

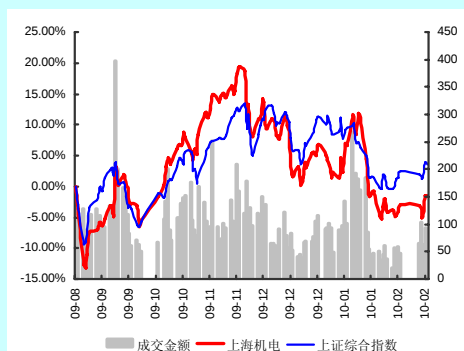
投资评级:

投资评级	买入
上次评级	首次评级
当前价格	12.61 元
目标区间	18-20 元

基础数据:

总股本(百万股)	1022.74
流通股(百万股)	1022.74
A 股市值(亿元)	101.70
B 股市值(亿元)	14.75
总市值(亿 RMB)	116.45
每股净资产(元)	4.89

近 6 个月股价相对市场表现:



数据来源: WIND

相关研究:

TMT 行业分析师:

吴炳华

8621-68761616-8319

wubh@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心

26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

上海机电 (600835)

电梯业订单翻番, 业绩将再次大增

独到观点: 1. 远未成熟的中国电梯业高速增长被金融危机撞了一下腰, 产销量增速快速放缓, 增速由 07 年 30% 下降到 09 年 5% 左右, 09 年下游 V 型复苏将引发电梯业 10 年滞后性反映, 爆发式增速达 20%, 未来 5 年在旺盛需求背景下增速 14%-18%。

2. 公司电梯业年初订单和当年收入具有明显的正相关性, 09 年末上海机电电梯业存量订单同比增长超过一倍将大幅度提高 10 年公司的绩效, 07 年业绩大增的情景有望再现。

投资要点:

- 上海机电核心业务突出。目前电梯业收入 75%, 其余为印刷包装机械等五项业务。后金融危机时代电梯业务恢复快速增长, 而其他业务整合、增资扩产或退出的战略将持续改善公司经营绩效。
- 我国电梯业尚未成熟, 达到相对成熟空间还有近两倍。城市化深入和城市升级是行业增长核心驱动因素, 而随着电梯保有量增加, 电梯维保业务占比逐步上升。行业长期增长可达 14% 到 18%。
- 上海三菱市场占有率 15% 左右, 行业排名第二, 单厂占有率第一。10 年初订单大增超一倍预示 10 年绩效有望出现 07 年一样的大幅度提升, 保守估计电梯业务收入增速 25%, 净利增长望 40%。
- 印刷包装机械业务整合后将扭亏为盈; 工程机械业务持续扩产增效; 液压气动业务继续向好; 焊接器材和人造板业务将逐步退出。业务厘清助推公司绩效。
- 预计 10-11 年公司 EPS 分别达到 0.81 元和 0.95 元, 其 PE 估值仅为 15.57 倍和 13.27 倍。扣除公司长期净现金, 则 PE 估值低至 10.63 倍和 9.06 倍, 低估严重, 首次“买入”的投资评级。而康力电梯上市或成公司股价上涨的激发因素。

盈利预测及估值 (单位: 万元、倍)

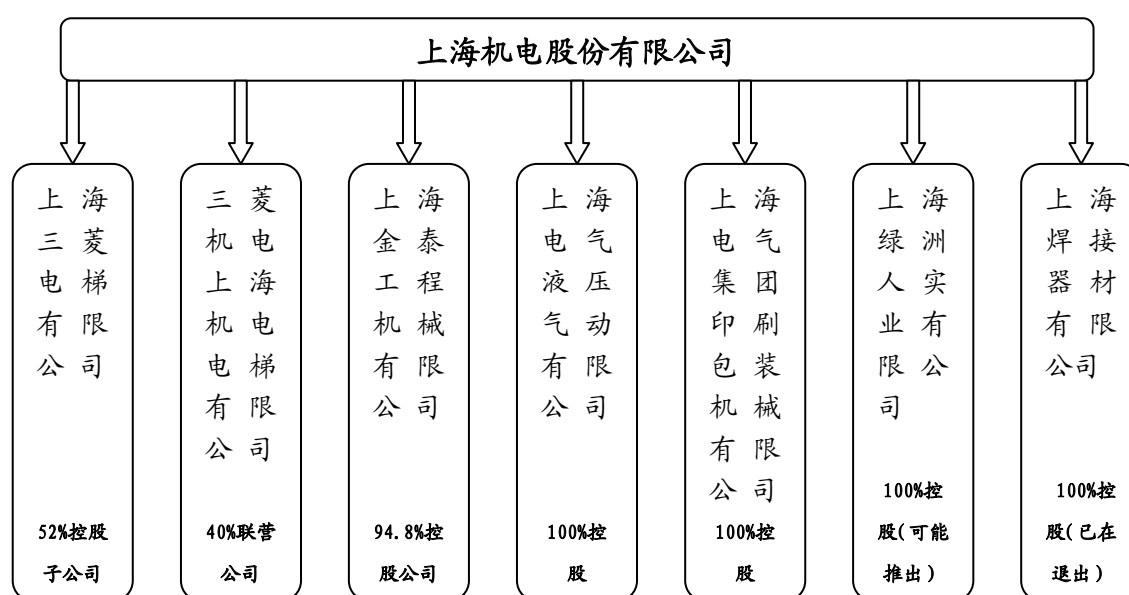
财务预测与估值	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	1044738	1066605	1272451	1455487
主营收入增长率	13.73%	2.11%	19.23%	14.38%
净利润	64660	57271	82839	97638
净利润增长率	8.54%	-11.34%	44.64%	17.86%
ROE	12.93%	12.29%	14.28%	14.58%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.56	0.81	0.95
P/E	23.28	22.52	15.57	13.27
P/B	2.58	2.55	2.18	1.89

1. 核心业务突出，资源整合深入

1.1 业务构成多元，核心业务突出

上海机电主要通过控股、联营等方式从事电梯制造和服务、印刷包装机械、工程机械、液压气动、焊接器材以及人造板等业务。而公司的核心业务是电梯制造和服务，当前占比四分之三，未来将超过80%。

