

优化资产，轻装前进

研究结论

- **优化资产提升业绩，实现轻装前进。**公司计划 2010 年开始进行主业资产优化整合，对焊接材料等非重点发展业务逐步进行剥离，印包机械经过两年的行业低迷期今年销售明显回暖有望扭亏为盈。2009 年，公司控股子公司上海电气集团印刷包装机械和上海焊接器材分别亏损 7497.48 万元和 9924.50 万元，影响 EPS 约 0.17 元，整个企业在整合中孕育新生，轻装前进。
- **工程机械主业高速增长。**控股公司金泰机械的 SG 系列地下连续墙液压抓斗、SD 和 SH 系列多功能钻机等产品在我国大规模的地铁、水利、高铁，以及其他市政建设拉动下，市场需求迅速膨胀，预计未来三年年均增速将有望达到 20% 以上。
- **电梯主务具有老楼改造的巨大市场潜力。**按照国家发布的《住宅设计规范》，高度 16 米以上的住宅必须设置电梯。伴随着中国人口老龄化的日益临近，六层及以上老楼加装电梯，已经成为以人为本构建和谐社会的大问题。据不完全统计，北京有 3 万余栋，上海和广州有 5 万余栋。这将是我国电梯行业的巨大存量市场潜力，加之经济适用房建设的支撑，我们预计国内电梯行业面对房地产行业的宏观调控，市场需求仍有望保持稳定，甚至小幅增长。公司是行业内龙头企业，一直保持高于行业平均水平的增长。
- **投资收益高速增长，大幅拉升业绩。**参股 40% 的三菱电梯是国内高端电梯制造业的杰出企业，在生产高速、节能、低噪音电梯方面优势突出，2009 年已经陆续投产，我们预计 2010 年有望给公司带来投资收益 400 万元以上，2011 年有望达到 3000 万以上，未来三年具备年均增速 100% 以上的潜力。其他上海马拉松革新电气、上海日用-友捷汽车电气、上海一冷开利空调设备、上海法维莱交通车设备、上海萨澳液压传动等，均进入高速增长期。
- **风险因素：**房地产行业等宏观调控影响的不确定性，以及投资收益占比较高影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。
- **催化剂：**主业资产优化整合超预期，以及老楼加装电梯改造开始大力推行，是公司股价的重大催化剂。
- **估值与投资评级。**主业资产优化整合与投资收益大幅增长是公司高速增长的主要驱动因素，预计公司未来三年净利润复合增长率为 32.94%。鉴于老楼加装电梯改造的预期，我们给予公司 0.6 倍 PEG；19.77 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价为 14.46 元，绝对价值 14.65 元，目前股价存在低估，投资评级买入。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

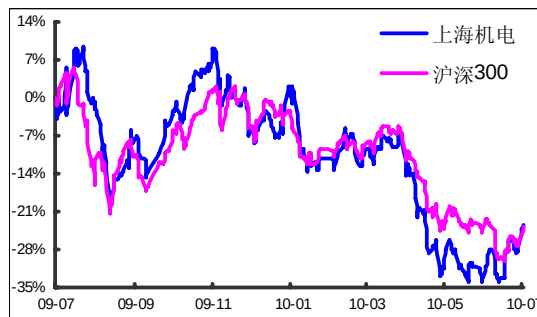
8621-63325888x6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2010 年 7 月 20 日)	10.64 元
目标价格	14.46 元
总股本/A 股 (万股)	102273.93/80650.43
A 股市值 (百万元)	8581.21
国家/地区	中国
行业	机械
报告日期	2010 年 7 月 21 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	15.98	(10.55)	(23.31)
相对表现 (%)	14.22	2.00	0.61

资料来源：wind 资讯

财务分析				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	10986.24	11601.75	12725.68	13972.82
税前利润	942.50	1308.03	1496.09	1755.08
归属母公司净利润	465.74	748.06	887.78	1094.29
EBITDA	829.57	1185.71	1331.86	1497.61
每股收益(元)	0.46	0.73	0.87	1.07
净资产收益率	11.92%	14.44%	14.51%	14.95%
每股经营现金(元)	1.98	0.22	1.12	1.32
市盈率(X)	30.04	14.55	12.26	9.94
EV/EBITDA	10.48	4.29	2.88	0.87

资料来源：公司公告、东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

1 中国机电装备制造的龙头企业	4
2 公司产品结构	6
3 优化资产，轻装前进.....	9
4 工程机械主业高速增长	9
3 电梯业务潜力巨大	11
3.1 业务结构的改变	12
3.2 老楼改造故事多	13
3.3 产品结构的调整	13
3.4 城市化进程的继续	13
4 其他业务保持稳定增长	14
4.1 印刷设备.....	14
4.2 液压与气压元件	15
4.3 冷冻空调设备.....	17
5 投资收益高速增长，大幅拉升业绩	19
5.1 三菱电机上海机电电梯有限公司	20
5.2 电机设备类相关企业	20
5.3 冷冻空调设备相关企业	20
5.4 液压元器件相关企业	21
6 风险因素及催化剂	21
7 估值与投资评级	21
7.1 相对估值.....	21
7.2 绝对估值.....	22
7.3 投资评级.....	23

图表目录

图 1：2009 年上海机电主要控股公司产品及营业情况	4
图 2：上海机电控股子公司股权结构	4
表 1：公司联营、合营的 15 家公司业务介绍	5
表 2：截至 09 年年底公司所持其他上市公司股权情况	5
图 3：2007 年-2009 年公司营业收入及净利润情况	6
图 4：公司内销与外销收入比较	6
图 5：公司产品收入结构	7
图 6：2009 年公司细分业务收入结构	7
图 7：公司产品利润结构（单位：万元）	8
图 8：2009 年公司细分业务利润结构	8
图 9：公司产品毛利率比较	9
图 10：公司产品之 SG 系列液压连续墙抓斗、GPS 系列工程钻机	10
图 11：公司工程机械产品应用	10
图 12：公司工程机械产品远销海外市场	11
图 13：各品牌电梯的市场份额	12
图 14：公司产品之较高端电梯	12
图 15：国内外电梯业务结构比较	13
图 16：09 年以来我国房地产累计新开工面积及其增速	14
图 17：09 年以来我国房地产累计固定资产投资完成额及其增速	14
图 18：公司产品之胶印机、印刷机	15
图 19：08 年以来我国印刷机械行业销售收入情况	15
图 20：公司产品之液压泵、液压马达	16
图 21：我国液压和气压动力机械元件制造累计行业利润	16
图 22：09 年以来我国液压元件月度产量及增速	17
图 23：公司制冷设备	17
图 24：09 年以来我国空调月度产量及增速	18
图 25：公司制冷设备应用领域	18
图 26：我国动车组产量和保有量情况	19
图 27：公司联营、合营的企业关系图	19
图 28：09 年我国汽车月度产量	20
表 3：公司相对估值分析之横向比较	22
图 29：公司 WACC 分析	22
图 30：公司绝对价值敏感性分析	23

1 中国机电装备制造的龙头企业

上海机电股份有限公司是一家引领中国机电装备制造企业快速发展的大型上市公司，是其母公司中国最大的装备制造业集团上海电气集团股份有限公司的重要产业支柱之一，承担着机电一体化板块的发展重任。

上海机电股份有限公司于1992年在上海证券交易所上市（A股600835、B股900925，简称“上海机电”和“机电B股”，原简称“上菱电器”和“上菱B股”、“上海电气”和“电气B股”）。公司业务涉及电梯制造、冷冻空调设备制造、印刷包装机械制造、焊接器材制造、人造板制造、液压元件制造和工程机械制造七大领域，与美、日、法等世界著名跨国公司共同组建了12家合资企业。下属各独资、合资企业均全部通过全面质量管理体系（ISO9000）认证。目前，公司年销售收入已达110亿元。

