

方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

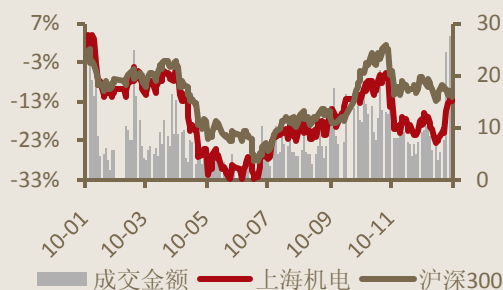
E-mail: lijianjian@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886/68584820

Email: pengmin@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	10986.2	12766.9	14513.6	17545.2
(+/-)	5.16%	16.21%	13.68%	20.89%
净利润	465.74	691.00	898.92	1112.10
(+/-)	-27.97%	48.37%	30.09%	23.72%
EPS (元)	0.46	0.68	0.88	1.09
P/E	25.87	17.61	13.54	10.94

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

业务整合提升增长潜力 低估值机电明星蓄势待发

上海机电(600835)

公司调研快报
2011.01.17 买入

专用设备行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

市场上普遍预期公司未来几年收入增速缓慢，且盈利实现能力较差，难以支撑估值提升。我们与市场普遍看法并不一样，认为当前估值偏低：

1、受益于售后服务收入占比的提升，城镇化、保障房和公共交通设施建设的拉动，以及公司战略的调整，电梯业务未来 3 年有望保持 20% 的复合增速，公司的业绩增长有保障。

2、在 2008-2010 年的业务整合过程中，公司已对不良资产计提了足额的资产减值损失，相应管理费用也已确认，2011 年及以后年份将摆脱上述因素对利润的侵蚀，盈利能力有望显著提升。

3、2011 年公司的业务整合将全面完成，剩余业务板块将保持稳健增长的态势，难以支撑整合后的新一轮快速增长，目前在手现金资金充裕。寻求新的增长点将成为公司未来 2 年的战略重点之一。

4、公司目前股价对应 2011 年 PE 仅 13.54 倍，远低于 2011 年电梯行业可比上市公司平均 32 倍、机械设备板块平均 33 倍的 PE 水平，公司估值水平明显被低估。

※售后服务及城镇化建设确保电梯业务增长，未来 3 年复合增速 20%

2009 年，由于受下游房地产行业不景气影响，电梯及自动扶梯业务增速放缓，仅为 8.15%。公司迅速调整战略，加快推进电梯安装、维修和保养事业化的进程，上海三菱通过在全国建立的 36 家直属分公司、182 个维修站，形成了覆盖各省、地级城市的服务网络，进一步提升安装和保养水平，成为行业内电梯安装和维保量受控率最高的企业，售后服务收入明显提升，目前约占电梯业务收入的 15%，至 2015 年占比有望提升至 30%，且服务业务毛利率在 25% 以上，将推动电梯业务规模与盈利能力双提升。

同时积极把握城镇化建设、保障房及公共交通设施建设带来的电梯市场需求，公司大力开发、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。公司投资 8950 万元建设年产 5000 台自动扶梯的产能扩建项目已建成，主要用于高铁等大型工程的配套，预计 2011 年达产率在 80% 以上，将直接增加收入 10 亿元以上。另外公司主动延伸营销网络到 3-4 线城市、先发进行布局，抢占未来 3-5 年城镇化建设提速、3-4 线城市房地产较快发展激发的电梯市场。

综合上述因素，我们认为公司未来 3 年电梯及自动扶梯业务增长明确，预计年复合增速将达到 20% 以上。

※印包机械 2011 年有望扭亏为盈、贡献利润

受金融危机影响，印包机械国内外需求急剧萎缩，2008 年收入同比下降 20.49%，毛利率下滑至 9.72%；2009 年小幅增长 9.78%，毛利率恢复至 18.14%；2010 年上半年收入和毛利率回升较快，但总体增量仍不乐观，盈利能力并未恢复到金融危机前的水平。

公司趁此机会不断推进下属印包公司理顺产权结构、寻求并购等整合机会。2009 年，公司成功收购了紫文投资有限公司持有的上海紫光机械有限公司 50% 的股权，将其变为全资子公司；并在控股股东电气集团的大力支持下，收购了紫文投资有限公司持有的专注于单张纸胶印机业务的上海光华印刷机械有限公司 50% 的股权，与控股股东各持股 50%。通过上述收购，消除了股权结构分散对印包机械业务一体化整合的不利影响，促进印包公司调整产品结构、整合集聚资源、深化内部改革、健康持续发展。