图一：公司主要业务资产的战略布局构成



资料来源：公司公告、德邦证券研究所

公司业务呈现多元，但核心业务明朗，电梯业务为公司核心业务，主导地位突出。

1.2 资源整合深入，战略布局明朗

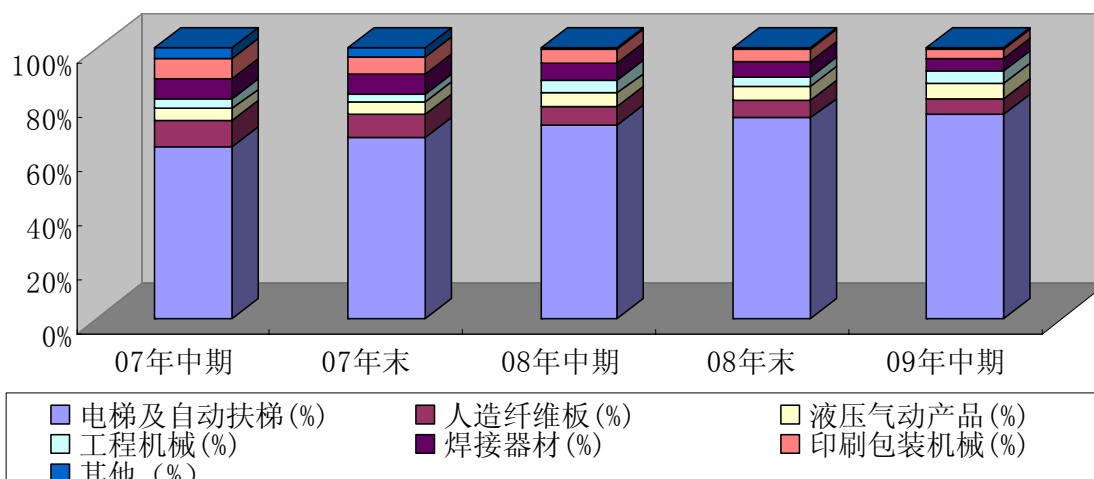
业务种类繁杂且相关性不大一度成为公司发展的制约因素。公司在股改是承诺对集团的资产进行整合，这种资源整合在2009年有所加快：公司上半年即完成对印刷包装机械业务的收购整合，下半年焊接器材业务的处置正在完成中。未来公司还将对与主业关联性不强的人造板业务实行剥离。

公司加快资源重整的战略意图明确；通过业务整合和梳理，逐步淘汰

部分行业前景暗淡、技术优势不明显、与机电一体化战略关联性不强的业务，从而形成以电梯制造和服务为核心，以印刷包装机械、工程机械和液压气动产品为重点的战略布局。这种战略布局的趋势已经愈发明朗。

股改承诺以来的两年半里，公司业务战略布局已经得到初步的体现，公司的业务结构发生了较大变化，其中电梯业务在07年中报时占主营比例为63.22%，09年中报显示其主营占比则提高至75.69%（见图二）。

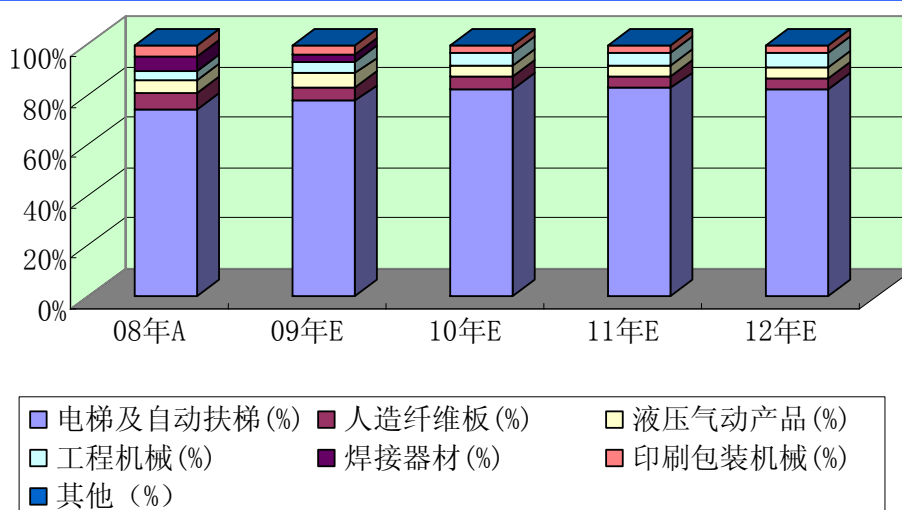
图二：公司的资源整合初见成效（07-09年中期业务构成图）



资料来源：公司报告，德邦证券研究所

当前，电梯业务收入约占主营的四分之三，焊接器材业务正在退出中，预计公司09年将消化该业务的剥离成本。按照公司计划焊接器材业务将于10年上半年彻底退出，而人造板业务也可能考虑退出。根据公司资产整合的进展和计划我们预计公司未来战略布局的核心将更加突出，到2012年前后公司人造板业务可能完全退出，而其中电梯行业的主营占比有望超过80%（见图2）。

图三：公司营业收入构成变化趋势（08年-12年）



资料来源：公司报告、德邦证券研究所

整合之后，公司的业务核心更加凸显，电梯业务依然是公司的核心，收入占比80%以上；印刷包装机械业务、工程机械和液压气动业务等收入合并占比在18%左右。长期而言，我们认为公司资源整合后将持续提升经营绩效。

2. 电梯业仍处快速增长通道，公司业绩 10 年再上新台阶

生活在现代都市的人们不可能每天喝可乐，绝大多数人也并不经常喝茅台，但是几乎每人每天都在使用电梯，所以电梯已经成为我们生活和工作不可或缺的一部分。而中国电梯业的发展虽然经过改革开放以来 30 年的高速增长，但未来依然存在巨大空间。目前我国已经成为世界上最大的电梯制造中心，产销量超过世界总量的 50%，同时也是世界上最大的电梯市场，而且这个市场仍将从高速增长阶段过渡到快速增长阶段。全世界电梯业巨头，加上自主品牌在这个极具前景的行业里展开充分竞争，奥蒂斯、上海三菱和日立依靠先进技术和强大的品牌效应将继续扮演市场领头羊的角色。

2.1 电梯业需求旺盛，行业仍将呈快速增长

2.1.1 三迹象表明国内市场远未成熟

欧美成熟甚至饱和的电梯行业具有三个显著的特点：一是电梯产品收入和服务收入比例基本持平，而利润贡献则是 4: 6 左右；二是新增电梯往往较少，整个电梯业增速也在 2%-3%之间；三是都市中每 100-200 人左右拥有一台电梯。从这个角度判断中国电梯业目前的状况显示行业远未成熟，而距离饱和则还有很长的路要走。