图 1：2009 年上海机电主要控股公司产品及营业情况

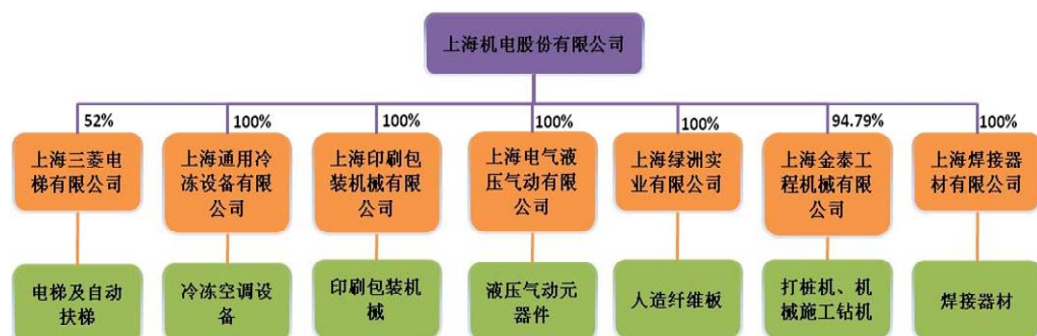
公司名称	主要产品或服务	资产规模（万元）	净利润（万元）	股权结构
上海三菱电梯有限公司	电梯及自动扶梯	814,764	72,040	52%
上海电气集团通用冷冻设备有限公司	冷冻空调设备	57,446	9,760	100%
上海电气集团印刷包装机械有限公司	印刷包装机械	156,932	(7,498)	100%
上海电气液压气动有限公司	液压气动元器件	47,252	5,530	100%
上海绿洲实业有限公司	人造纤维板	54,309	1,154	100%
上海金泰工程机械有限公司	打桩机、机械施工钻机	59,269	4,179	94.79%
上海焊接器材有限公司	焊接器材	208,488	(9,925)	100%

资料来源：东方证券研究所

上海机电股份有限公司主要通过属下的7大控股子公司来完成公司的各项业务，分别是上海三菱电梯有限公司，上海电气集团通用冷冻设备有限公司，上海电气集团印刷包装机械有限公司，上海电气液压气动有限公司，上海绿洲实业有限公司，上海金泰工程机械有限公司，上海焊接器材有限公司。除了对上海三菱电梯有限公司和上海金泰工程机械有限公司分别拥有52%和94.79%的股权以外，上海机电对其余子公司均为100%控股。

7大子公司业务各不相同分布于7大领域，它们成为公司营业收入的主要来源。其中上海三菱电梯有限公司09年实现净利润7个多亿，贡献了公司70%以上的利润。

图 2：上海机电控股子公司股权结构



资料来源：东方证券研究所

同时，公司还通过与国外著名跨国公司合营或者联营15家科技产业公司来实现投资收益。

表 1：公司联营、合营的 15 家公司业务介绍

投资公司名称	业务性质	营业收入（万元）	净利润（万元）	持股比例	投资收益（万元）
上海马拉松革新电气	生产维修电机、电气、机组产品	17600.8	4052.3	45%	1823.5
上海日用-友捷汽车电气	生产用于汽车新型发动机的冷却风扇和鼓风机	60971.1	5057.9	40%	2023.2
上海 ABB 电机	生产电动机、发动机及其配套零部件	79652.3	8688.9	25%	2172.2
上海人造板机器	生产人造板制造机械	23742.9	300.3	30%	90.1
三菱电机上海机电电梯	生产电梯管理系统等	78779.3	1593.5	40%	637.4
上海高斯印刷设备	生产印刷机产品	51079.5	6010.5	40%	2404.2
开利空调销售服务上海	安装、销售开利在中国生产的产品	208299.5	1497.0	30%	449.1
上海一冷开利空调设备	生产中央空调制冷设备	229318.9	24220.3	30%	7266.1
上海法维莱交通车设备	生产列车空调机组设备，轨道车辆空调	63678.2	4239.2	49%	2077.2
上海中钢焊材	生产焊丝等焊接产品	1104.4	(82.1)	50%	(41.0)
上海萨澳液压传动	生产各种液压泵、马达和静音传动装置	26318.2	6778.2	40%	2711.3
上海纳博特斯克液压	生产液压、减速装置等	103336.4	10636.2	30%	3190.9
长春日用友捷汽车电气	生产、检测用于汽车座椅调节器等电动执行元件	13858.9	363.0	20%	72.6
上海阿耐思特-岩田涂装机械	生产喷枪、涂装机械	2738.4	233.6	50%	116.8
日本秋山国际株式会社	单张纸印刷机械及二手印刷机械的制造及销售	7827.2	(5892.2)	50%	(2946.1)

资料来源：东方证券研究所

公司还拥有 7 家上市公司的股权，未来可以随时变现，保证了公司未来的充裕现金流。

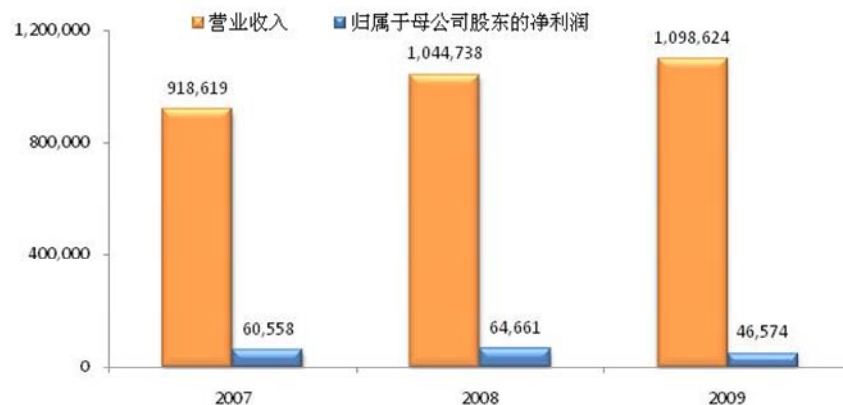
表 2：截至 09 年年底公司所持其他上市公司股权情况

公司名称	占该公司股权比例	初始投资成本（元）	期末账面价值（元）
氯碱化工（600618）	0.03%	1,240,000	2,927,232
白猫股份（600633）	1.44%	7,461,700	17,288,568
天地源（600665）	0.09%	1,400,000	4,395,600
宝信软件（600845）	0.31%	2,909,091	25,248,000
鄂武商 A（000501）	0.03%	353,400	2,217,142
交通银行（601328）	0.003%	1,893,780	14,755,703

资料来源：东方证券研究所

2007-2009年度，上海机电实现的营业收入分别为91.9亿元、104.5亿元和109.9亿元，09年的营业收入创下了历史新高。归属于母公司的净利润分别为6.1亿元、6.5亿元和4.7亿元，由于经济危机的影响，2009年净利润和净利润率分别为近三年来的低点。

图 3：2007 年-2009 年公司营业收入及净利润情况



资料来源：东方证券研究所

2007年-2009年，公司的内销收入在不断增长，由80.7亿增长到09年的98.9亿，说明公司在国内市场不断拓展，但公司09年出口出现了明显的下滑，我们预计未来出口会随着经济的好转和外围需求的复苏出现反弹，出口占比将出现回升保持在10%以上，出口将成为公司营业收入的重要部分。

