司为国内液压器件行业的龙头企业，各项经济指标以及综合实力的排名位居全国液压行业第一。液气公司主要为工程机械、煤矿机械等整机配套，工程机械等下游的高速发展给企业来了稳定的需求，同时。液压成套产品成为新的增长点。目前中高端的液压件需求主要由进口产品满足，公司准备做大作强此项业务，不排除有整合其他液压零部件的企业的可能。

人造纤维板制造业务、焊接器材制造业务：此部分业务对公司的盈利贡献较小，而且与公司的主营机电一体化的业务结构并不相关，公司有意剥离不相关业务，做大作强机电一体化的主营业务。

盈利预测与估值

假设：1、售后服务收入占比提高带来一定毛利率提升，预计电梯业务2010年提升0.5%，2011年再提升0.5%。

2、公司2009年将消化一部分重组资产的亏损。

3、2009、2010、2011三年固定资产投资分别为3亿元、3亿元、1亿元。所得税实际税率为14%左右。

我们预计公司2009、2010、2011年的营业收入分别为106.32亿元、120.80亿元、136.60亿元。EPS分别为0.562、0.730、0.815元。

表4：利润预测表（单位：万元）

项 目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	918,619.25	1,044,738.31	1,063,219.02	1,208,023.67	1,366,062.01
营业成本	727,725.41	848,910.02	856,692.56	970,012.43	1,097,264.08
营业税金及附加	2,913.25	3,005.11	3,215.05	3,652.92	4,130.81
营业费用	49,205.32	45,080.06	53,160.95	60,401.18	68,303.10
管理费用	63,891.16	75,914.14	73,362.11	83,353.63	94,258.28
财务费用	-3,669.47	-8,102.57	(8,265.79)	(9,853.66)	(11,154.51)
资产减值损失	4,340.82	11,530.13	8,000.00	2,000.00	2,000.00
营业利润	99,355.69	109,611.72	104,054.14	129,507.16	148,520.25
营业外收入	4,866.02	5,138.83	4,000.00	4,600.00	5,290.00
营业外支出	1,002.74	2,708.13	500.00	500.00	700.00
利润总额	103,218.97	112,042.42	107,554.14	133,607.16	153,110.25
所得税	13,928.33	15,331.55	15,057.58	18,705.00	21,435.44
少数股东损益	28,732.59	32,050.39	35,000.00	40,250.00	48,300.00
净利润	60,558.05	64,660.48	57,496.56	74,652.16	83,374.82
总股本（万股）	69,927.35	69,927.35	69,927.35	69,927.35	69,927.35
每股收益（元）	0.592	0.632	0.562	0.730	0.815
净利润增长率（%）	44.9%	6.8%	-11.1%	29.8%	11.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

相对估值

PE法：与上市建筑机械及专用设备类的上市公司进行相类比。以2009年12月18日的收盘价计算，行业平均市盈率2009年为25.19倍，2010年21倍左右。鉴于上海机电所处电梯细分行业的周期性复苏较为明显、以及其产品结构调整带来盈利能力提升，并且存在外延式扩张的可能性，我们认为给予2010年25倍市盈率是合理的，合理的估值**18.25元**。

PB法：目前公司的市净率只有2.67倍，而行业的整体均值为4.55倍。我们给予上海机电2010年3.5倍的市净率是合理的，其合理估值为**18.8元**。

我们对公司总体判断是：房地产新开工面积的增长保证了电梯的需求；主要原材料价格维持在低位，成本压力较小。同时明年印刷包装业务的整合将开始产生协同效应，国际印包机械需求复苏有望。合理的估值**18.25元**。给予“买入”的投资评级。

表5: 重点关注相关上市公司盈利预测与投资评级

公司名称	12月18	EPS			P/E			投资评级
	日收盘价	2008A	2009	2010	2008A	2009	2010	
三一重工	34.90	0.83	1.37	1.80	33.64	25.64	20.51	买入
山推股份	11.89	0.66	0.59	0.72	16.89	20.61	15.93	买入
中国南车	5.72	0.12	0.15	0.21	42.00	37.99	26.87	买入
太原重工	16.52	1.22	0.91	1.03	27.11	20.68	17.57	持有
中集集团	11.93	0.53	0.41	0.66	21.71	28.95	17.98	买入
中海油服	15.61	0.69	0.79	1.10	22.79	19.91	14.30	买入
海油工程	11.68	0.55	0.48	0.64	20.62	23.87	17.70	买入
上海机电	13.02	0.63	0.56	0.73	21.89	23.25	17.83	买入
安徽合力	13.53	0.53	0.21	0.53	60.90	64.42	25.52	买入
昆明机床	14.50	0.65	0.61	0.72	18.28	23.77	20.13	持有