服务占比极低：电梯行业收入主要两个来源，产品销售和维修保养服务。目前国内电梯行业 90%以上的收入来源于产品销售收入，服务收入不足 10%，即使是上海三菱这样行业龙头公司的销售服务比距离成熟市场依然还有巨大的空间。调研显示上海三菱目前服务收入仍低于全部收入的 15%，这已经是国内维保服务占比最高的国内企业了。这是中国国内电梯业远未成熟的迹象之一。

新增电梯连创新高：以垂直电梯为例，电梯业协会的相关资料显示在 2000 年中国新安装电梯 3.75 万台，之后新增电梯持续增长，截止 2006 年底全国电梯保有量达 80 万台，07 年底为 91.7 万台，当年新装量突破 10 万台，08 年底突破 100 万台，而业内人士预计 09 年底电梯保有量将达 120 万台，依此计算中国 08 和 09 年新增电梯量平均达 14 万台之高。因此新增电梯续创新高显示电梯业距其成熟期依然很远。

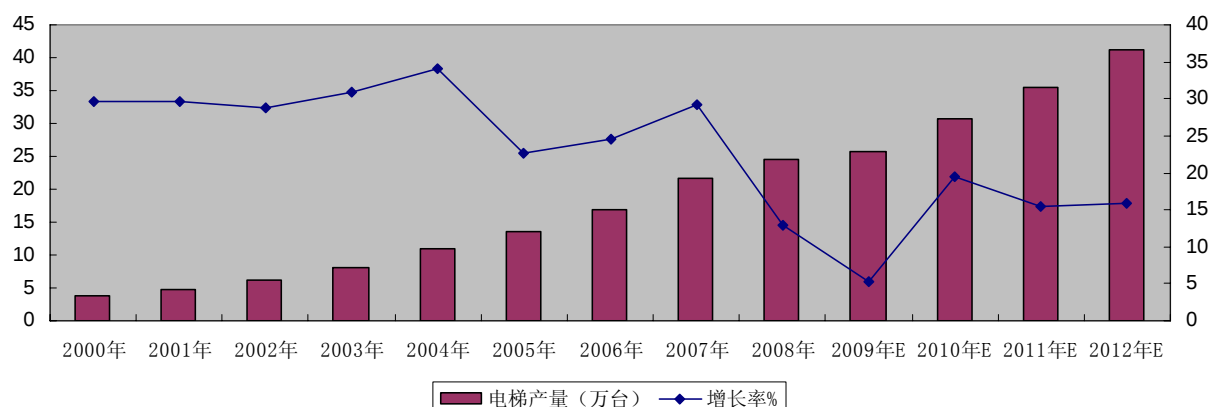
人均电梯占有偏少：根据 09 中国最新电梯保有量的测算，我国每 1200 余人拥有一台电梯，人均电梯拥有量目前是世界平均水准的一半左右，而相对欧美发达国家每 100-200 人拥有一台电梯，中国人均拥有量仅占其十分之一到五分之一之间。所以到 2020 年中国达到中等发达国家水准若人均电梯拥有为目前成熟国家的一半则中国电梯保有量还有两倍的空间。也即电梯保有量 300-400 万台，每 300-400 人拥有一台电梯。故从人均拥有量看中国电梯业依然远未饱和。

2.1.2 旺盛需求保证电梯行业仍然处于快速增长期

2000 年中国电梯（此处包括扶梯和垂直电梯）产销量仅为 3.75 万台，也即从那时起中国电梯开始由自给逐步过渡到自给与出口同步高速增长期。2000-2007 年的 8 年间我国电梯产销量的复合高速增长近 30%

(见图 4)。而始于 07 年的全球性金融危机撞了电梯业高速增长的腰，由于电梯行业具有滞后性，在 08 年电梯业产销量增速下降到 13%，到 09 年金融危机的滞后影响更甚，中国电梯业协会 10 年 1 月最新预测 09 年出口大幅度下降 30% 左右，即使国内电梯市场增长 13% 左右，09 年整体电梯产销量增速依然下降到 5% 左右。08 年为 24.5 万台，以此计算 09 年电梯产销量为 25.7 万台左右。

图四：电梯业经过高速增长后将进入快速发展期（2000 年-2012 年）



资料来源：中国电梯业协会，德邦证券研究所

众所周知，09 年是中国经济 V 型复苏的年份，地产则是经济复苏受益最大的行业，V 型复苏更为明显，而房地产业是电梯业的下游。由于地产投资滞后于地产销售，时间为 6 个月左右，而电梯业滞后于地产投资，特别是新开工地产投资，时间也是 6 个月左右。因此电梯业滞后于房地产销售在一年左右，所以国内电梯业在 10 年有望出现爆发性增长。这种爆发式增长的先兆便是电梯业订单出现爆发式增长（上海机电 09 年末电梯业务订单同期增长超过 1 倍，而基数较小的康力电梯订单增长近 5 倍），另外各大电梯厂商加大投资扩产也表明行业需求旺盛。此外，出口也很可能经过连续两年的压抑后有望恢复快速增长。

我们判断：虽然电梯产销量已经不太可能出现 2000 年-2007 年近 30% 的高速增长，但电梯行业度过金融危机后未来 5 年仍将恢复其正常快速增长阶段，复合增速在 14%-18% 之间，主要源于以下几方面的旺盛需求推动所致。