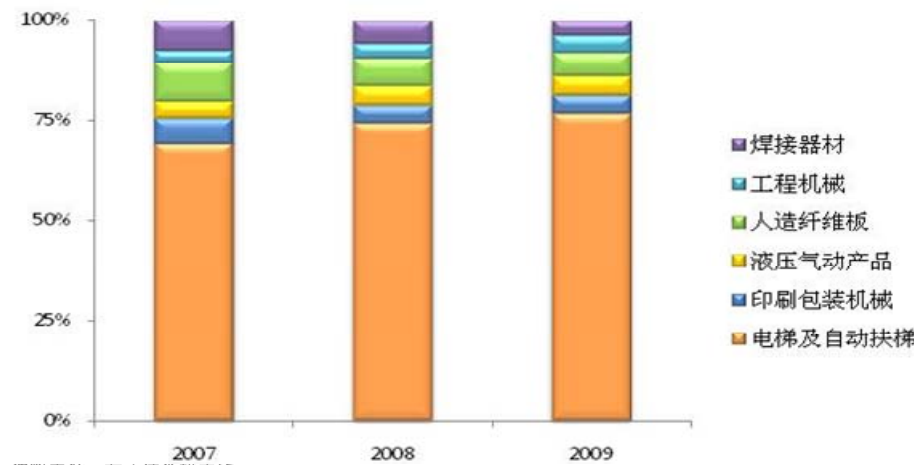
图 4：公司内销与外销收入比较



资料来源：东方证券研究所

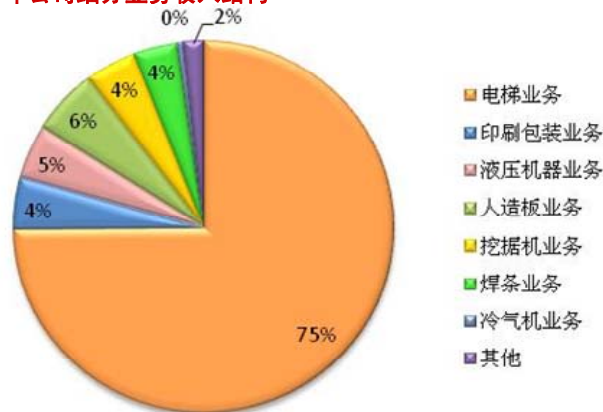
2 公司产品结构

从公司的产品收入结构来看，电梯及自动扶梯产品是公司最主要的收入来源，09年超过了75%，且收入占比在逐年提高，说明电梯及自动扶梯的地位在不断提高，是公司未来最主要的发展方向，电梯产品的发展将直接影响公司未来的发展前景。公司的其他五大产品收入较少，占比均在3%-6%之间。

图 5：公司产品收入结构


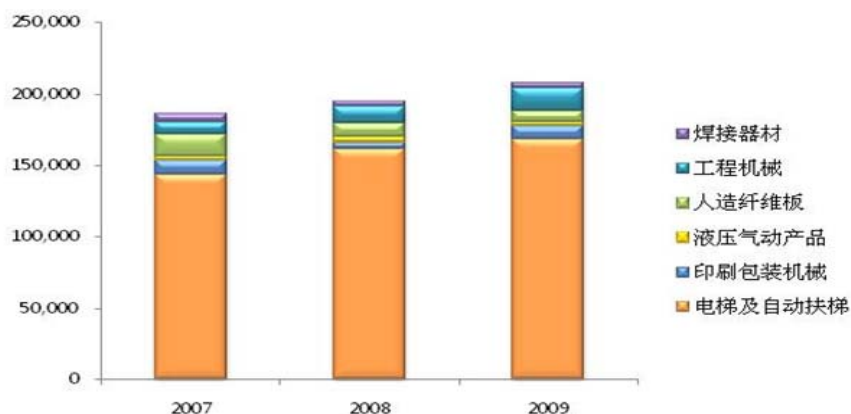
资料来源：东方证券研究所

从公司2009年细分业务收入结构来看，电梯业务占据绝对龙头地位，占总收入的75%左右，其他业务包括人造板业务，挖掘机业务，焊条业务，冷气机业务，印刷包装业务等，占比均比较小在4%-6%左右。

图 6：2009 年公司细分业务收入结构


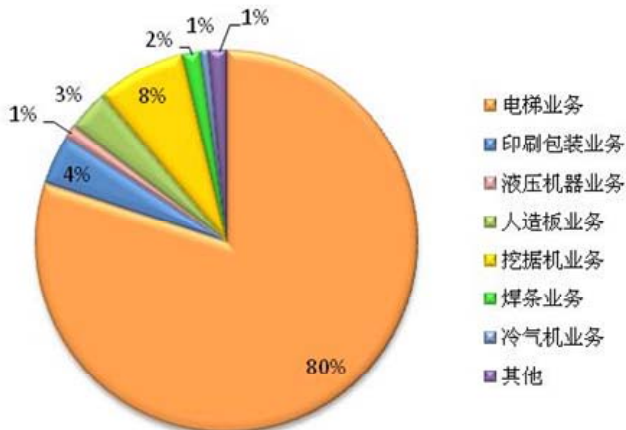
资料来源：东方证券研究所

从产品近几年利润结构上来看，2007-2009年，公司六大产品贡献的的毛利润一直保持着稳定的增长，由07年的18.7亿增长到09年的20.8亿元。分产品来看，印刷包装机械、工程机械和电梯及自动扶梯的毛利润出现了正增长，同比08年分别增长了96%，36%，4%，印刷包装机械贡献了09 年绝大部分的毛利增速。2009 年2 月，在电气集团的大力支持下，公司收购了母公司单张纸胶印机业务的外方股权，消除了由于股权结构分散对于印刷机械业务一体化整合的不利影响，公司印刷包装机械业务的整合的完成使得该产品未来的发展前景看好，未来毛利会保持较快增长。人造纤维板、液压气动产品、焊接器材受经济环境影响较大，毛利润出现了负增长，分别同比减少42%，26%，14%。

图 7：公司产品利润结构（单位：万元）


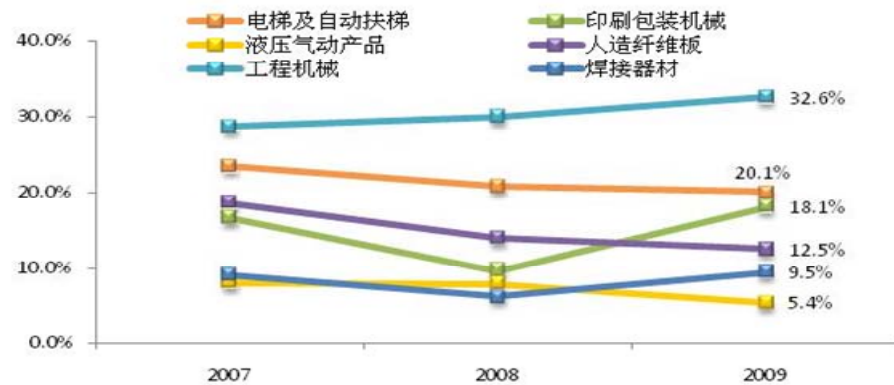
资料来源：东方证券研究所

在公司2009年细分业务利润结构中，电梯业务利润占比最高，达到80%，贡献了公司绝大部分的利润，挖掘机业务利润占比8%排在第二位，印刷包装业务利润占比4%，其余业务的利润占比较低。

图 8：2009 年公司细分业务利润结构


资料来源：东方证券研究所

从毛利率来看，2009年公司的综合毛利率为19.10%，相比08年略微上升，分产品来看，工程机械的毛利率一直保持着最高，09年毛利率达到32.6%，且07-09年一直保持着稳步增长，说明公司的工程机械产品有一定的市场竞争优势，市场占有率较高，公司未来会增加在工程机械产品上的投入，工程机械产品未来的发展空间较大。电梯及自动扶梯的毛利率09年为20%左右，相比于前两年略微下降，这主要是由于电梯市场竞争越来越激烈且受房地产行业的影响较大，印刷包装机械09年毛利率出现了明显的提高，未来随着公司对于印刷包装机械业务整合的完成，毛利率将会一直保持较高的水平。公司其他产品的毛利率较低，根据公司的发展战略，未来产品结构将会进行一定的调整。