数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

风险提示

(一) 对下游行业依赖的风险

电梯业务的70%需求来源于住宅电梯需求, 房地产业的新开工面积, 对电梯需求有直接的影响, 滞后周期性大概一年左右。如果房地产行业需求不足, 将带来行业周期调整带来的风险。

(二) 行业竞争加剧的风险

虽然目前行业前三名的市场占有率达到50%, 市场竞争结构稳定, 但不排除有新的进入者带来市场竞争的加剧。

(三) 主要原材料价格波动的风险

公司的主要原材料为钢材及外购件等材料, 近年来钢材价格上下波动的幅度较大, 主要原材料钢材价格的波动将给公司的生产经营和经济效益带来一定的影响。

利润表 (百万元)	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	10632.19	12080.24	13660.62	净利润	574.97	746.52	833.75
营业成本	8566.93	9700.12	10972.64	折旧摊销	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	32.15	36.53	41.31	净营运资金增加	1642.52	757.76	1089.15
营业费用	531.61	604.01	683.03	经营活动产生现			
管理费用	733.62	833.54	942.58	金流净额	1684.83	(758.63)	2908.02
财务费用	(82.66)	(98.54)	(111.55)	投资活动产生现			
资产价值损失	80.00	20.00	20.00	金流净额	684.96	(310.00)	(130.00)
投资收益	270.00	310.50	372.60	融资活动产生现			
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	金流净额	(445.41)	(125.42)	(138.58)
营业利润	1040.54	1295.07	1485.20	现金净增加额	1924.38	(1194.05)	2639.44
营业外收入	40.00	46.00	52.90	期初现金及现金			
营业外支出	5.00	5.00	7.00	等价物余额	4158.20	6082.57	4888.52
利润总额	1075.54	1336.07	1531.10	期末现金及现金			
所得税	150.58	187.05	214.35	等价物余额	6082.57	4888.52	7527.96
少数股东权益	350.00	402.50	483.00	业绩表现	2009E	2010E	2011E
归属母公司净利润	574.97	746.52	833.75	收入增长率	1.77%	13.62%	13.08%
资产负债表	2009E	2010E	2011E	净利润增长率	-11.08%	29.84%	11.68%
货币资金	6082.57	4888.52	7527.96	EBIT 增长率	-5.64%	24.91%	14.80%
短期投资	0.00	0.00	0.00	ROE	19.42%	19.70%	19.68%
应收帐款	873.88	2151.28	1777.75	ROIC	11.55%	13.57%	13.70%
其他应收款	367.94	418.05	472.74	营业利润率	114.78%	36.40%	96.51%
存货	1983.67	3720.60	3908.06	每股指标	2009E	2010E	2011E
流动资产	9691.24	11331.68	13858.75	EPS	0.56	0.73	0.82
长期投资	1144.96	160.00	170.00	每股红利	0.17	0.22	0.24
固定资产	1624.62	1787.05	1739.63	每股经营现金流	1.65	(0.74)	2.84
无形资产	225.05	219.94	214.83	每股净资产	4.87	5.38	5.95
资产总计	11778.62	13586.36	16090.91	价值比率	2009E	2010E	2011E
短期借款	0.00	0.00	0.00	P/E	23.12	17.81	15.95
应付账款	1173.55	1379.27	1531.66	EV/收入	0.68	0.70	0.42
预收帐款	3144.07	3827.10	5099.15	EV/EBITDA	6.68	6.28	3.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.53	7.03	4.20
负债合计	4818.32	5701.00	7138.92	EV/NOPLAT	8.76	8.17	4.88
少数股东权益	1980.20	2382.70	2865.70	EV/IC	10.05	2.97	4.71
股东权益	4980.10	5502.66	6086.29	P/B	2.67	2.42	2.18
负债和所有者权益	11778.62	13586.36	16090.91	股息率(%)	1.30%	1.68%	1.88%
				流动性	2009E	2010E	2011E
				净负债/权益	(1.22)	(0.89)	(1.24)
				资产负债率	40.91%	41.96%	44.37%
				流动比率	2.04	2.01	1.96
				速动比率	1.63	1.35	1.41

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

上海机电(600835)行情走势



▲ 推荐买入 ▼ 推荐卖出 ● 推荐持有 ■ 相关报告

相关研究报告

上海机电调研报告

刘智

2007-11-19

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。