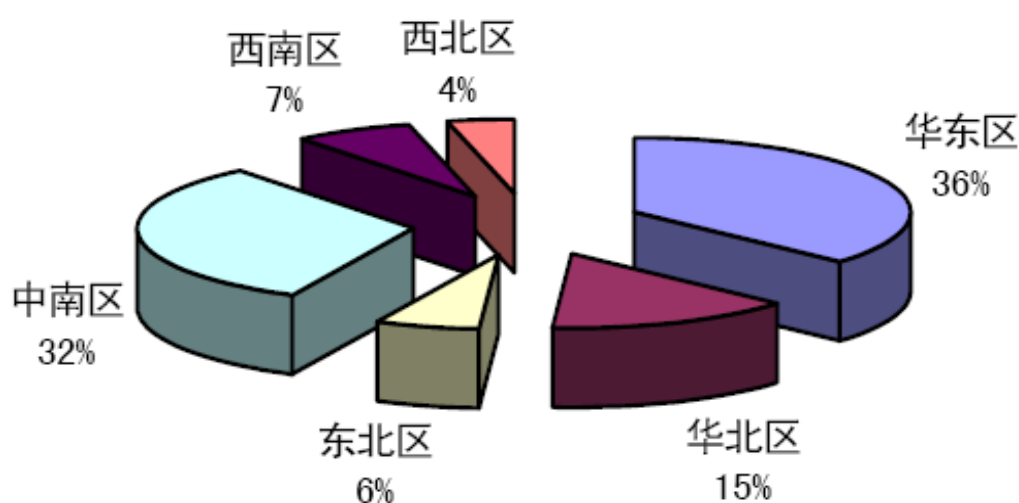
城市化和城市升级是电梯业持续稳健增长的核心驱动因素

城市是电梯使用的积聚中心,而中国目前正处于城市化快速发展阶段。住房和城乡建设部的统计数据显示:2008 年底,我国城市人口 6.07 亿人,城市化水平 45.68%,提高了 24.58%,25 年间年均增长 0.95 个百分点。预计未来 10-15 年,我国城市化仍将保持年均 0.80-1 个百分点的增长速度。到 2020 年,我国城市化比例增至 60%。城市化所带动的城市基础设施建设、楼宇建设、住宅等市场的发展将会持续带动对电梯产品的需求。

城市化是一方面,而城市升级是更重要的一方面。小城市→中等城市、中等城市→大城市,大城市→特大城市的演化过程中地皮的稀缺日益凸显,因此楼盘被不断“拔高”,公共设施被不断升级,电梯便是其中最迫切的需求之一。

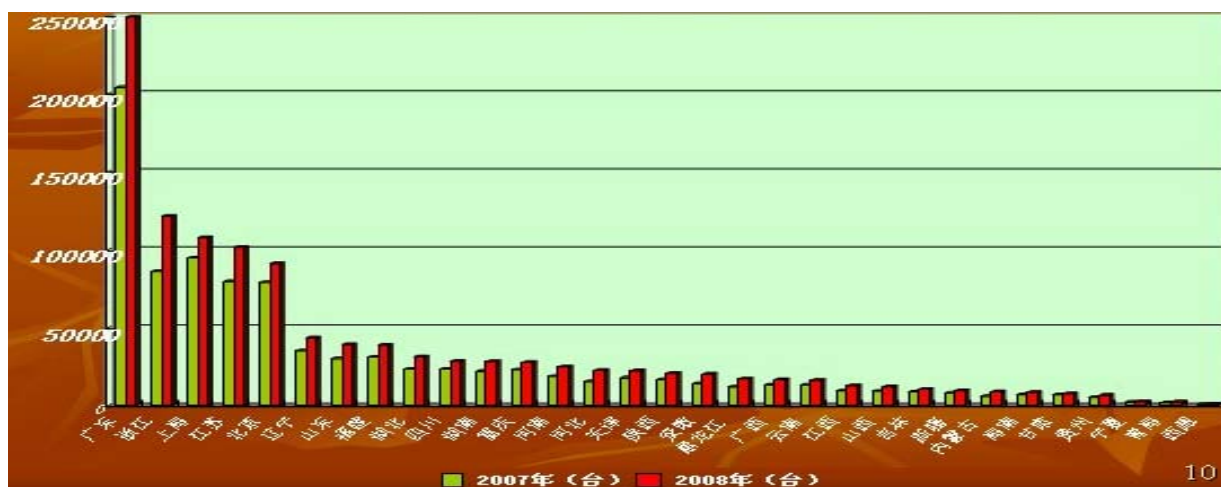
目前中国国内电梯业发展水平严重的不平衡,无论在用电梯分布还是新增电梯分布均出现严重不平衡(见图五、图六)。特别是人口众多的省市,如山东、四川、重庆和河南等人口大省份的电梯拥有和增加均处于较低水准,因此借助区域振兴,此类二、三线城市的升级电梯需求会出现更大幅度增长。

图五：在用量电梯地区间存在严重不平衡（2007 年）



资料来源：康力电梯招股说明书、中国电梯业

图六：电梯增量地区间也存在严重不平衡（07 和 08 年）

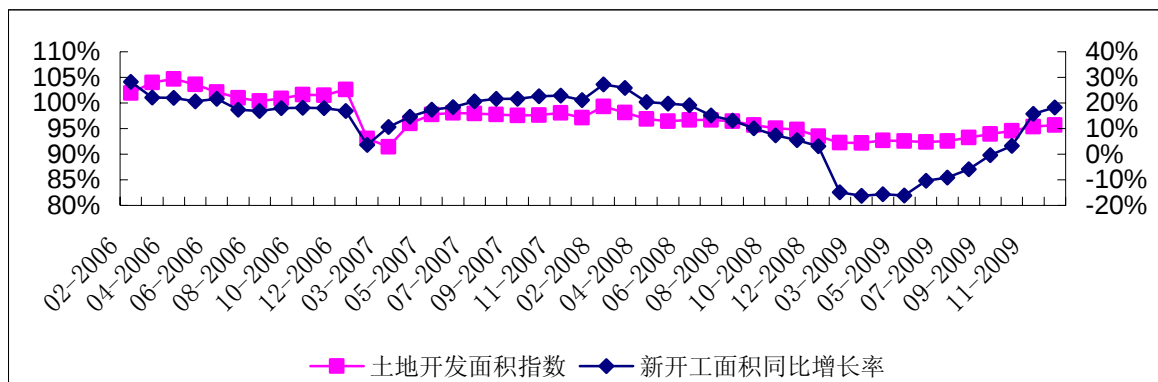


资料来源：电梯业协会，德邦证券

分析原因主要有三：一是经济发展水准不平衡；二是人口密度差别大；三是城市化水平不一致。而国家中西部大开发战略，区域振兴规划战略等政策，特别向中西部倾斜的政策将致力于消除或缩短地区间经济差距。随着经济发展水准的提升，城市化也将快速提升，人口密度较高的中西部省份电梯业存在巨大的上行空间。因此，城市化和城市升级，特别是中西部二、三线城市甚至四线城市的城市升级将是电梯行业发展快速增长的源泉。城市化和城市升级构成的因素来源一下三个方面。