图 9：公司产品毛利率比较


资料来源：东方证券研究所

3 优化资产，轻装前进

公司计划2010年开始进行主业资产优化整合，对焊接材料 and 人造纤维板等非重点发展业务进行剥离，对印刷包装机械等亏损业务进行优化扭亏，逐步实现甩掉包袱，轻装前进。2009年，公司控股子公司上海电气集团印刷包装机械和上海焊接器材分别亏损7497.48万元和9924.50万元，影响EPS0.17元。

印刷包装机械业务未来随着整合的完成，毛利率将会一直保持在较高水平，我们预计公司10年印刷包装机械将扭亏，并且未来随着经济的复苏将保持平稳增长，印刷包装业务前景看好。

公司焊接器材业务主要由公司控股子公司上海焊接器材有限公司负责经营。分部主要生产销售各种有色金属及特殊材料的焊接材料及设备，主要产品包括焊丝、焊条、焊剂、电焊机、气焊机等；由于该类产品毛利率偏低且市场竞争力不强影响公司未来发展，焊接器材业务目前正在退出中，按照公司的计划焊接器材业务将于10年底前通过股权转让的方式彻底退出。

人造板业务主要由公司控股子公司上海绿洲实业有限公司负责经营。主要生产销售人造板及相关制品，主要产品包括中高密度纤维板、装饰板、贴面板等。由于人造板业务市场竞争激烈且与机械相关性不大，不属于公司未来发展战略的方向，不利于公司机械主业的发展，人造板业务也将被公司逐渐剥离出去，按照公司的计划人造板业务将在未来两三年内通过股权转让的方式彻底退出。

人造纤维板和焊接器材业务的相继退出符合公司未来发展战略的要求，符合公司未来资产优化进程的需要，电梯、工程机械、印刷包装机械、液压相关产品将成为公司未来的主要发展方向，资产的优化配置会在未来进一步巩固和提高公司在中国机电装备制造行业的龙头地位。

4 工程机械主业高速增长

公司工程机械业务分部主要生产销售各种机械施工钻机、地质勘探设备、矿山机械等设备。公司控股子公司金泰工程（公司控股94.8%）的液压抓斗在市场上有很强的竞争优势，市场份额保持在70%以上。金泰工程作为国内地下基础施工机械门类最全、品种最多的厂家之一，旋挖钻机的市场份额有望在20%以上。公司已经成功研制出拥有自主知识产权的“SD10型多功能钻机”和“SG30地下连续墙液压抓斗”产品，而ZKD系列多轴孔钻机则完全替代了进口，国内市场份额已经达到90%以上。

公司拥有广泛的市场前景，目前有9个系列的产品：SD、SH系列多功能钻机、SG系列地下连续墙液压抓斗、GPS系列工程钻机、SPJ系列水文水井钻机、GD系列全液压大口径工程钻机、SMW工

法的多轴钻机、BZ液压桩架、FC气动潜孔锤在市场上热销，满足了不同工程的施工需要。

图 10：公司产品之 SG 系列液压连续墙抓斗、GPS 系列工程钻机



资料来源：东方证券研究所

公司工程机械产品广泛应用于高速公路、铁路、桥梁、水库大坝加固、港口、城市轨道交通建设、工业基础设施、市政建设、地质勘探、地下水资源开发等工程项目。公司拥有代表国际先进水平的一流技术和一支强有力的研发队伍及装备先进的生产能力，并连续六年被认定为高新技术企业。

在上海浦东国际机场、香港新机场、京沪高速公司、磁悬浮高速铁路、青藏铁路、金茂大厦、上海深水港建设、南京长江二桥、黄河大桥、外高桥船厂、宝钢建设、南通电厂、上海F1赛车场以及全国各个地铁建设工地上，上海金泰工程机械有限公司始终以坚实、可靠、高效的施工机械，为国家的基础建设与重大工程项目提供强有力的支持。

图 11：公司工程机械产品应用

天津地铁



京津高铁



资料来源：东方证券研究所

公司的工程机械产品凭借着强大的市场竞争力远销海外市场，海外需求的复苏将成为推动公司工程机械业务未来快速发展的重要力量。

图 12：公司工程机械产品远销海外市场**俄罗斯****约旦**

资料来源：东方证券研究所

公司计划未来五年业务销售收入达到10 亿，其中以连续墙液压抓斗和大型工程机械底盘为重点。公司09年实现净利润4179万元，预计今年增长25%，维持30%以上的毛利率水平。

随着工程机械行业的发展，零部件国产化率越来越高是必然趋势。目前部分国产零部件的质量和性能与同类进口产品差距相当大。先掌握集成组装技术和系统控制技术，并逐步以国产替代进口，既可以实现国产化，还可以在市场开拓过程中占有主动权。公司以大型工程机械底盘为未来发展方向，符合行业发展趋势。

公司未来最大的看点在于我国城市轨道交通的快速发展，未来随着地铁在各大城市的普及，城市轨道交通建设市场潜力巨大，公司凭借自己地下施工机械的垄断性地位将直接从未来轨道交通建设中受益。

我们预计公司工程机械的主要产品SG系列地下连续墙液压抓斗、SD和SH系列多功能钻机等产品在我国大规模的地铁、水利、高铁，以及其他市政建设拉动下，市场需求将迅速膨胀，未来三年年均增速保持在25%以上。

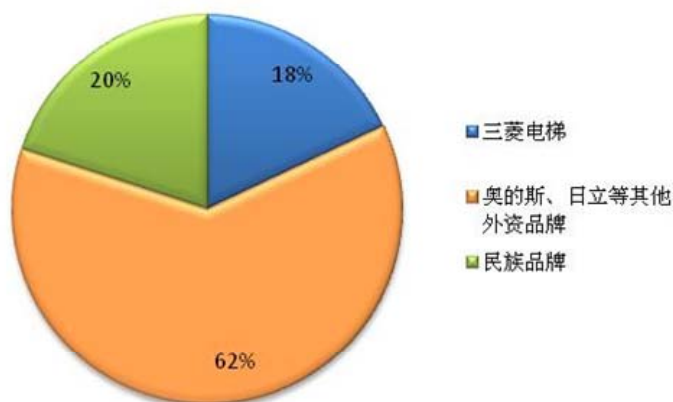
3 电梯业务潜力巨大

公司的电梯业务主要依靠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%）的生产和销售。电梯业务主要包括生产电梯、自动扶梯及维修保养。公司电梯以及自动扶梯业务收入占公司总收入的 75%左右，是公司的绝对核心。2009 年上海三菱电梯共销售电梯3.34 万台，营业收入同比增长8.15%，净利润同比增长4.73%，继续引领国内的电梯市场。

上海机电股份有限公司与日本三菱电机株式会社合资组建的上海三菱电梯有限公司，经过19年的创业和发展，目前已成为中国最大规模的专业电梯制造、销售大型企业之一，设计年产能可达2万台，产品市场占有率保持领先地位，并向东南亚、南美洲及俄罗斯等十多个国家（地区）出口。

公司目前在国内电梯市场占有率保持在18%左右，仅次于奥的斯电梯。但奥的斯主要生产中、低档电梯，而三菱和日立生产中、高档电梯，因此公司的中、高端电梯市场占有率第一。上海金茂大厦等高档商用写字楼，上海科技馆，珠海国际中心大酒店等高档服务场所的中、高端电梯市场都信任三菱电梯。