2011 年公司将进一步取消印包机械全资子公司的法人资格，完成对印包业务的一体化整合，强化资源共享，提高管理效率、降低成本；并将重点在单张纸胶印机产品寻求突破，跻身中高档胶印机市场，预计 2011 年，印包业务将实现扭亏、贡献净利润有望超过 1000 万元。

※业务整合收官在即，摆脱利润侵蚀、盈利能力将显著提升

从 2008 年开始，公司对弱势业务进行整合，逐渐退出焊接器材、人造纤维板等行业增速下滑、市场前景堪忧、与公司整体发展战略不相符的业务领域。在整合退出过程中，公司对焊接器材、人造纤维板业务的不良资产计提了大量的资产减值损失；同时在印包机械业务整合过程中管理费用大幅增长，侵蚀了大量利润，导致公司近 2 年净利润增速远低于收入增速。2011 年，公司业务退出与整合进程将基本完成，由于前 3 年公司已计提了足额资产减值损失，且相关管理费用也已确认，我们认为 2011 及以后年份，公司将摆脱不良资产及业务对利润的侵蚀，在毛利率保持稳定的情况下，净利率水平将显著提升。

※在手现金七十亿元，为后续扩张奠定坚实基础

公司现金流充裕，长期拥有数十亿货币资金，截止 2010 年 3 季度，公司货币资金高达 70 亿元，占营业收入的 72.37%，其中约 65% 是下属控股子公司上海三菱的电梯销售订单预收款。扣除销售预收款及其他公司本部不能直接自由支配的资金，大约有超过 10 亿元的资金公司可直接自由支配，为公司后续扩张奠定了坚实的资金基础。

※期待新鲜血液注入，整合后腾飞的历史画面将重现

公司成立初期主要专注于制冷空调的研制和销售，1999-2004 年，公司进行了第一次大规模的业务整合和资产重组，逐渐退出了制冷空调领域，新的控股股东上海电气将旗下与机电装备相关的部分优良资产注入上市公司。截止 2004 年，公司现有的业务结构基本形成，以电梯及自动扶梯业务为主，印包机械、焊接器材和人造纤维板为有益补充，电梯及自动扶梯业务引领了公司 4-5 年的较快增长。

2008 年至今，公司开始了第二次大规模的业务整合，目的是为了剥离历史包袱、迎来新一轮增长。2011 年公司业务整合将全面完成，剩余的业务板块将保持稳健增长的态势，但难以支撑整合后的新一轮快速增长，寻求新的增长点将成为公司未来 2 年的战略重点之一。我们结合公司的现状和优势分析，公司未来极有可能进入国家产业政策重点扶持、市场前景广阔、竞争壁垒较高的高端机电装备领域，我们看好公司进入新领域后的增长潜力，有望引领公司新一轮增长。

※业务整合提升盈利增长潜力，估值优势非常突出

受益于公司电梯业务的稳健增长，印包机械的一体化整合，焊接器材、人造纤维板等弱势业务的退出，未来 3 年公司营业收入将保持 17%以上的复合增速。

从估值来看，目前 A 股上市公司中生产电梯及配件的企业主要有康力电梯和长江润发，我们选择这 2 家公司作为可比上市公司，2011 年平均 PE 为 32.71 倍，其中机械设备板块 2011 年平均 PE 约为 33.61。公司目前的股价对应 2011 年的 PE 为 13.54 倍，远低于电梯行业可比公司及机械设备板块的平均 PE 水平，公司估值优势相当明显。

图表 1 电梯行业可比公司估值水平比较，估值明显被低估

代码	简称	股价	PE				PB
			09A	10E	11E	12E	
002367.SZ	康力电梯	30.01	35.64	37.2	28.3	21.89	4.3
002435.SZ	长江润发	15.96	36.61	44.33	37.12	33.96	2.78
平均			36.13	40.77	32.71	27.93	3.54
600835.SH	上海机电	11.9	25.87	17.61	13.54	10.94	2.26