一地产长期向好是电梯业增长核心动力：国内电梯行业的需求约有 70% 来源房地产业，其长期走势伴随房地产业繁荣而保持旺盛的需求。受国家宏观调控和金融危机的影响，08 年我国房地产市场一度进入深幅调整，电梯行业作为地产的上游受到较大影响。但国家宏观调控的目的在于促进房地产行业的稳定健康发展，这将延长房地产行业的景气周期。09 年 4 万亿经济刺激和鼓励购房等金融财税综合政策引致房地产行业呈 V 型复苏。房地产投资增速持续提升：国家统计局数据显示，1-11 月份房地产开发完成投资 31,271 亿元，增长 17.8%，而在年中时房地产开发增速徘徊在历史低位，仅 5% 左右。新开工项目计划总投资 136,922 亿元，同比增长 76.6%。此外，保障性安居工程投资计划也将为电梯行业持续发展提供保障。

图七：房地产新开工面积指数和新开工面积自 09 年 3 月见底后持续上升



资料来源：WIND资讯，德邦证券研究所

房地产行业作为电梯产业最重要的需求源，依然长期向好。因此电梯业的需求在长期而言依然保持旺盛。

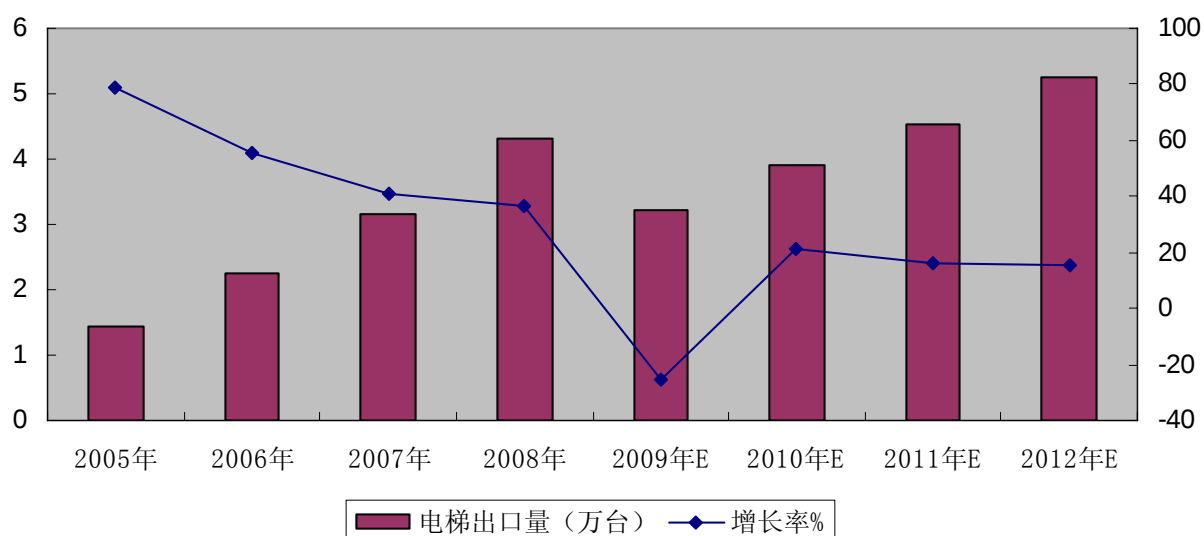
二城市公共设施建设加速将加大电梯业需求：《建设事业“十一五”规划纲要》将大力推进市政公用事业与城市建设管理，完善城市市政基础设施系统，建立现代化的城市公共交通体系，有序发展城市轨道交通，提高城市综合承载能力。而2010年-2015年共计5,000多亿元地铁轨交线的投资将引致众多的自动扶梯需求，同样机场、火车站、医疗和商业设施建设也为电梯企业带来了较大商机，大高度、公共交通型、重载型扶梯的市场需求量将得到迅速增加。

三电梯更新及改造和既有电梯加装需求潜力巨大：目前中国对电梯寿命没有强制报废要求，但按惯例，日系电梯设计寿命为15年，欧美系电梯设计寿命为25年。我国电梯两者比例大概6:4，因此按中国电梯保有量120万台算将来平均每年进入更新或改造的电梯量在5万台以上。上世纪80年代末安装的电梯已经进入更新改造期，专家预计今后每年大修改造的电梯将保持在15,000台以上，而且随着年份推移大修改造的电梯量将逐年增加。另外，建设部对全国近400亿平方米的既有建筑加装电梯若普及，则建筑加装电梯的需求量每年至少在10万台以上。因此电梯改造和旧建筑的加装孕育电梯业的巨大潜力。

另外，电梯出口随外围经济的复苏有望恢复快速增长：中国电梯业直到2002年之前还是进口较出口多，但是经过多年发展，竞争优势充分

发挥后在2003年进出口基本持平，而2004年出口电梯接近8000台，是出口量的进4倍。05年出口达到1.438万台，当年增长79.2%，此后连续四年出口仍然保持超高速增长。09年受金融危机的滞后影响电梯出口增速下降近30%，但是随着外围经济的好转，电梯仍将恢复到正常快速增长阶段。

图八：电梯出口量经历金融危机的滞后影响后有望恢复快速增长



资料来源：中国电梯业协会，德邦证券

2.2 公司电梯业订单翻番，业绩增长有保障

上海三菱（SMEC）主要是上海机电和日本三菱等四方的合资公司，经过20多年的积累，公司已经完全吸收日本三菱的电梯制造技术。目前，产能可达4万台左右。09年，公司电梯产量3.3万台（其中扶梯2000余台，其产能即将达到5000台）。总体市场占有率为15%左右，仅次于25%的奥蒂斯，单厂计算，公司的市场占有率第一。主要针对中低端市场的子公司上海三菱电梯已将二、三线城市，特别是中西部城市列为未来重要进攻目标。如09年西藏新增电梯均由上海三菱提供。一方面公司凭借技术和品牌优势保持强势竞争优势，另一方面由于城市化升级面临强劲的下消费需求，因此公司经营将再上台阶。