图 13：各品牌电梯的市场份额



资料来源：东方证券研究所

三菱电机看中未来进口替代的市场，加大投入扩大产能，我们预计三菱电机的高端电梯业务未来将出现爆发性增长。

图 14：公司产品之较高端电梯



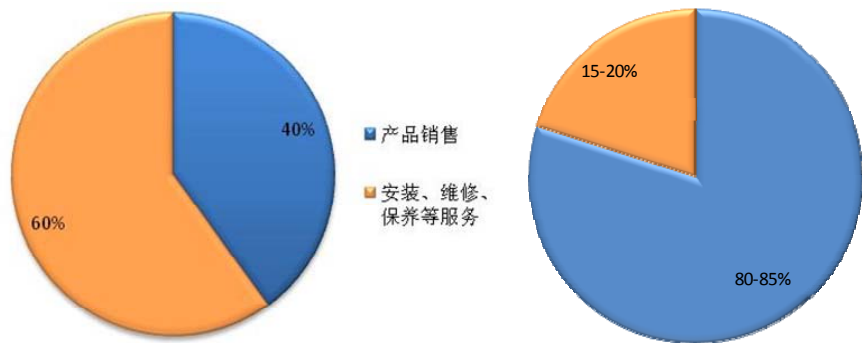
资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.1 业务结构的改变

我国电梯安装、维修、保养等服务业务发展还比较落后，在国外成熟市场中，产品销售只占 40-60%，安装维修等服务却占到了 60-40%，国内市场与国外相比差距较大，电梯服务业未来发展空间较大，且电梯服务业毛利率较高，该业务的比例上升将平衡电梯产品毛利率的下降带来的风险，并且直接改善公司的盈利能力，公司正在抓住电梯行业未来发展的机遇，努力由“生产制造型”企业向“服

务经营型”企业转变，力争提高服务业占比，以优化收入结构，保证电梯业务稳定快速增长。

图 15：国内外电梯业务结构比较



资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 老楼改造故事多

我国上世纪八九十年代修建的七层以上住宅楼大多没有安装电梯，随着社区老年人的逐渐增多，这些楼房给老年人生活带来的不便问题越来越突出，特别是不少老人因为身体不好，常年无法下楼活动，影响身心健康问题已经引起有关方面的关注。旧楼加装电梯在一些发达国家早已成为应对老龄化社会问题的重要措施，目前在国内的上海、广州等地已经开始对旧楼加装电梯的试点。

随着社会经济发展水平的提高和人口老龄化程度的加剧，旧大楼加装电梯的需求成为中国近几年的热门话题。按照国家发布的《住宅设计规范》，高度 16 米以上的住宅必须设置电梯。伴随着中国人口老龄化的日愈临近，六层及以上老楼加装电梯，已经成为以人为本构建和谐社会的大问题。根据不完全统计，北京有 3 万余栋，上海和广州有 5 万余栋。老楼电梯的改造未来想象空间巨大，将会给公司未来电梯业务带来爆发性的增长。

3.3 产品结构的调整

公司根据产品需求的结构变化，推广适用于保障性住房的 LEGY 电梯和公共交通的 K 型自动扶梯。公司顺应国内建筑工程对电梯、自动扶梯等产品的趋势，加大对自动扶梯产品的投入，计划扩大自动扶梯产能，提高市场占有率。国内自动扶梯市场潜力较大，未来将受益于城市轨道交通和大型商场的建设，需求会一直保持旺盛，公司自动扶梯业务未来增长明确，公司计划到 2011 年，自动扶梯的产能将提高到 4000-5000 台左右。我们认为自动扶梯业务的快速发展将成为公司新的利润增长点。

3.4 城市化进程的继续

随着城市面积的拓展，人地矛盾将逐渐加剧，小高层和高层住宅将成为城市住宅新的发展趋势。房地产业专家预测，随着高层住宅设计的改进、实用率的提高、居民收入条件和居住习惯的改变，特别是电梯技术的提高，电梯在高层、小高层以及多层住宅的市场容量将有较大的增长，住宅电梯将在电梯市场中占据主导地位，目前电梯的需求 70%来源于住宅。

房地产新开工面积的增长与二三线城市的城市化进程加快保证了电梯需求的增长，自 2010 年以来，房地产累计新开工面积同比出现了较大增长，增速保持在 60%以上，由于电梯安装位于房地产建设的后期，电梯业务滞后于房地产新开工半年左右的时间，随着房地产新开工面积的不断回升，下半年公司的电梯业务有望持续回升。

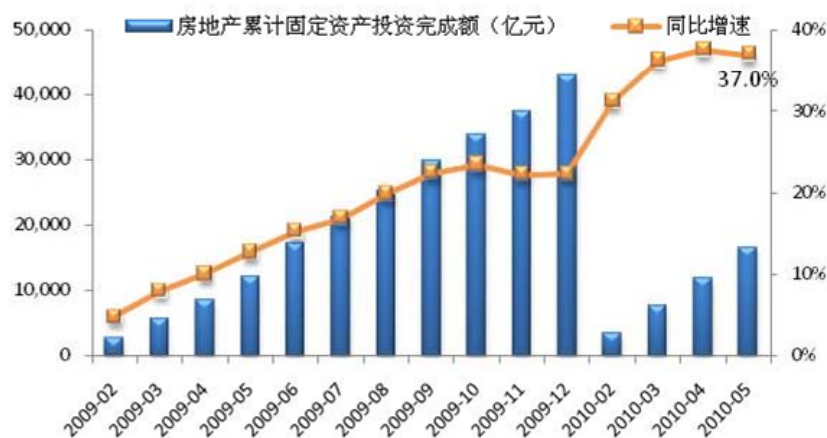
从房地产累计固定资产完成额来看,2010年以来,增速仍然保持着较高水平,同比增长超过了35%,房地产建设的加快在一定程度上说明了电梯业务会在下半年有很好的前景。

图 16：09 年以来我国房地产累计新开工面积及其增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 17：09 年以来我国房地产累计固定资产投资完成额及其增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2010 年电梯市场需求仍将保持平稳中有发展的格局,大量的铁路、地铁和机场等交通方面的基础设施建设以及房地产的平稳发展所带来的电梯需求还将在 2010 年中延续,上海三菱电梯有信心在 2010 年继续保持业绩增长。我们预计 2010 年公司电梯业务将出现 10%-15%左右的增长。

4 其他业务保持稳定增长

4.1 印刷设备

公司印刷包装机械业务分部主要生产各类印刷、包装机械设备及备品配件,印刷包装机械原辅材料,仪器仪表等。

2009 年上半年,公司通过购买外方股权等方式对集团及公司的印刷包装机械业务进行了有力整合,印刷包装机械业务将是公司未来重点发展的对象,公司将加快一体化整合,发挥集团竞争的优势,迅速提升印刷机械制造水平,缩小与国外印刷机械产品的差距,努力把印刷包装业务做大做强,力争在单张纸胶印机产品上寻求突破,真正跻身中高档胶印机市场。

图 18：公司产品之胶印机、印刷机


资料来源：东方证券研究所

根据我国印刷工业“十一五”发展规划，到 2010 年末，我国印刷业工业总产值预计将达到 4400 亿元人民币左右，约占国民生产总值的 2.5%，印刷生产加工能力将进入世界前列。

从我国印刷机械行业销售收入来看，08 年以来，销售收入随着经济危机的日益加剧在逐渐下降，在 08 年四季度探底到 10.4 亿元，随着经济的逐渐复苏，销售收入开始回升，到 09 年四季度时销售收入已达 17.4 亿元，同比增长 67.3%，印刷机械行业的复苏也拉动了对于印刷包装设备需求的复苏，预计未来公司印刷机械业务会保持 10%左右的稳定增长。

图 19：08 年以来我国印刷机械行业销售收入情况


资料来源：东方证券研究所

目前，我国印刷包装机械进口比重超过 50%，未来进口替代空间巨大。我们预计随着经济的复苏、公司整合的完成以及进口替代潜力市场的拓展，印刷包装机械业务将具有广阔的市场空间和发展前景。