资料来源: wind 方正证券研究所

从应用下游比较来看，占公司营收 80%以上的电梯及扶梯业务的主要应用下游是房地产行业，我们通过 wind 分析，房地产行业 2011 年平均 PE 为 12.71 倍。公司作为其上游设备制造行业，在产业链中具有天然优势，如政府保障房建设，对房地产是明显挤出效应而对电梯确是重要推动力，电梯行业相对房地产行业理应享有一定程度的溢价；同时考虑到公司未来几年电梯售后服务收入占比的不断提升，以及营销网络扩张与保障房建设的需求拉动，我们认为公司相对于下游房地产行业享有 5-10 倍的估值溢价较为合理。

图表 2 与下游房地产行业估值水平比较

	PE				PB
	09A	10E	11E	12E	
房地产行业	22.61	17.34	12.71	9.36	2.82
机械行业	41.79	32.18	24.25	18.72	4.98
上海机电	25.87	17.61	13.54	10.94	2.26

资料来源: wind 方正证券研究所

※合理价值区间 16.72-20.24 元，给予“买入”评级

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 127.67 亿元、145.14 亿元、175.45 亿元；归属母公司的净利润分别为 6.91 亿元、8.99 亿元、11.12 亿元，年均复合增速为 33.66%；2010-2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.88 元、1.09 元。

我们认为给予公司 2011 年 19-23 倍估值水平较为合理，对应合理股价区间为 16.72-20.24 元，相对于当前的股价还有 40%-70%的提升空间，给予公司“买入”的投资评级。