公司一方面维持产销量稳定增长态势，另一方面公司持续加强维保服

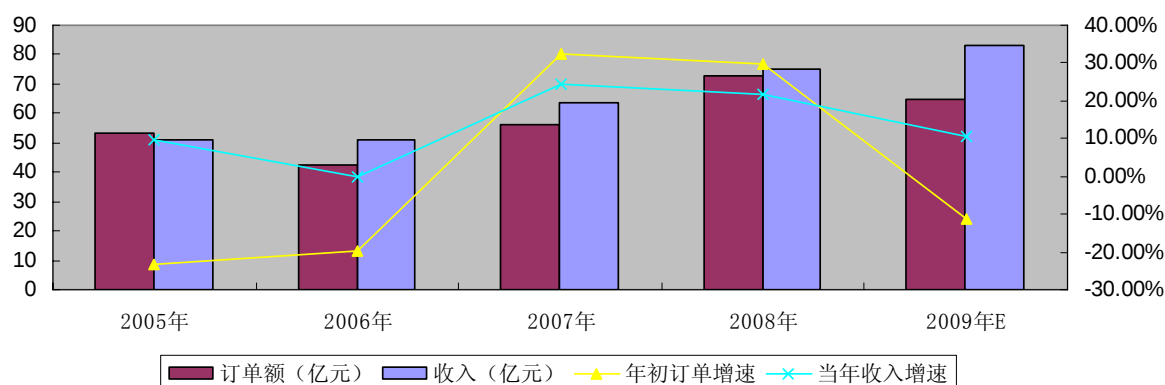
务业务拓展，目前公司虽然维保收入占比在国内处于领先地位，维保收入占总收近 15%，但公司的中期战略是提高服务收入占比到 30%左右，因此公司两条腿走路战略意图明确，这拓宽了业务增长的轨道。

另外，值得一提的是为了抢占主要由奥蒂斯占领的高端市场，上海机电又和日本三菱电机共同建立高端电梯生产基地以提高产品盈利能力。公司 40%持股的三菱电机上海机电电梯有限公司（MESE）09 年已有 2000 多台产量，投产第二年实现近 3000 万。高端市场拓展为上海机电保持低、中、高端全系列产品线的竞争力提供进一步支持。

2.2.1 电梯业收入增速与订单增速正相关

由于电梯属于订单式生产的行业，业内基本以销定产，因此年初的手持订单往往对公司当年收入构成重大影响，甚至起决定性的作用。过往的情况显示上海三菱电梯的期初订单和收入具有显著的正相关性（见图九）。

图九：上海三菱年初订单增速与当年收入增速正相关明显（2005-2009年）



资料来源：公司报告，德邦证券研究所

从收入和订单额以及其增长分析：收入往往较当年的订单额要高，而收入增速和订单增速具有正相关性，同时这种相关性显示收入增速更加平滑，而订单增速起落的幅度要高于收入增速幅度。但总体上我们注意到订单可能出现负增长，但收入几乎没有负增长的情形。

2.2.2 10年初订单额增长将超过一倍，绩效显著改善

由于订单成为收入的先行指标，我们详细调研了公司电梯业的订单政策和订单目前的增长趋势，分析判断：公司10年初存量订单较09年初大幅度增长超过一倍，因此电梯公司的收入和利润将出现大幅度增长。

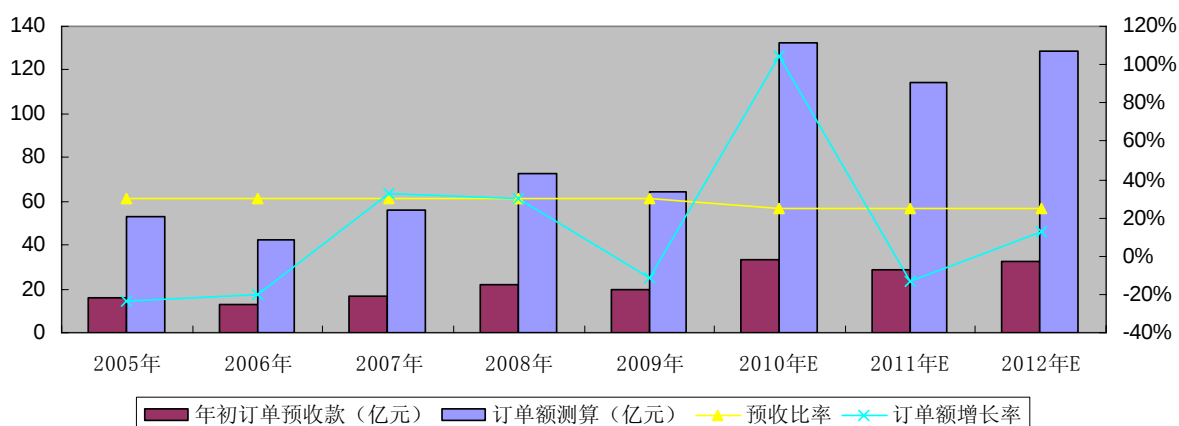
订单政策

公司的电梯业实行接受订单同时预收一定百分比的订单款项。按照公司的要求，客户在下订单时预收一定比率作为定金。09年之前公司较为保守，要求比率为30%；从09年开始公司订单政策有所调整，实行灵活的订单政策：对于信用较好的客户公司给予较宽松的订单政策，预收款比率最低可以低至20%，因此09年公司订单预收款比列为20%-30%之间，当年订单的平均预收比率在25%左右，未来将持续按照该政策执行订单政策。

10年初存量订单增长将超一倍

公司三季度末预收款项目为31.7亿元（08年末仅仅19亿元），而公司09年第四季度的订单依然旺盛，因此09年末（也即10年初）公司的电梯预收款最保守的估计达33亿元，按照25%的预收比例推算，公司10年初的存量订单可超过132亿元，较09年初公司的存量订单额64亿元有超过一倍的增长（见图十）。