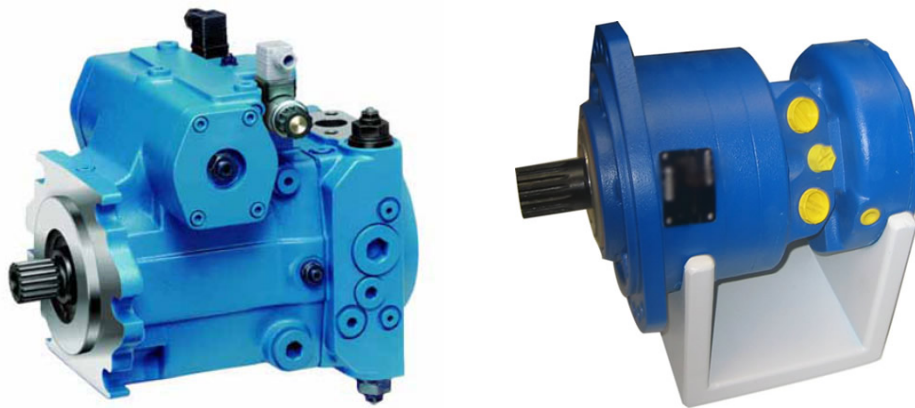
4.2 液压与气压元件

液压业务主要由公司控股子公司上海电气液压气动有限公司负责运营，主要生产销售液压泵、液压阀、液压成套设备、各类减压器等。公司的产品定位于中高档液压产品市场，几年来在国内同行中处于排名领先的龙头地位。公司占领了工程机械、建筑机械等高档液压市场，其中液压减速马达国内市场占有率 30%，通轴式柱塞泵国内市场占有率为 32%。

液压行业已经成为各行业发展的基础技术行业，预计到 2010 年国内对液压、液力、气动、密封产品需求总额增至约 475 亿元，市场需求前景乐观。

公司产品广泛应用于工程机械、矿山设备、船舶机械、冶金设备、电力设备、内燃机车等主机的液压系统上。斜盘式柱塞泵/马达、内曲线液压马达、斜轴泵/马达等产品多次荣获国家优质产品、上海市优质产品称号。

图 20：公司产品之液压泵、液压马达



资料来源：东方证券研究所

从行业的累计利润来看，10 年 5 月份我国液压和气压动力机械元件累计利润达到 48.6 亿元，同比增长 76.4%，创下了历史的新高。

图 21：我国液压和气压动力机械元件制造累计行业利润



资料来源：东方证券研究所

同时，我国液压元件的产量也在不断提高，10 年 3 月份以来，月度产量增速达到 40% 以上，4、5 月份的产量也创造了近年来的新高，液压元件产量的增加反映了我国液压下游需求的旺盛。

图 22：09 年以来我国液压元件月度产量及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们认为公司的液压气动业务将继续延续其良好的增长势头，预计10年销售收入将有20-25%左右的增长。

4.3 冷冻空调设备

公司冷冻空调设备业务分部主要生产销售各类冷冻设备、空调设备等。在冷冻空调领域，上海机电股份有限公司旗下的上海通用冷冻空调设备有限公司与素有“全球空调专家、世界空调之父”美誉的美国开利公司以及与著名的法国法维莱交通运输集团进行合资合作，组建了多个合资企业，在产品的技术能级、设计制造水平上始终处于空调发展的前沿，规模优势明显，发展前景广阔。

图 23：公司制冷设备


资料来源：东方证券研究所

从空调产量来看，10年3月份以来，我国空调月度产量均出现了同比正增长，五月份的增速甚至达到了30%，我国空调市场的复苏成为公司冷冻设备业务业绩增长的重要驱动力。

图 24：09 年以来我国空调月度产量及增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司制冷设备应用在各领域，在国内外的重点工程项目中，都能够看到公司产品的身影。

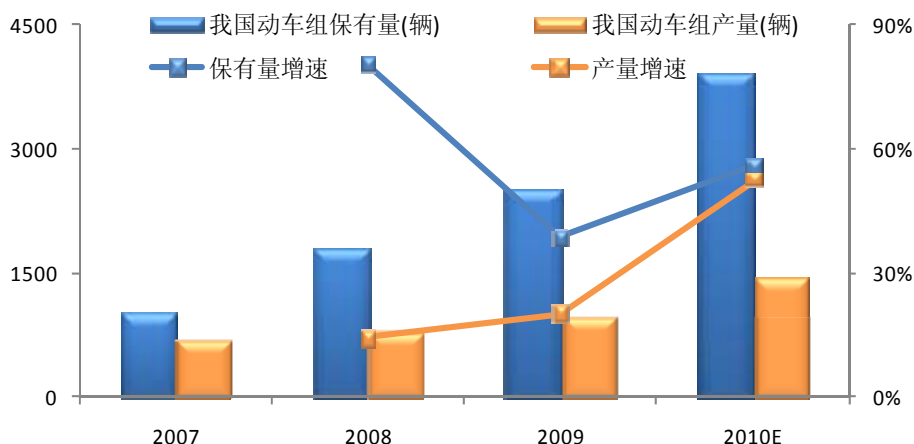
图 25：公司制冷设备应用领域



资料来源：公司公告、东方证券研究所

城市轨道交通和高铁在我国的快速发展拉动了我国对于动车组列车需求的增长,动车组列车需求的增长使得动车相关产品未来的发展空间巨大。我们预计我国未来动车组保有量和产量将保持着快速增长的趋势，每增加一辆动车，必然会带来车辆空调市场需求的拓展。公司在轨道交通空调系统市场占有率 45% 稳居行业第一，制冷空调设备业务未来增长明确，发展前景广阔。

图 26：我国动车组产量和保有量情况

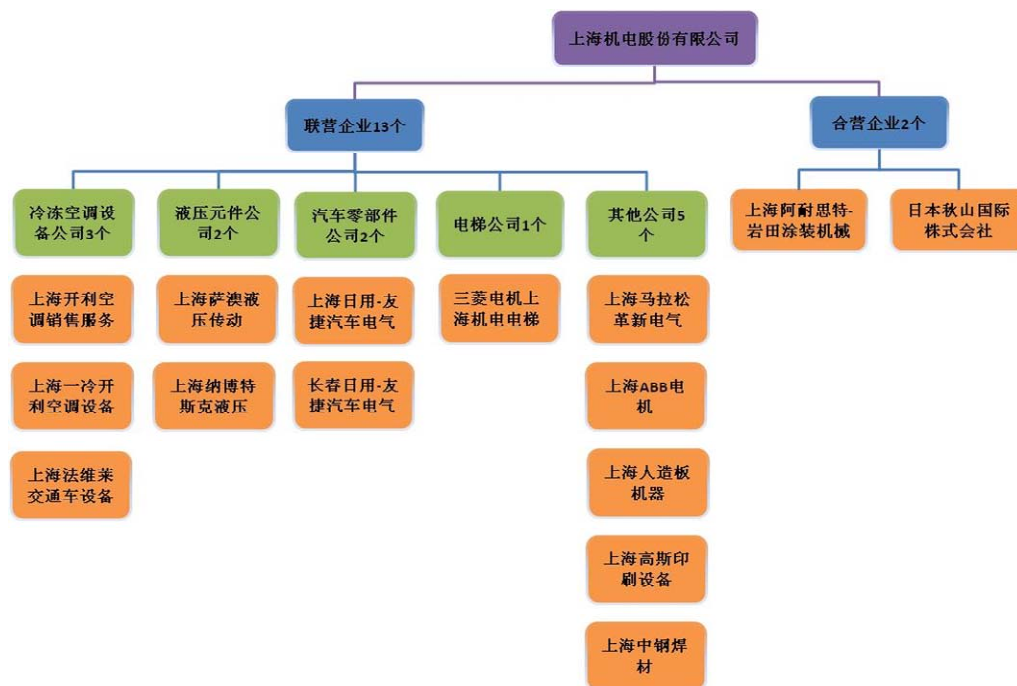


资料来源：公司公告、东方证券研究所

5 投资收益高速增长，大幅拉升业绩

公司的投资收益来源于 13 家联营企业和 2 家合营企业，在这些企业中，给公司未来业绩贡献最大的企业主要是那些投资收益比较多或者业绩弹性大增长较明确发展潜力巨大的公司。公司参股 40% 的三菱电梯是中、高端电梯的企业的龙头，2009 年开始逐步投产，我们预计 2011 年有望给公司带来 3000 万元以上的投资收益，未来两年具备年均增速 100% 以上的潜力。其他上海马拉松革新电气、上海日用-友捷汽车电气、上海一冷开利空调设备、上海法维莱交通车设备、上海萨澳液压传动等，均进入高速增长期。三菱电机上海机电电梯有限公司，电机设备相关企业，冷冻空调设备相关企业，液压元器件相关企业是推动公司未来投资收益大幅增长的主力军。