※风险提示

房地产政策调控风险；业务整合及扩张风险；

图表 3 2010-2012 年分项业务预测

单位：百万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入							
电梯及自动扶梯	5105.79	6126.34	7734.63	8364.78	10037.74	12045.28	14213.43
印刷包装机械	655.58	578.42	459.93	504.92	580.66	685.18	822.21
液压气动产品	78.80	378.77	507.33	521.26	505.62	556.18	639.61
工程机械	200.21	302.16	387.42	486.81	579.30	695.16	806.39
其他产品	1412.29	1800.50	1358.07	1108.47	1063.56	531.78	1063.56
销售收入增长率 (YOY)							
电梯及自动扶梯	-	19.99%	26.25%	8.15%	20.00%	20.00%	18.00%
印刷包装机械	-	-11.77%	-20.49%	9.78%	15.00%	18.00%	20.00%
液压气动产品	-	380.67%	33.94%	2.75%	-3.00%	10.00%	15.00%
工程机械	-	50.92%	28.22%	25.65%	19.00%	20.00%	16.00%
其他产品	-	27.49%	-24.57%	-18.38%	-4.05%	-50.00%	100.00%
毛利率							
电梯及自动扶梯	23.52%	23.48%	20.85%	20.12%	20.50%	20.00%	20.00%
印刷包装机械	18.59%	16.61%	9.72%	18.14%	22.70%	21.50%	21.50%
液压气动产品	9.24%	8.06%	7.81%	5.43%	4.90%	5.20%	5.50%
工程机械	25.27%	28.70%	29.96%	32.59%	30.80%	30.00%	30.50%
其他产品	11.56%	14.30%	10.69%	12.35%	8.30%	11.00%	20.00%
毛利							
电梯及自动扶梯	1201.05	1438.17	1612.72	1682.58	2057.74	2409.06	2842.69
印刷包装机械	121.88	96.10	44.71	91.61	131.81	147.31	176.78
液压气动产品	7.28	30.54	39.64	28.30	24.78	28.92	35.18
工程机械	50.60	86.72	116.09	158.64	178.43	208.55	245.95
其他产品	163.23	257.41	145.12	136.95	88.28	58.50	212.71
销售收入合计	7452.67	9186.19	10447.38	10986.24	12766.88	14513.59	17545.21
销售收入增长率 (YOY)		23.26%	13.73%	5.16%	16.21%	13.68%	20.89%
毛利合计	1544.04	1908.94	1958.28	2098.08	2481.02	2852.34	3513.30
综合毛利率	20.72%	20.78%	18.74%	19.10%	19.43%	19.65%	20.02%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9678.34	10616.72	12837.78	15103.50	经营活动现金流	2064.39	1118.34	1499.80	2180.12
现金	5905.62	6712.25	7870.89	9465.19	净利润	806.76	1063.07	1382.96	1710.93
应收账款	998.92	824.92	1204.95	1215.08	折旧摊销	188.20	222.83	252.48	304.49
其它应收款	139.60	248.53	309.05	342.02	财务费用	-86.39	-100.45	-125.24	-158.53
预付账款	332.21	284.69	435.30	448.57	投资损失	-251.51	-346.00	-401.00	-464.00
存货	2105.10	2378.61	2752.23	3392.92	营运资金变动	1409.83	279.53	393.98	784.76
其他	196.88	167.71	265.36	239.72	其它	-2.50	-0.65	-3.38	2.47
非流动资产	3433.29	3839.75	4287.51	4976.71	投资活动现金流	-435.89	-301.75	-295.49	-526.04
长期投资	1131.49	1472.49	1868.49	2327.49	资本支出	320.73	106.57	45.87	221.31
固定资产	1508.84	1675.03	1689.95	1845.48	长期投资	-20.99	-341.00	-396.00	-459.00
无形资产	354.63	390.61	423.41	493.78	其他	-136.15	-536.18	-645.62	-763.73
其他	438.33	301.62	305.66	309.95	筹资活动现金流	258.24	-9.96	-45.66	-59.78
资产总计	13111.63	14456.47	17125.29	20080.21	短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	6124.34	6584.12	8040.59	9497.15	长期借款	154.97	-53.07	-53.33	-52.82
短期借款	440.50	440.50	440.50	440.50	其他	13.27	43.11	7.67	-6.96
应付账款	1425.62	1839.73	2047.35	2876.12	现金净增加额	1886.74	806.63	1158.64	1594.30
其他	4258.22	4303.89	5552.74	6180.53					
非流动负债	219.26	143.53	92.34	44.76	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	160.05	106.98	53.65	0.84	成长能力				
其他	59.21	36.55	38.69	43.93	营业收入	5.16%	16.21%	13.68%	20.89%
负债合计	6343.60	6727.65	8132.94	9541.91	营业利润	-21.12%	35.26%	28.68%	27.93%
少数股东权益	1817.97	2190.04	2674.08	3272.90	归属母公司净利润	-27.97%	48.37%	30.09%	23.72%
归属母公司股东权益	4950.06	5538.78	6318.27	7265.39	获利能力				
负债和股东权益	13111.63	14456.47	17125.29	20080.21	毛利率	19.10%	19.43%	19.65%	20.02%
					净利率	7.34%	8.33%	9.53%	9.75%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	11.92%	13.75%	15.38%	16.24%
营业收入	10986.24	12766.87	14513.58	17545.20	ROIC	14.70%	17.44%	20.16%	21.98%
营业成本	8888.16	10285.85	11661.25	14031.90	偿债能力				
营业税金及附加	36.43	47.24	47.89	52.64	资产负债率	48.38%	46.54%	47.49%	47.52%
营业费用	520.56	625.58	638.60	754.44	净负债比率	9.55%	8.93%	6.73%	5.19%
管理费用	899.71	1021.35	1129.16	1333.44	流动比率	1.58	1.61	1.60	1.59
财务费用	-86.39	-100.45	-125.24	-158.53	速动比率	1.24	1.25	1.25	1.23
资产减值损失	114.69	63.83	58.05	70.18	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.93	0.93	0.92	0.94
投资净收益	251.51	346.00	401.00	464.00	应收帐款周转率	12.29	14.00	14.30	14.50
营业利润	864.58	1169.47	1504.87	1925.13	应付帐款周转率	6.60	6.30	6.00	5.70
营业外收入	86.85	80.00	120.00	80.00	每股指标(元)				
营业外支出	8.93	15.35	17.12	13.80	每股收益	0.46	0.68	0.88	1.09
利润总额	942.50	1234.12	1607.75	1991.33	每股经营现金	2.02	1.09	1.47	2.13
所得税	135.74	171.05	224.79	280.41	每股净资产	4.84	5.42	6.18	7.10
净利润	806.76	1063.07	1382.96	1710.93	估值比率				
少数股东损益	341.02	372.08	484.03	598.82	P/E	0.00	17.61	13.54	10.94
归属母公司净利润	465.74	691.00	898.92	1112.10	P/B	0.00	2.20	1.93	1.68
EBITDA	1144.39	1467.65	1864.27	2291.81	EV/EBITDA	-3.03	5.63	4.04	2.83
EPS (元)	0.46	0.68	0.88	1.09					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

研究源于数据

研究创造价值

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com