图十：根据订单预售比率推算10年订单增长超过1倍



资料来源：公司报告、德邦证券

电梯业营收和利润有望大幅度上升

根据公司先行指标订单额的大幅度增长，我们保守估计电梯业10年的收入增长25%，而净利润增速则近30%。而未来数年公司依然将随行业呈快速增长，我们判断的依据有二。

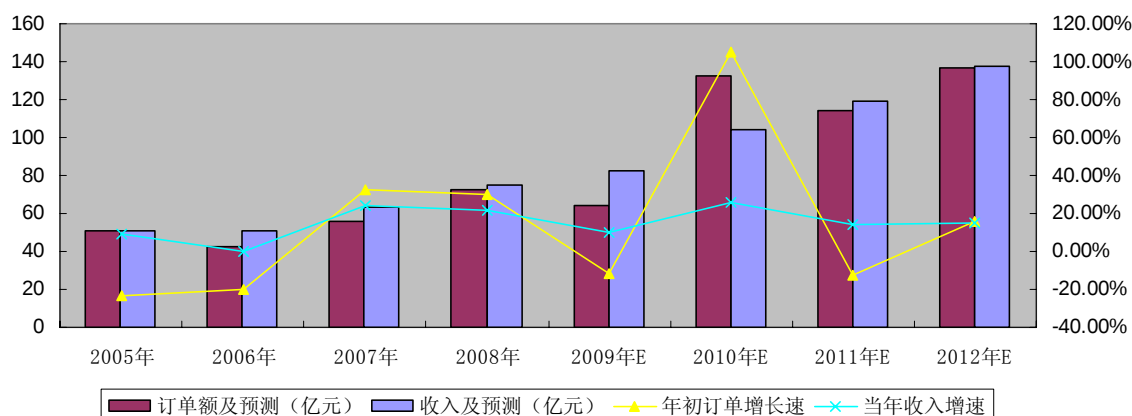
一是**历史经验数据**：1、正相关性。2、增长为常态。

从公司以往收入和订单的相关性看，订单的增长往往是收入增长的前奏，而且具有极强的正相关性，因此订单高增长收入也出现相应高增长，但增长的幅度往往低于订单增长速度；公司电梯业只有在订单持续大幅度下降的情况（05、06年初订单持续下降23%和19.9%），才出现收入下降（06年收入略降0.4%见图十一），订单出现小幅下滑收入依然会增长，因此收入增长是常态。

二是**现状制约因素**：1、订单的结构性因素。2、公司的产能因素。3、稳健性原则。

由于公司订单在时间上具有一定的结构性，即某些订单是在相当长时期内分批供货，因此10年手持订单不太可能全部交货；公司10年满负荷产能可达4万台电梯，相对于09年3.3万台产销量有超过20%的空间；下游房地产受到一定的政策调控可能影响到订单的执行速度，同时公司本身的稳健策略是我们作出10年电梯业收入偏于保守的缘故。

图十一：订单额和收入及其增速（2005-2012）



资料来源：公司报告、德邦证券研究所

综合各方面的因素分析，我们认为公司10年电梯业收入和业绩上升到一个新的台阶，实现高增长的事项基本确定，根据我们的测算收入增长超过25%，而净利润增长将近40%。而长期来说，我们认为公司业绩持续稳健增长的源泉在于行业的持续高景气。

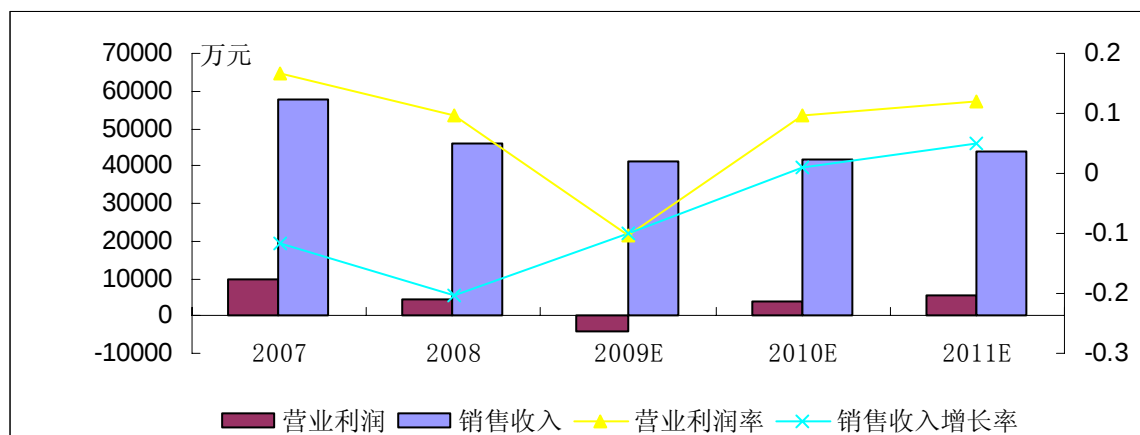
3. 其他业务厘清长期提升公司的绩效

3.1 印包业务有望触底反弹

上海机电印机集团是国内规模最大的印机企业，占有国内市场份额的37%，产品出口占中国印机行业出口的73%。08年以来，受金融风暴影响，印包机械市场需求萎缩，行业发展降速明显。公司趁此背景加大了行业整合力度，以低于行业周期向好时的价格，收购多家公司股权。目前，公司持有40%上海高斯股权，考虑到公司现金流充沛且行业整合意图明显，未来不排除100%收购高斯。国内目前印包机械行业同国外的技术差距达到10-15年，国内70%印包机械产品依赖进口。收购完成后，公司研发能力将得到大幅提升，进口替代市场相当广阔。市场需求方面，伴随着经济基本面好转，轻工、食品、烟酒等行业的复苏将对印刷装备制造业产生连锁影响，行业将逐步恢复15%的年增长速度。预期10年受市场总量提高和公司市场占有率增大双重影响，公司印包业务营业利润有望由负转正。

受金融危机的影响，作为上海机电重要产业板块之一的印刷机械业务进入了一轮调整期，这对于上海机电既是挑战又是机遇。原有的单张纸胶印机和印后机械的业务分散在几个合资企业，由于股权结构的原因，各业务之间很难产生协同效应，此次一系列印刷机械业务的，而且，此次股权收购的价格是通过合理的资产评估基础上所确定，收购价格远低于行业景气周期时的资产价格，这就大大降低了业务整合的成本。下一步，印包公司将作为产业集团整合组织结构、技术、管理和人力等资源，推进一体化管理和一体化营运，实现各个业务的技术研发、制造、销售和财务整合的协同效应，进一步控制和压缩费用，增加盈利，通过创造协同效应来实现业务的价值最大化，从而提升整体竞争力。

图4：印包机械行业伴随经济复苏将逐渐好转（万元）



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

3.2 工程机械及液压气动产品研发优势明显

随着土地资源日趋紧张，地下空间的应用迫切，工程机械和液压气动产品市场需求旺盛。公司多项机械产品占据中国 70%以上市场。拳头产品液压抓斗市场占有率 70%，旋挖钻机市场占有率 20%，均具有很强的定价权，销售毛利率高，09 年中报显示已达 33%附近，而 07 和 08 年分别为 28.4%和 29.9%，毛利率缓步上升趋势明显。重视研发是公司保持行业领先的关键因素，公司每年新产品销售收入占总销售收入的 80%以上，公司目前已经加大对该业务的投资，09 年的收入将超过 5 亿元，增长幅度达到 25%。公司预期 2012 年后公司产能将是目前的两倍，公司该项业务的的销售收入可望将达到 10 亿左右。

液压气动同工程机械销售状况存在高度相关性，是工程机械的上游产品，两者协同效应明显。公司重点扶持的液压成套具有广阔的市场前景，目前公司处于稳定增长阶段。国内高端市场还主要由国外产品提供，公司向高端市场进军有望形成良好的进口替代。

4、财务预测和估值

4.1 财务基本假定和预测

1、电梯业 09 年高增长，而上海三菱营收增长 25.5%，此后与行业 15%

的增长保持相当。毛利率因为公司订单增加，订单选择性加大而上升 1.5%，此后两年稳定在 22.5%。2、液压气动、印包机械、人造板业务、工程机械保持等保持 5%—15%不等增长。3、考虑 2009 年处置焊接器材资产亏损和印包资产的减值。4、固定资产投资每年保持在 4 亿元，实际所得税率在 13.6%。

测算的结果显示公司 09-11 年收入分别为 106.67 亿元、127.25 亿元和 145.55 亿元。

表一：公司财务预测之合并利润表

项目	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入(万元)	918619.3	1044738.1	1066605.0	1272451.2	1455487.3
营业成本(万元)	727725.4	88910.0	839023.5	992511.9	1125091.7
税金及附加(万元)	2913.3	3005.1	3206.2	3945.5	4512.5
销售费用(万元)	49205.3	4500.1	46035.0	49642.7	54110.2
管理费用(万元)	63891.3	75914.1	87906.3	105850.0	128565.0
财务费用(万元)	-3669.5	-8102.6	-8603.6	-11657.4	-13725.5
资产减值损失(万元)	4340.8	11530.1	18069.8	3565.0	4565.0
投资净收益(万元)	25142.9	41210.3	23201.0	25000.0	28000.0
营业利润(万元)	9935.7	109611.7	1041,72.8	153593.5	180368.5
加: 营业外收入(万元)	4866.0	5138.8	4400.0	4565.0	4565.0
减: 营业外支出(万元)	1002.7	2708.1	3863.0	1850.0	1850.0
利润总额(万元)	103219.0	112042.4	103619.8	149878.1	176653.9
减: 所得税(万元)	13928.3	15331.5	13988.6	20233.6	23848.2
净利润(万元)	89290.6	96710.9	89630.5	129644.02	152805.67
减: 少数股东损益(万元)	28732.6	32050.4	32359.3	4685.7	5517.3
归属于母公司所有者的净利润(万元)	60558.1	64660.5	57271.2	82839.2	97638.0

资料来源：公司报告、德邦证券交易所

4.2 估值分析

PE 和 PB 估值优势明显：根据我们的预测上海机电 09-11 年 EPS 分别为 0.56 元、0.81 元和 0.95 元，目前股价对应的 PE 估值分别是 22.5 倍、15.6 倍和 13.3 倍。在证监会行业分类中，公司属于电器机械类

公司，在该类 100 亿元市值以上的公司中上海机电估值优势明显（见表 2）。

表二：电器机械超过 100 亿元市值的公司的估值比较

股票代码	股票名称	PB	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE	股票总市值
601727.SH	上海电气	5.1205	40.6423	35.7205	31.5066	1.145. 7
000651.SZ	格力电器	5.4155	18.8091	15.4585	14.0774	488. 0
002202.SZ	金风科技	10.3741	31.8253	24.8391	20.6693	465. 5
000527.SZ	美的电器	4.8494	24.4626	19.8824	16.6166	440. 7
600875.SH	东方电气	5.1404	25.9712	20.75	16.5838	425. 9
600089.SH	特变电工	5.6617	25.6385	20.5167	16.855	394. 7
600550.SH	天威保变	8.4911	39.6198	27.0607	20.2979	342. 5
601179.SH	中国西电	2.2469	28.7186	23.3787	19.5709	329. 3
600690.SH	青岛海尔	3.9308	25.5834	19.6352	16.1739	296. 4
601877.SH	正泰电器	6.1632	41.4313	37.6204	31.3527	236. 2
600481.SH	双良股份	6.6941	36.9112	25.569	20.118	140. 1
002242.SZ	九阳股份	5.3277	19.7314	16.171	13.7789	135. 1
002028.SZ	思源电气	4.6991	22.3441	27.1429	22.4629	130. 1
600835.SH	上海机电	2.5785	22.5	15.6	13.3	128. 9
000541.SZ	佛山照明	4.2084	56.2475	45.3829	34.4573	108.6
600183.SH	生益科技	5.0771	35.5331	25.5674	21.0755	107. 5
600517.SH	置信电气	9.2626	31.9798	23.7465	18.3691	104. 4
000400.SZ	许继电气	4.4444	28.5574	28.2812	23.1242	100.5
平均		5.53	31.83	24.72	20.02	296.9

资料来源：WIND 资讯，德邦证券研究所

由于公司长期拥有超过 40 亿元的冗余现金，因此若扣除此现金则公司 10 年和 11 年的 PE 估值低至 10.63 倍和 9.06 倍（现金+业务估值法），估值水准更低。综合分析我们认为公司 10 年保守的估值区间在 18-20 元之间。

康力电梯和上海三菱基本情况比较

即将上市的康力电梯 09 年收入为 8.24 亿元，净利润为 8420 万；上海三菱 09 年收入 83 亿元，净利 8.2 亿元。因此上海三菱收入和净利润规模为康力的近 10 倍。康力电梯的发行总市值为 36.2 亿元，上市后有望超过 45 亿元的市值。因此即使考虑到规模和成长性差异，但估值

上的悬殊依然构成公司短期股价的刺激因素。

5、风险分析

公司未来面临一定的不确定性因素，这些风险因素值得投资者持续跟踪。我们认为影响公司未来经营效益的主要因素有以下几点：

1. 公司电梯业务可能因为竞争而导致业务利润率下降；
2. 地产业可能持续受到国家政策调控，公司主营业务电梯产品可能受到影响；
3. 印刷机械产品下游需求有可能持续下降，营业利润由负转正存在一定的不确定性。
4. 虽然我们的研究考虑了业务处置和资产减值情况，但 09 年的处置力度可能影响公司的短期表现。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $>10\%$

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。