图 27：公司联营、合营的企业关系图



资料来源：东方证券研究所

5.1 三菱电机上海机电电梯有限公司

三菱电机上海机电电梯有限公司通过引进日本三菱电机的永磁同步电机驱动无齿轮曳引机生产制造技术引领国内高端电梯市场，公司通过工厂一期和二期工程项目的建设已经形成年产 7000 台曳引机的生产能力。公司利用三菱电机在高端电梯技术上的优势，建立以上海为基础的高端电梯生产基地，快速抢占国内高端电梯市场，做大做强上海机电电梯板块，形成上海三菱电梯有限公司和三菱电机上海机电电梯有限公司的产品最佳组合。公司已在闵行莘庄工业区内新建了一个生产高端技术电梯的生产基地，目标 2012 年和上海三菱电梯联手打造年产 3 万台电梯、市场占有率 20%，为上海机电继续保持在国内电梯行业的主导地位奠定长远发展基础。

三菱电机上海机电电梯 09 年仅贡献投资收益六百多万，我们预计未来随着国内对高端电梯需求的不断提升，以及产能的不断释放，三菱电机的业务会出现爆发性增长，三菱电机上海机电电梯将成为公司未来投资收益的最大看点。

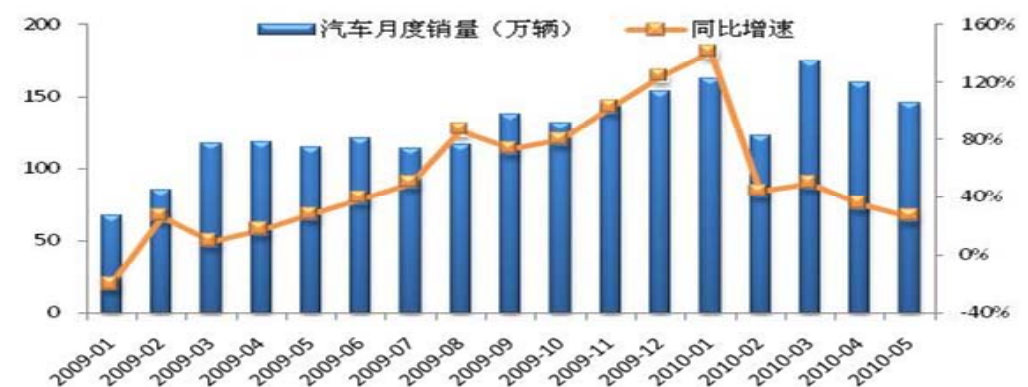
5.2 电机设备类相关企业

电机设备类相关的企业包括：上海马拉松革新电气有限公司，上海日用-友捷汽车电气有限公司和上海 ABB 电机有限公司。

上海日用-友捷汽车电气有限公司生产用于汽车新型发动机的冷却风扇和鼓风机，产品作为汽车的零部件，与下游汽车行业密切相关。10 年以来，我国汽车市场依旧较为火爆，汽车月度销量保持着稳定的增长速度，我们预计汽车零部件相关企业将受益于我国汽车的旺销。对应的投资收益将保持 20%-30% 的稳定增长。

上海马拉松革新电气有限公司和上海 ABB 电机有限公司主要生产维修电机、电气、机组类产品，国内电机需求一直保持旺盛，我们预计这三大公司带来的投资收益将保持在 5000 万以上，未来将稳定增长。

图 28：09 年我国汽车月度产量



资料来源：公司公告、东方证券研究所

5.3 冷冻空调设备相关企业

冷冻空调设备相关企业包括：开利空调销售服务上海有限公司，上海一冷开利空调设备有限公司，上海法维莱交通车设备有限公司。

上海机电与美国开利公司共同投资建立的上海一冷开利空调设备有限公司（占 30%）商用空调的市场份额保持在 15% 以上，领先于国内同行。在上海世博会场馆的建设项目上，开利创造了诸多的世界第一，赢得了国内外节能组织的一致好评。

上海机电与法维莱集团合资的上海法维莱交通设备有限公司主要为铁路干线、城市轨道交通提供两大产品线空调系统和车门系统，在国内市场处于领先地位，年产量分别为 5000 扇列车车门和 800 套列车空调。公司在巩固目前一线城市高档列车市场地位的同时，积极开拓二线城市和低档列车市场。未来将受益于我国城市轨道交通建设和高铁建设，市场空间较大，未来增长明确。

5.4 液压元器件相关企业

液压元器件相关企业包括：上海萨澳液压传动有限公司和上海纳博特斯克液压有限公司。这两家公司都是上海电气液压气动有限公司属下的子公司。

上海纳博特斯克液压有限公司专业生产履带式机械配套使用的行走装置，公司在同类产品中拥有多个吨位等级的行走装置世界占有率第一的地位。在中国，上海纳博特斯克液压有限公司也拥有了 30% 以上的市场份额，在中国本土企业中，市场占有率更高达 70% 以上。公司从 1996 年 3 月成立至今，已销售近 10 万多台马达，目前主要提供 GM35（20 吨级）、GM18（10~13 吨级）、GM09（6~8 吨级）等产品，年生产能力 40000 台。

上海萨澳液压传动有限公司是由世界著名的静液压传动装置跨国制造集团美国萨澳公司和上海电气液压气动有限公司共同投资 2950 万美元创建的中美合资公司，是目前中国国内投资规模最大、产品技术最新，专业从事液压柱塞泵和马达生产的合资企业。公司采用世界一流的制造技术，管理方式和精良的设备，生产技术先进的静压传动产品，并提供完善的售后服务，使高质量的产品不断为越来越多的中国各类工程机械制造商所接受。同时，还出口至亚太地区，并大量返销至在北美和欧洲的 SAUCER-DANFOSS 公司。

这两家公司的未来发展和下游工程机械行业密切相关，我们预计随着工程机械行业的复苏和海外需求的回升，液压气动业务会延续增长的势头，未来的发展值得期待。

6 风险因素及催化剂

风险因素：房地产行业等宏观调控影响的不确定性，以及投资收益占比较高影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。

催化剂：主业资产优化整合超预期，以及老楼加装电梯改造开始大力推行，是公司股价的重大催化剂。

7 估值与投资评级

7.1 相对估值

横向估值比较显示，公司估值水平无论是相对于市场平均水平，还是东方机械指数，均明显低估。

表 3：公司相对估值分析之横向比较

(倍)	2009PE	2009PB	2009ROE%	2009PS	E2010PE
全部 A 股	20.09	2.80	12.90	2.00	15.16
沪深 300	17.10	2.45	13.80	1.79	13.47
东方机械指数	28.97	4.02	13.37	1.72	20.12
上海机电	23.36	2.20	11.92%	0.84	14.55

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

纵向估值比较显示，公司估值水处于 2008 年以来较低水平。

公司相对估值分析之纵向比较

PE (倍)	区间最高	区间最低	区间平均
2008	58.10	8.83	21.44
2009	33.91	17.72	27.88
E2010 至今	19.60	11.61	16.20

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

7.2 绝对估值

公司绝对价值 14.65 元，敏感性分析显示，公司股价的合理波动区间在 12.58 元—25.29 元之间。

- ◆ 无风险利率我们选择七年期国债利率，永续期取 4.5%；
- ◆ 股本溢价基数由目前市场 PE 水平算出，永续期取 7%；
- ◆ 债务溢价基数由银行长期大款利率（三年期）减去同期无风险利率得出，永续期取 2%；
- ◆ 公司永续期资产负债率取 50%，公司永续期营业收入增长率为 3%；
- ◆ 永续期股本成本为 11.49%，永续期 WACC 为 8.18%。

图 29：公司 WACC 分析

绝对估值	历史数据	显性期				衰退期				永续期
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
无风险利率	3.22%	2.92%	3.14%	3.37%	3.62%	3.89%	4.19%	4.50%	4.50%	
BETA	1.22	1.29	1.24	1.19	1.14	1.09	1.04	1.00	1.00	
全 A 股 PE	28.55	19.67	23.74	20.36	17.60	15.31	13.40	11.77	11.77	
股本溢价	3.28%	3.66%	4.07%	4.54%	5.06%	5.64%	6.28%	7.00%	7.00%	
股本成本	7.22%	7.64%	8.18%	8.75%	9.37%	10.03%	10.74%	11.50%	11.50%	
债务溢价	2.18%	2.48%	2.39%	2.31%	2.23%	2.15%	2.07%	2.00%	2.00%	
债务成本	4.62%	4.64%	4.76%	4.89%	4.39%	4.53%	4.69%	4.87%	4.87%	
资产负债率	48.38%	44.05%	43.42%	46.11%	47.05%	48.01%	49.00%	50.00%	50.00%	
WACC	5.97%	6.32%	6.69%	6.97%	7.03%	7.39%	7.78%	8.19%	8.19%	

资料来源：东方证券研究所

公司绝对价值 14.65 元，敏感性分析显示，公司股价的合理波动区间在 12.58 元—25.29 元之间。

图 30：公司绝对价值敏感性分析

		营 业 收 入 增 长 率							
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
资 本 成 本 (WACC)	6.18%	15.61	16.80	18.75	22.48	32.54	154.38	(20.95)	(3.61)
	6.68%	14.94	15.87	17.31	19.81	25.29	46.89	(66.51)	(8.09)
	7.18%	14.39	15.12	16.21	17.97	21.36	30.49	141.05	(18.05)
	7.68%	13.92	14.51	15.35	16.64	18.90	23.85	43.38	(59.11)
	8.18%	13.51	13.99	14.65	15.63	17.22	20.26	28.48	127.96
	8.68%	13.16	13.55	14.08	14.83	15.99	18.01	22.45	39.93
	9.18%	12.85	13.17	13.60	14.18	15.05	16.47	19.18	26.50
	9.68%	12.58	12.84	13.19	13.65	14.32	15.35	17.14	21.07
	10.18%	12.33	12.56	12.84	13.21	13.73	14.49	15.74	18.12

资料来源：东方证券研究所

7.3 投资评级

主业资产优化整合与投资收益大幅增长是公司高增长的主要驱动因素，预计公司未来三年净利润复合增长率为 32.94%。

鉴于老楼加装电梯改造的预期，我们给予公司 0.6 倍 PEG19.77 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价为 14.46 元，绝对价值 14.65 元，目前股价存在低估，投资评级买入。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	10986.2	11601.7	12725.6	13972.8	税后利润	465.74	748.06	887.78	1094.29
营业成本	8888.16	9290.62	10172.4	11145.4	经常性现金支出	307.63	312.52	352.02	357.77
主营业务税金及附加	36.43	36.49	40.18	44.43	非经常性现金支出	(289.84)	(283.02)	(353.46)	(429.67)
销售费用	520.56	522.08	572.66	628.78	营运资金变动	1204.05	(927.45)	(142.95)	(88.59)
管理费用	899.71	812.12	865.35	922.21	少数股东损益	341.02	376.84	398.86	415.08
财务费用	(86.39)	(37.20)	(47.82)	(69.63)	经营活动现金净流	2028.60	226.96	1142.24	1348.88
营业利润	727.76	977.63	1122.91	1301.60	资本开支	161.08	89.88	89.10	88.40
非经常性损益	214.74	330.40	373.18	453.48	其他投资	(16.57)	(19.69)	(19.69)	(19.69)
税前利润	942.50	1308.03	1496.09	1755.08	投资活动现金净流	16.57	197.30	269.15	346.61
所得税	135.74	183.12	209.45	245.71	贷款增加	72.47	0.00	0.00	0.00
净利润	806.76	1124.91	1286.64	1509.37	支付股利利息	(424.52)	45.77	(161.03)	842.80
少数股东损益	341.02	376.84	398.86	415.08	其他融资	70.52	28.02	(6.80)	(6.97)
归属母公司净利润	465.74	748.06	887.78	1094.29	筹资活动现金净流	(347.75)	73.79	(167.84)	835.84
EPS (元/股)	0.46	0.73	0.87	1.07	现金净流量	1697.42	498.06	1243.55	2531.33
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	4158.20	5855.62	6353.67	7597.23
	2009	2010E	2011E	2012E	现金期末余额	5855.62	6353.67	7597.23	10128.5
货币资金	5905.62	6403.67	7647.23	10178.5	比率分析				
应收账款票据	1335.40	1530.40	1832.30	2111.93		2009	2010E	2011E	2012E
存货	2105.10	2430.57	2776.03	3165.06	增长能力				
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率(%)	5.16%	5.60%	9.69%	9.80%
流动资产合计	9678.34	10684.4	12609.1	15846.2	EBITDA 增长率(%)	-5.68%	42.93%	12.33%	12.45%
长期投资	1131.49	1131.49	1131.49	1131.49	EBIT 增长率(%)	-10.71	46.63%	14.32%	14.59%
固定资产	1508.84	1347.48	1167.07	976.62	净利润增长率(%)	-16.58	39.44%	14.38%	17.31%
在建工程	118.93	111.23	110.46	110.38	盈利能力				
可供出售金融资产	67.38	67.38	67.38	67.38	毛利率(%)	19.10%	19.92%	20.06%	20.23%
非流动资产合计	3433.29	3237.20	3064.61	2883.06	净利率(%)	7.34%	9.70%	10.11%	10.80%
资产总计	13111.6	13921.6	15673.7	18729.3	EBITDA 利润率(%)	7.55%	10.22%	10.47%	10.72%
循环借款	445.50	445.50	445.50	445.50	ROA(%)	6.15%	8.08%	8.21%	8.06%
应付账款	1447.51	1444.61	1599.88	1755.24	ROE(%)	11.92%	14.44%	14.51%	14.95%
预收账款	3312.78	2926.06	3276.90	3675.93	ROIC(%)	21.47%	25.70%	27.01%	29.08%
其他应付款	157.28	163.45	188.14	225.49	偿债能力				
流动负债合计	6124.34	5913.12	6585.75	8417.05	资产负债率(%)	48.38%	44.05%	43.42%	46.11%
非流动负债合计	219.26	219.26	219.26	219.26	流动比率(倍)	1.58	1.81	1.91	1.88
负债合计	6343.60	6132.38	6805.01	8636.31	速动比率(倍)	1.18	1.34	1.44	1.46
股本	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74	价值评估				
资本公积	1475.96	1625.57	1803.12	2021.98	P/B(倍)	2.20	1.95	1.73	1.54
未分配利润	1461.79	1920.56	2380.75	2918.08	P/E(倍)	30.04	14.55	12.26	9.94
股东权益	6768.02	7789.26	8868.71	10092.9	EV/收入(倍)	0.79	0.44	0.30	0.09
负债和股东权益	13111.6	13921.6	15673.7	18729.3	EV/EBITDA(倍)	10.48	4.29	2.88	0.87
					EV/EBIT(倍)	13.55	5.41	3.57	1.06

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn