

房地产后周期崛起, 公司三线发展格局已然形成

民生精品---深度研究报告/机械行业

2011 年 07 月 25 日

报告摘要:

● 投资要点: 电梯业绩超预期增长+业务整合提速, 两年业绩复合增长36.4%

经济下滑背景下, 上海三菱今明两年复合增长 30%, 超出不足 20% 的市场预期; 加之印包机械业务扭亏, 投资收益稳定增长, 我们预计公司稳健财务制度下, 2010-2012 年 EPS 分别为 0.65、0.93 和 1.21 元, 对应复合增长 36.4%。公司发展路线已然清晰, 将通过一系列资产注入、资产剥离和新业务投资, 形成主营、新兴和补充三线发展格局。上海市国资委大力推动整体上市和股权激励下, 预计公司业务整合进程将会提速。经综合评估, 我们给予公司“强烈推荐”投资评级, 目标价 20 元。

● 奥的斯事件最大受益者, 上海三菱未来两年复合增长30%

与前周期工程机械和中周期水泥的市场反应相比, 位于房地产后周期的电梯行业并未引起足够重视。我们预计电梯行业今明两年分别增长 30% 和 25%, 公司与奥的斯互为最大竞争对手, 将在市场份额提升、电梯维保行业整顿、低价中标改变等方面成为奥的斯事件最大受益者, 预计公司电梯业务未来两年复合增长 30%。上海三菱处于行业优势地位, 能够有效转化成本上升而保持毛利稳定, 业绩仍有望超预期。

● 三线发展格局已然形成, 上海市国资委将推动公司业务整合提速

上海市国资委近期加大力度推动整体上市, 并推动整体上市企业实施股权激励, 公司业务整合有望提速。公司发展路径已经清晰, 将通过一系列资产剥离、注入和业务投资, 形成电梯、印包机械、液压元器件三大主营业务, 培养 1-2 个符合产业发展方向的新兴业务, 并以冷冻空调、汽车零部件、电动机和发电机等投资收益为重要补充, 确保公司长远发展。

● 公司为印包机械龙头, 国际化视野将引领16亿美元进口替代

我国每年进口印刷设备 16 亿美元, 年销售额近 6 亿美元的高斯国际是国际大型印机企业中唯一中资控制企业, 其国内销售比例将逐年提升, 注入上市公司后将大幅提升业绩; 公司是国内印包机械龙头企业, 将充分受益包装印刷、环保印刷、数字印刷的结构调整。此外, 公司将通过合资、自主两条路线大力发展液压元器件业务, 在近 30 亿美元的液压件进口替代中发挥重要作用; 公司冷冻空调、电机、发电机等投资收益也大幅提升了公司业绩弹性, 具有较好的发展前景。

● 股价催化剂

电梯行业整顿; 资产注入; 资产剥离; 新业务投资。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	13,260	16,377	19,106	23,793
增长率 (%)	20.70%	23.51%	16.67%	24.53%
归属母公司股东净利润 (百万元)	666	953	1,234	1,473
增长率 (%)	42.94%	43.09%	29.52%	19.39%
每股收益 (元)	0.65	0.93	1.21	1.49
毛利率 (%)	19.3%	19.9%	19.9%	20.1%
净资产收益率 ROE (%)	15.3%	18.6%	19.8%	19.4%
每股净资产 (元)	7.23	8.71	10.62	12.91
PE	20.91	14.59	11.26	9.44
PB	/	1.56	1.28	1.05
EV/EBITDA	/	12.30	9.03	6.60

资料来源: 民生证券研究所

强烈推荐

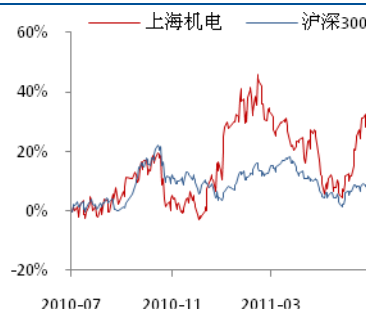
维持

合理估值: 18.6—23 元

交易数据 (2011-07-25)

收盘价 (元)	13.36
近 12 个月最高/最低	15.85/10.43
总股本 (百万股)	1022.74
流通 A 股 (百万股)	806.50
流通 B 股 (百万股)	216.24
流通股比例 %	100
流通 A 股市值 (亿元)	107.75
上海电气持有 A 股市值	64.60

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 张琢

执业证号: S0100210110002

邮箱: zhangzhuo@mszq.com

联系人: 刘利 (行业专家)

电话: (8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

相关研究

1. 《上海机电深度报告—价值洼地急需修复, 业务拓展促股价腾飞》2011.05.11
2. 《机械行业中期策略报告—2011-2020: 机械替代人工的黄金十年》2011.06.24
3. 《上海机电 (600835) 简评报告—“加法”第一步, 液压领域有所作为》2011.06.25

目录

一、实际业绩高增长与重组预期下，公司股价被低估.....	3
（一）房地产后周期题材，电梯行业快速增长形成有力支持	3
（二）排除市场担忧：“十二五”期间仍将是电梯发展黄金期.....	3
（三）奥的斯事件将对公司电梯业务及自维保比例提升构成利好	3
（四）公司其他业务亮点众多，业绩弹性较大.....	3
（五）上海市国资委推动下，公司将加速业务整合进程	4
二、奥的斯事件最大受益者，公司电梯业务未来两年复合增长 30%.....	4
（一）房地产后周期行业尚未引起足够重视，电梯行业未来两年增长较为确定.....	4
（二）“十二五”仍将为电梯行业发展的黄金期.....	6
（三）奥的斯事件最大受益者，上海三菱未来两年复合增速达 30%.....	7
（四）电梯行业成本推动价格上升，业绩仍有望超预期	9
三、公司发展路线日渐清晰，上海国资委将推动公司重组及业务整合提速.....	9
（一）公司发展路线日渐清晰，主营、新兴、补充三线发展	9
（二）上海市国资委推动公司业务整合提速.....	10
（三）公司为印包机械龙头，国际化视野引领 16 亿美元进口替代	11
（四）公司在液压元器件进口替代中将有所作为.....	12
（五）资金及背景优势，新兴业务值得期待.....	13
（六）投资收益亮点众多，增强业绩弹性.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	13
（一）公司稳健的财务制度下，未来两年 EPS 复合增长 36.4%.....	13
（二）公司低估明显，实际业绩超出财务报表.....	14
五、风险提示	15
插图目录	16
表格目录	16

一、实际业绩高增长与重组预期下，公司股价被低估

(一) 房地产后周期题材，电梯行业快速增长形成有力支持

2010 年房地产新开工同比增速达 40%，前周期的工程机械和中周期的水泥行业实现了较快增长，其股价表现也大幅领先沪深 300 指数，前周期工程机械企业股价 2010 年平均增长 55.51%，中周期水泥企业股价 2011 年以来平均增长 50.16%，但后周期的电梯行业的龙头企业“上海机电”尚未引起市场足够重视，2010 年以来只增长 5.32%。

2010 年房地产新开工同比增长 40%，2011 年预计同比增长 25% 以上。根据对主流电梯生产企业调研，预计 2011 年电梯行业同比增长超过 30%，根据以往电梯与房地产新开工相比的缓冲作用，预计 2012 年电梯行业增长有望达 25%-30%。

在行业快速增长的背景下，电梯行业中的优势企业掌握着定价权，可采取不同的提价方式有效转化成本压力，保持毛利的稳定。

(二) 排除市场担忧：“十二五”期间仍将是电梯发展黄金期

市场担忧：2011 年电梯行业增速预计达 30% 以上，2012 年能否延续这一高增长态势。

我们的观点：

1、房地产新开工面积为电梯行业的先行性指标，平均领先电梯销售 1 年左右，在保障房投资落地概率较大的前提下，预计今年房地产新开工同比增长 25% 以上，加之 2010 年的缓冲作用，预计 2012 年电梯行业增长 25% 左右；

2、“十二五”期间仍将是电梯行业发展的黄金时期，理由如下：

(1) 在汽车行业不景气、消费没有显著提升的背景下，“十二五”期间城市化进程和房地产投资仍将是拉动经济增长的主要方式；

(2) 土地日益稀缺和经济发展背景下，电梯渗透率逐年提高，每万平方米安装电梯数量由 2000 年 1.7 提高至 2010 年的 2.07；

(3) 2000 年之前安装的电梯逐渐进入更新改造，改造需求以每年 25% 左右速度增长；

(4) 2011 年电梯维保市场规模预计为 280 亿元，未来复合增长达 20%，我们预计电梯维保市场的混乱局面将得到整治，电梯生产企业维护保养比例将逐渐提高；

(5) 2010 年电梯出口走出金融危机阴影，我们预计电梯出口未来 5 年 CGAR 有望达 25%。

(三) 奥的斯事件将对公司电梯业务及自维保比例提升构成利好

从 2010 年底，奥的斯电梯已经发生了深圳地铁自动扶梯、北京地铁 4 号线自动扶梯、上海徐汇商务楼直梯、南京地铁二号线直梯、延安商务楼直梯等多次安全事故，共计造成 2 人死亡，50 余人受伤。

电梯事故的原因尚无定论，但无外乎生产质量和维护保养问题，我们认为该次事件将从三方面利好上海三菱：(1) 最大竞争对手处于安全隐患漩涡，上海三菱的后续订单及市场占有率将实质性提高；(2) 电梯维保市场的混乱局面将得到综合治理，公司维保业务将得到更快发展；(3) 以轨道交通为代表的部分领域在电梯采购时采取“低价中标”，安全事故将改变这一局面，有利于以中高端品牌为主的上海三菱。

(四) 公司其他业务亮点众多，业绩弹性较大

公司其他业务亮点仍旧突出，业绩弹性较大：

(1) 公司印包机械板块整合完毕，基本甩掉商誉减值、整合费用等包袱，2011 年将轻装上阵，在去年基本处于盈亏平衡点（不考虑商誉减值损失）的前提下，印包机械业务将走出金融危机的阴影，在今年实现扭亏为盈；

(2) 公司桩工机械仍旧会合并报表, 该项业务将受益产能释放, 预计今年增长 40%左右;

(3) 工程机械在一季度的井喷之后, 增速有所回落, 但公司的液压件增速仍旧将达 30%以上;

(4) 公司冷冻空调业务受益铁路、轨道交通、商业地产投资力度的加大, 该板块业务将得到持续发展, 预计今年增长 15%左右。

(五) 上海市国资委推动下, 公司将加速业务整合进程

各种迹象表明, 公司发展路径已经清晰, 将通过一系列资产剥离、注入和业务投资, 形成电梯、印包机械、液压元器件三大主营业务, 培养 1-2 个复合产业发展方向的新兴业务, 并以冷冻空调、汽车零部件等投资收益为重要补充。今后一段时间的业务整合包括下述三个方面:

(1)

资 产 注

入: 涉及同业竞争的美国高斯国际, 将在合适时机注入上市公司。

上海电气集团于 2010 年收购以卷筒胶印机著称的美国高斯国际, 据悉收购价为 9000 万美元, 远低于媒体曝光的 15 亿美元。收购之后, 集团对其进行了一系列整合, 关停部分盈利能力较差的分公司, 只保留美国、法国、英国和荷兰四个基地。经过整合, 公司 2010 年营业收入预计 6 亿美元左右, 并已走出经济危机低谷, 当年度实现盈利。

(2)

资 产 剥

离: 针对盈利能力差、不符合发展规划的资产。

盈利能力较差的焊接器材和人造板业务即将剥离, 未来发展受限的金泰工程机械 51% 股权将出售给柳工。这些工作预计在今年下半年至明年初完成。

(3)

新 业 务 投

入: 培养新兴产业, 为长远发展打下基础。

在手资金超过 70 亿, 占总资产比例近 50%; 上海电气集团合作伙伴众多, 具有资源优势。公司将利用该部分资金巩固优势产业, 并投资新兴产业, 结合智能装备制造、液压元器件的进口替代、公司现有业务的协同产业等, 想象空间较大。

市场担忧公司业务整合进程缓慢, 我们预计上海市国资委将推动进程提速。上海市国资委近期加快推进国资证券化和整体上市公司的股权激励机制, 明确提出 2011 年要将资产证券化率由 30.5% 提高至 35%, 十二五期间提高至 40%。在完成整体上市的基础上, 上海市国资委将鼓励并支持企业将考核与激励同公司的业绩更紧密地挂钩, 建立健全更为市场化的激励机制, 实现建立符合《公司法》和上市公司治理标准的股东导向机制、规范运作机制和激励约束机制等目标。据悉上海市《上市公司股权激励后续管理的工作指引(草案)》已经形成。

二、奥的斯事件最大受益者, 公司电梯业务未来两年复合增长 30%

(一) 房地产后周期行业尚未引起足够重视, 电梯行业未来两年增长较为确定

1、在房地产周期中, 位于前周期的工程机械和中周期的水泥行业前期增幅较大, 而位于后周期的电梯行业尚未引起足够的重视

从房地产投资周期来看, 工程机械需要在房地产开工之前购置, 属前周期(混凝土机械、挖掘机、推土机与房地产投资相关度较高); 整个施工期间均需要水泥, 属中周期; 而电梯属后周期行业。

从主要上市公司股价表现来看, 位于房地产开发前周期的工程机械行业 2010 年和 2011

年一季度股价表现优异，所选混凝土机械、挖掘机和推土机相关四家公司 2010 年平均涨幅为 55.51%。而位于房地产开发中周期的水泥行业则尤其在 2011 年表现优异，2011 年累计增幅达 50.16%。而位于房地产开发后周期的电梯行业则表现一般，电梯行业龙头企业上海机电 2010 年至今只增长 5.32%。

表 1: 房地产各周期行业业绩及股价表现，上海机电明显落后

板块	公司	股价 2009-12-31, 前复权	2010-12-31 涨幅	2011-7-25 涨幅
1	三一重工	7.70	86.75%	139.24%
2	中联重科	7.72	38.68%	59.80%
3	山推股份	12.41	44.87%	47.74%
4	常林股份	6.58	51.74%	68.19%
工程机械平均			55.51%	78.74%
1	海螺水泥	16.32	20.28%	71.48%
2	江西水泥	7.42	65.95%	156.51%
3	福建水泥	7.89	0.51%	68.31%
4	华新水泥	11.69	28.18%	143.79%
5	冀东水泥	19.30	22.44%	28.86%
6	同力水泥	14.15	-17.67%	16.04%
水平平均			19.95%	80.83%
上海机电		13.31	-21.78%	5.32%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

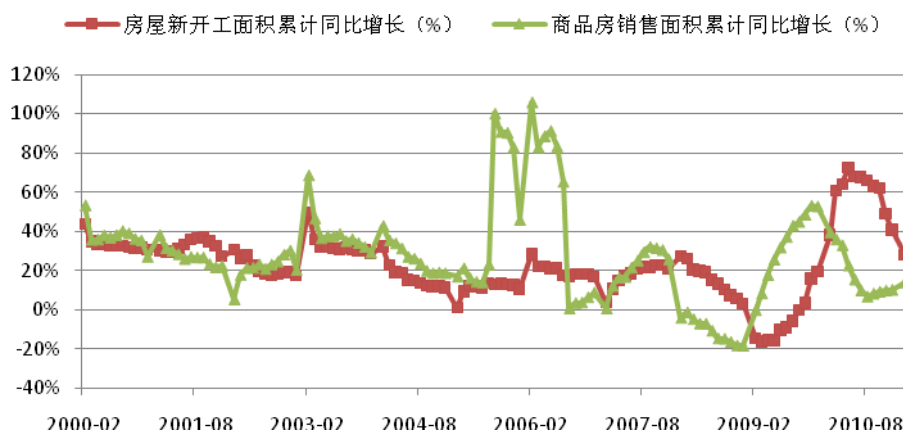
2、2011 年电梯行业预计增长 30%左右，超出市场和我们预期

电梯行业协会预计今年上半年电梯行业增速达 40%，从我们对主要电梯生产企业调研情况看，各电梯生产企业在手订单增速较快，且三季度仍为订单旺季，全年行业增速预计在 30%左右，超出市场和我们电梯行业增速不足 20%的预测。

3、我们调高明年电梯行业增速至 25%

市场忧虑 2012 年电梯行业是否能够延续较快增速，我们根据认为 2012 年电梯行业增速在 25%左右。市场担忧主要依据：房地产新开工落后房地产销售约 6 个月，领先电梯销售约 0.5-2 年（平均 1 年），房地产销售增速从 2010 年下半年以来保持 10%左右低速增长，对未来房地产新开工增速形成压力。我们的依据：(1) 在政府融资保证及政治督导之下，今年 1000 万套保障房投资（总计约 8 亿平方米，相当于 2010 年房地产新开工的 50%）落地的概率较大，我们因此预计 2011 年房地产新开工增速将高于我们根据房地产销售指标所做的预测，保持目前 25%的增速；(2) 2011 年电梯行业 30%增速平滑地反映了 2010 年 40%房地产新开工增速，我们预计 2012 年电梯行业增速将不低于房地产新开工增速，达到 25%左右。

图 1: 2010 年下半年以来，房地产销售增速 10%左右，而受保障房投资拉动，新开工增速仍保持高速增长



资料来源: wind 资讯, 民生证券研究所

(二) “十二五” 仍将为电梯行业发展的黄金期

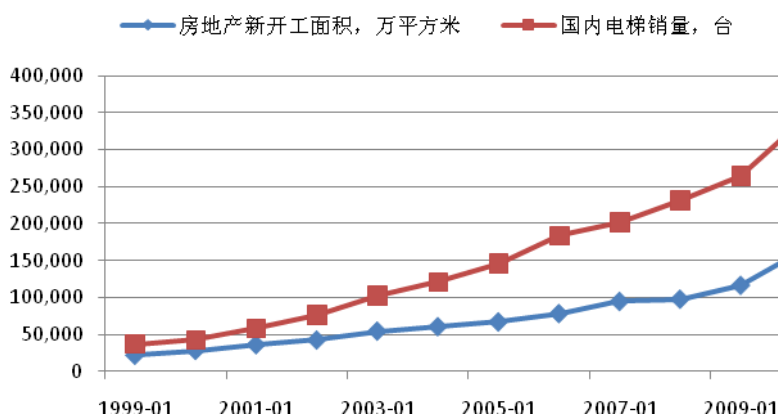
1、房地产投资仍将是拉动经济增长的主要方式, 保障房缓冲房地产调控

“十二五”为经济结构转型初期, 房地产投资仍将是拉动经济增长的主要方式。十二五期间城镇化率将由 47.5% 提高到 51.5%, 房地产投资格局将由一线城市向二三线城市、由东部向中西部转移。在销量达到 1800 万辆里程碑之后, 汽车行业进入低速增长期, 房地产投资理所当然成为拉动经济增长的主要方式。房地产调控是价格调控, 对房地产投资的负面影响将由保障房投资弥补。

2、土地日益稀缺和经济发展背景下, 电梯渗透率逐年提高

电梯渗透率逐年提高, 每万平方米安装电梯数由 2000 年 1.7 提高至 2010 年得 2.07 (以当年度电梯国内销量 除 上一年度房地产新开工面积)。主要原因如下: (1) 土地稀缺性日益显著, “地王” 不断涌现, 导致高层建筑占比逐年提升; (2) 商业地产、办公楼等低层建筑安装电梯比例提高; (3) 铁路、轨道交通、机场、公共交通投资加大。

图 2: 土地稀缺性及经济发展导致电梯渗透率逐年提高



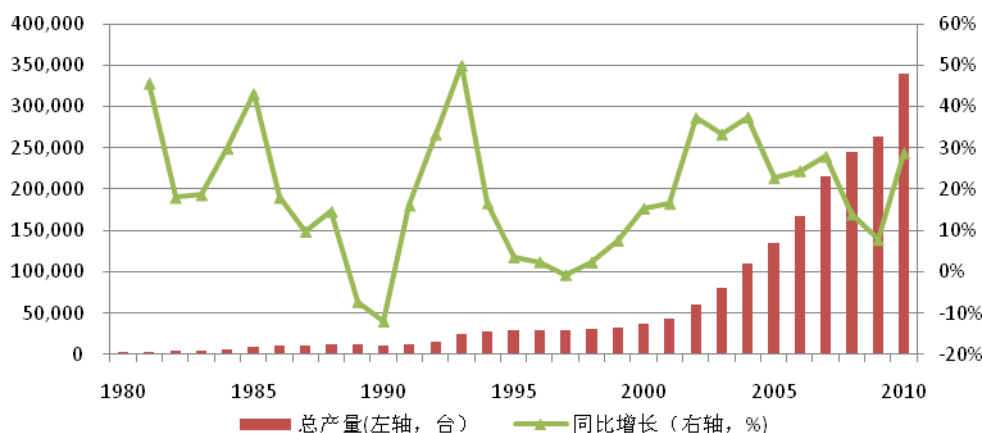
资料来源: wind 资讯, 民生证券研究所

3、2000 年之后安装电梯逐渐进入更新改造, 年增速 25% 左右

电梯使用年限为 10~15 年, 2000 年之前安装的电梯将陆续进入更换, 这部分需求将以年

均 25% 速度增长。

图 3：2000 年之前销售的电梯陆续进入更换状态，年均增速 25% 左右



资料来源：wind 资讯，民生证券研究所

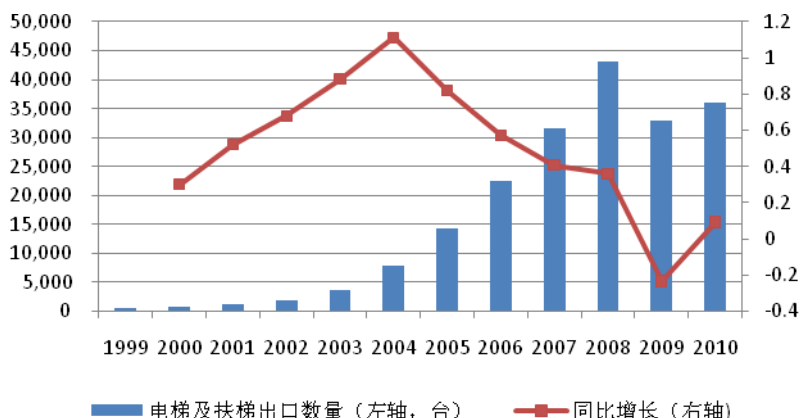
4、电梯制造企业下一个争夺的市场：280 亿元规模的电梯维保业务

我们预计 2011 年电梯安装及维保市场规模达 280 亿元，且以年均 20% 速度增长，但电梯制造企业涉猎较少。电梯安装费用约 2.5 万台/台，维保费用约 1 万元/台,年。预计 2011 年电梯安装 35 万台，全国电梯保有量约为 200 万台，因此预计 2011 年安装与维保业务的市场规模达 280 亿元，以电梯行业增速 20% 计，电梯安装及维保业务规模增速约为 20%。但是，电梯维保市场被众多中小企业所瓜分，电梯制造企业维保收入占比较低（上海三菱 2010 年安装、维保收入占比仅为 16%）。

5、电梯出口走出金融危机阴影，出口出现复苏迹象，预计今后复合增长 25%

受全球金融危机影响，2009 年电梯出口数量急剧下滑，2010 年出口同比增加 10%，占国内电梯产量的 10%。我们预计随着全球经济的复苏，电梯及扶梯出口将保持 25% 左右的复合增长速度。

图 4：1999 年以来电梯及扶梯出口情况，2010 年出口出现复苏迹象，同比增加 10%



资料来源：wind 资讯，民生证券研究所

（三）奥的斯事件最大受益者，上海三菱未来两年复合增速达 30%

首先，我们为奥的斯事件死难者表示沉痛哀悼！！

近期，电梯事故频发，电梯安全进入公众视野，奥的斯电梯事故已造成 2 人死亡，50 余人受伤，成为当仁不让的主角。

表 2：近期电梯事故频发，奥的斯成为当仁不让的主角

序号	时间	事故地点	电梯厂家及类型	人员伤亡
1	2010-12-14	深圳地铁扶梯	奥的斯，扶梯	24 人受伤
2	2011-7-5	北京地铁 4 号线	奥的斯，扶梯	1 人死亡，2 人重伤，26 人轻伤
3	2011-7-7	上海徐汇区某商务楼	奥的斯，直梯	无
4	2011-7-7	南京地铁二号线	奥的斯，直梯	无
5	2011-7-11	上海地铁 3 号线	奥的斯，扶梯	无
6	2011-7-13	延安市国盛宾馆	奥的斯，直梯	1 人死亡
7	2011-7-13	深圳地铁四号线清湖站	CNIM，扶梯	4 人受伤

资料来源：民生证券研究所

电梯质量问题和维护保养不足是造成本次事故的根本原因，不管最终结论归属制造方、维保方还是运营方，上海三菱均将成为本次事件的最大受益者。

1、上海三菱与奥的斯互为最大竞争对手，公司市场份额将得到提升

奥的斯和上海三菱在国内市场占有率位于前两位，上海三菱和天津奥的斯也是国内经营最成功的中高端品牌。奥的斯是全球最大的电梯生产商，国内市场占有率第一，其次是上海三菱和日立，三家公司 2010 年产量预计为 6 万台、4 万台和 3.4 万台，总市场占有率约为 40%。

与上海三菱单一厂区、单一中高端品牌发展的稳健路线不同，奥的斯在中国采取了多品牌快速发展战略，在天津、北京、上海、广州、杭州、西安、苏州、大连及成都设有九家合资企业，经营管理着奥的斯(OTIS)、西子(XIZI)、星玛(SIGMA)和江南快速(Jiangnan Express)四大电梯品牌。其 OTIS 品牌是可与上海三菱竞争的高端品牌，其余三个则为中低端品牌。我们认为这一相对粗放的发展战略，埋下了今日的安全隐患。

不论结论如何，奥的斯都需要时间来消化安全事故的负面影响，作为最大的竞争对手，上海三菱的市场份额将得到显著提升。

表 3：奥的斯在中国同时经营 OTIS、XIZI、SIGMA、Express 四大品牌

序号	电梯厂家	奥的斯持股比例	成立日期	品牌档次
1	天津奥的斯		1984-7-16	高端品牌
2	杭州西子奥的斯	80%	1997-3-12	中低端品牌
3	苏州江南快速	90%	无	低端品牌
4	大连星玛电梯 ¹	100%	1995-11	低端品牌

¹ 为韩国 otis 的全资子公司，韩国 otis 为联合技术的全资子公司；其余三家则隶属于中国 otis

资料来源：民生证券研究所

2、整顿国内混乱的维保市场，公司维保业务收入增长将加速

电梯的日常维护和保养非常重要，根据中国 2009 年 5 月实施的《特种设备安全监察条例》，电梯应当至少每 15 日进行一次清洁、润滑、调整和检查；电梯的安装、改造、维修，必须由电梯制造单位或者其通过合同委托、同意的依照本条例取得许可的单位进行。电梯制造单位对电梯质量以及安全运行涉及的质量问题负责。各个地方也有明确的维护保养规定和收费标准。

表 4：北京市电梯日常维护保养市场收费指导标准（征求意见稿，≤8 层，每增加一层加收 600 元/年）

序号	电梯日常维护保养周期	每年电梯日常维护保养次数	日常维护保养收费标准		日常维护保养项目
			进口	国产（包括合资）	电梯（每次/项）

			清包	半包	全包	清包	半包	全包	
1	半月（每月1~15日内）	12	1080	1200	1800	900	1020	1560	26
2	月份（每月底）	8	2000	2400	3600	1600	2000	3040	41
3	季度	2	700	800	1200	600	700	1000	52
4	半年	1	450	500	750	380	420	620	66
5	年度	1	450	500	750	380	420	620	74
合计（元/台/年）			4680	5400	8100	3860	4560	6840	

资料来源：网站公开资料，民生证券研究所

电梯属安全装备，由电梯制造企业负责安装和维护保养，对安全保障和事故认定无疑是有利的，欧、美、日等发达国家电梯维保业务是电梯制造企业的主要收入来源。奥的斯在全球维保 170 万台电梯（包括自己和其他品牌），2006 年维保业务占其 103 亿美元销售收入达 60%。通力电梯在全球也拥有 80 万台左右的电梯维保量。

我们预计 2011 年电梯安装及维保市场规模达 280 亿元，但被众多中小企业所瓜分，价格恶性竞争和质量问题突出，电梯制造企业进军维保业务受限。电梯维保市场被众多中小企业所瓜分，这些企业恶性竞争，市场极不规范，以降低服务质量和检修次数进行价格战（有些企业收费是正常收费标准的 1/3），造成现如今电梯维保市场的混乱局面，也对电梯制造企业进军维保业务形成障碍。

上海三菱在国内累计销售电梯及自动扶梯近 30 万台，已具备参与安装和维保的规模效益，公司已在全国建立了 50 余家直属分公司，基本完成营销及售后服务网络的全国布局。但在维保市场恶性竞争的混乱局面下，费用相对较高的自维保业务难有大的突破。公司仅参与维保 8 万台电梯（约占总销量的 30%），2010 年安装和维保收入只占比 16%。

经过奥的斯电梯事故，公众和采购部门对电梯安全将更加重视，维保市场将得到一定程度整治，有利于公司电梯维保业务收入的快速提高。

3、部分领域低价中标将改变，公司中高端品牌将受益

轨道交通等部分领域电梯招标单方面采用低价中标，而忽视电梯质量和安全，此次安全事故将促使采购招标更加合理化。上海三菱注重产品质量和品牌，去年底投产了 5000 台扶梯项目，在后续招标中将取得更加优势的地位。

4、我们预测公司今明两年复合增速 30%

我们预计电梯行业今明两年增速分别为 30%和 25%，综合考虑公司稳健的经营风格和奥的斯事件对公司市场份额的积极影响，我们预计公司未来两年电梯产量增速达 30%。

（四）电梯行业成本推动价格上升，业绩仍有望超预期

受人力、曳引机及其他原材料成本上升推动，电梯行业优势企业先后通过不同方式提价，不同企业提价幅度及方式稍有不同。预计上海三菱在成本上升的背景下，毛利将不低于去年 20%水平，业绩增长仍有望超预期。

三、公司发展路线日渐清晰，上海国资委将推动公司重组及业务整合提速

（一）公司发展路线日渐清晰，主营、新兴、补充三线发展

各种迹象表明，公司发展路线已经清晰，将通过一系列资产剥离、注入和业务投资，形成电梯、印包机械、液压元器件三大主营业务，培养 1-2 个符合产业发展方向的新兴业务，并以冷冻空调、汽车零部件、电动机和发电机等投资收益为重要补充。

表 5：公司发展路线日渐清晰，将形成主营、新兴和补充三线共同发展的格局

类别	行业	营业收入（亿元）	营业利润率（%）	参股公司盈利（百万元）	备注
主营	电梯及自动扶梯	102.21	20.3	13.6	在现有基础上逐渐扩大规模
主营	印刷包装机械	8.75	22.59	18.78	注入美国高斯国际
主营	液压气动产品	5.48	5.59	127.38	以参股公司培育本部业务，后续动作仍值得期待
	人造纤维板	6.09	8.93		全部剥离该资产
	焊接器材	4.59	8.31		全部剥离该资产，实现 1 亿元以上土地增值收入
投资	工程机械	5.06	30.5		51%股权出售给柳工
投资	冷冻空调			134.95	
投资	汽车零部件			28.92	
投资	电动机及发电机			42.68	
新兴	???				预计 1-2 个

资料来源：公司公告，民生证券研究所

今后一段时间的业务整合包括下述三个方面：

(1)

资 产 注

入：涉及同业竞争的美国高斯国际，将在合适时机注入上市公司。

上海电气集团于 2010 年收购以卷筒胶印机著称的美国高斯国际，据悉收购价为 9000 万美元左右，远低于媒体曝光的 15 亿美元。收购之后，集团对美国高斯进行了一系列整合，关停部分盈利能力较差的分公司，只保留美国、法国、英国和荷兰四个基地。经过整合后，公司营业收入预计 6 亿美元左右，从 2010 年开始走出经济危机低谷开始盈利。

(2)

资 产 剥

离：针对盈利能力差、不符合发展规划的资产。

盈利能力较差的焊接器材和人造板业务即将剥离，未来发展受限的金泰工程机械 51% 股权将出售给柳工。这些工作预计在今年下半年至明年初完成。

(3)

新 业 务 投

入：培养新兴产业，为长远发展打下基础。

在手资金超过 70 亿，占总资产比例近 50%。公司将利用该部分资金巩固优势产业，并投资新兴产业，结合智能装备制造、液压元器件的进口替代、公司现有业务的协同产业等，想象空间较大。

（二）上海市国资委推动公司业务整合提速

近日，上海市国资委推动集团整体上市和股权激励力度有所加大，在完成集团整体上市或核心资产上市基础上，大力推进股权激励。按照上海市国资改革的目标，“十二五”期间要实现 90% 以上的产业集团整体上市或核心资产上市。明确提出 2011 年要将资产证券化率由 30.5% 提高至 35%，十二五期间提高至 40%。在完成整体上市的基础上，上海市国资委将鼓励并支持企业将考核与激励同公司的业绩更紧密地挂钩，建立健全更为市场化的激励机制，实现建立符合《公司法》和上市公司治理标准的股东导向机制、规范运作机制和激励约束机制等目标。据悉上海市《上市公司股权激励后续管理的工作指引（草案）》已经形成。同时，为形成科技人才创新机制，《国有企业科技创新激励操作指南》也已编印。

在上海市所属国资企业中，上海家化已经推出股权激励，光明乳业的股权激励方案已经上报中国证监会，上海医药、上海汽车等 5 家企业的激励计划已上报上海国资委。

我们认为：推动国有企业实施有效的股权激励，是国有企业改革的又一次伟大尝试。循序渐进地推动国资属性企业完成现代企业制度转变，将成为企业内生性增长的重要驱动因素，同时给投资者带来超额回报。

同时,上市国资企业股权激励的不断推出,将有效刺激公司业务整合提速。根据上海市国资委的要求,公司在股权激励之前,需完成资产注入、资产剥离和新业务投资,如果其他企业推出有效的股权激励措施,将使管理层具有充足的动力推进业务整合。

(三) 公司为印包机械龙头,国际化视野引领 16 亿美元进口替代

1、我国年进口高端印刷设备 16 亿美元,美国高斯国际是进口主要来源

《中国印刷装备制造业“十二五”发展规划》中明确指出,我国印刷装备制造业存在的主要问题是产品结构仍不尽合理,高、精、尖印刷技术自主创新能力不强,部分高档印刷机技术水平低,与国际同类产品相比,存在较大差距,以高档胶印机(包括单张纸胶印机、卷筒纸胶印机)为代表的部分印刷装备仍主要依靠进口;近年来我国每年印刷设备进口额在 16 亿美元左右,相当于国内印刷机械行业总产值的一半。例如:2007 年全国印刷厂共购入 1283 台高档胶印机,而当年进口 1135 台,占购入高档机总数的 88.5%。

上海电气集团于 2010 年斥资 9000 万美元全资收购美国高斯国际集团,并已初步完成业务整合。高斯国际是全球最大的印刷机械设备制造商之一,以卷筒胶印机(大型报纸卷筒胶印机在我国原属空白)著称,主要产品包括报纸印刷机、商务印刷机、书刊印刷机和包装印刷机。由于该企业是国际大型印刷机械集团中唯一中资企业,理所当然成为国内进口的主要来源之一。

经过业务整合,该公司已于 2010 年实现盈利,营业收入估计为 6 亿美元。

2、公司为印包机械龙头,是以包装印刷、数字印刷和环保印刷为代表的结构调整的最大受益者

随着经济结构调整的深入及消费升级,包装印刷设备的需求将快速增长。同时,《中国印刷装备制造业“十二五”发展规划》中明确指出,以数字印刷和环保印刷为代表的技术升级,将是印包机械结构调整的主要方向。

公司是国内印包机械的龙头企业,技术和规模优势突出。2002 年收购日本秋山国际后,已完成对公司技术软实力的吸收和消化。在完成高斯国际的资产注入后,公司技术实力将得到进一步增强。据悉,公司已将包装印刷、数字印刷和环保印刷作为未来的主攻方向。

3、印包业务整合完成,包袱尽甩,今年实现扭亏为盈

截止目前,公司已完成印包机械业务的股权收购及内部整合,通过统一采购、销售及整和人员,有效降低了公司运营成本。

公司于 2010 年确认收购上海光华产生的 6095.85 万元商誉减值损失,同时发生部分业务整合费用,扣除该部分后公司 2010 年印包机械业务处于盈亏平衡点。随着需求的回暖及技术水平的逐步提升,公司印包机械业务有望从今年开始实现盈利。

表 6: 上海电气集团印刷包装机械有限公司构成情况,其中上海光华收入最高

序号	相关企业	股权比例	主要产品
1	上海光华印刷机械有限公司	50%	胶印机系列产品
2	上海紫光机械有限公司	100%	印后装订和特种印刷两大类五大系列产品,国内领先
3	上海亚华印刷机械有限公司	60%	装装潢后道设备
4	上海申威达机械有限公司	100%	控切纸机系列产品,是当今世界五大切纸机制造商之一
5	三印	100%	引进的国际著名日本秋山单张纸双面双色、双面单色胶印机和国内领先的丝网印刷机两大系列。90%为加工酒标烟标(冰花、雪花)、陶瓷贴花、信用卡的包装印刷企业
6	高斯图文印刷系统(中国)有限公司	40%	生产和销售部分美国高斯产品
7	秋山国际	5%	

注:公司于 2011 年 3 月 23 日第六届董事会第十五次会议决议以人民币 14,551.31 万元的价格向上海电气国际经济贸易有限公司收购子公司光华印刷 50%股权,光华印刷将成为本集团之全资子公司。

资料来源：公司公告，民生证券研究所

（四）公司在液压元器件进口替代中将有所作为

1、2010 年液压件进口 28.58 亿元，进口替代空间巨大

据海关不完全统计，2010 年液压件进口 28.58 亿美元，其中三分之二进口液压件用于工程机械，工程机械行业利润 70% 被进口基础零部件所吞噬。随着我国工程机械、冶金设备、矿山机械、农林机械、压机等主机行业的高速发展，液压元件的市场规模正在逐渐扩大，但国内液压产品的可靠性、使用寿命等方面与国外先进产品差距较大，高端液压件仍是制约工程机械行业发展的关键瓶颈。目前，工程机械配套所需高压、大流量液压元件仍需大量依靠进口，挖掘机使用的液压元器件几乎全部使用外资品牌，限制了自主挖掘机品牌的发展。由于受到供货价格高、供货不及时等因素影响，我国挖掘机企业在激烈的市场竞争中，很难掌握竞争的主动权。

政府的各项规划和政策也逐渐向基础零部件倾斜，工信部 2010 年 10 月公布《机械基础零部件产业振兴实施方案》中，将高压柱塞泵/马达、高压液压阀、数字液压泵等 21 个液气密基础件作为重点发展方向。

2、进口替代首先发生在合资企业，然后是内资企业

基础件与集成技术不同，需要经年累月的技术和 Know-how 知识积累，无法一蹴而就，而且国内粗放型的管理体系对发展液压件不利。因此，我们判断中高端液压件的进口替代将首先发生的具有技术和管理优势的合资企业。随着国内企业对液压产品的日益重视，内资企业将在中低端产品开始替代进口，但受制于厂家对内资企业的不信任，替代进程会比较缓慢。

3、合资和内生共同发展，公司在液压元器件领域将有所作为

公司以工程机械液压件为主，合资是优先发展模式。公司目前与日本纳博特斯克、美国萨澳各有一家合资公司，是公司液压板块的主要收入来源。在此基础上，公司与纳博特斯克在江苏省常州市共同投资设立生产销售液压挖掘机用的静液压驱动装置、液压装置及减速装置等的中外合资公司。我们预测，公司在液压件合资公司领域仍可能有后续动作。

公司内生性技术进步也在稳步推进。液压泵是液压元件的核心，也是进口比例最高的产品。公司正以建立市级技术开发中心为契机，大力开发 A6V 等压力、转速达到世界先进水平的产品。2010 年，上海电气液压气动有限公司李斌主持完成的“高压轴向柱塞泵/马达国产化关键技术”获国家科学技术进步奖，该产品已实现销售，随着技术水平提升和经验积累，公司内生性技术进步也值得期待。

表 7：上海电气液压气动有限公司公司构成，利润主要来源于联营企业萨澳和纳博特斯克的投资收益

序号	公司	股权比例	产品	2010 年净利润，百万元
1	上海电气液压气动有限公司液压泵厂	100%	许可证生产德国力士乐等系列产品，并自行生产液压系统配件	
2	上海电气液压气动有限公司液压成套分公司	100%	设计、开发、制造各项液压控制系统、润滑系统和电液一体液压系统	
3	上海电气液压气动有限公司进出口分公司	100%	液压泵、马达、阀、气动元件及相关零配件等进出口	
4	上海萨澳液压传动有限公司	40%	摊铺机配套液压产品	206.42
5	上海纳博特斯克液压有限公司	30%	挖掘机配套液压产品	149.37
6	上海阿耐思特岩田涂装机械有限公司	50%	涂装机械	3.53
7	常州纳博特斯克	33%	液压挖掘机用的静液压驱动装置、液压装置及减速装置等	在筹

资料来源：公司公告，民生证券研究所

(五) 资金及背景优势，新兴业务值得期待

公司具有明显的资金优势和背景优势，可以充分结合经济结构调整、节能减排趋势等培养 1-2 个新兴产业。

1、资金优势：公司 2010 年货币资金 70.2 亿，占总资产的 46.22%

公司近年经营稳定，盈利状况良好，但并没有进行业务扩张和大比例分红，相反却逐步剥离了焊接器材、人造纤维板、工程机械等业务。从公司合并资产负债表来看：(1) 公司货币资金占比逐年提升，2010 年底货币资金为 70.2 亿，占总资产的 46.22%；(2) 公司 2010 年底资产负债率为 51.31%，但应付账款和预售楼项占比达 42.86%，短期借款和长期借款占比仅 1.85%，相应财务费用较低，2007~2010 年的财务费用分别为 -3669、-8103、-8639 和 -8760 万元。

2、背景优势：上海电气集团与诸多大型跨国公司互为合作伙伴

上海电气集团具有较强的资本运作能力，是国内装备制造业技术引进和并购的主要平台，上海机电及上海电气与西门子、ABB、阿尔斯通、三菱、日立、开利、施耐德、发那科等著名跨国公司共同组建了 120 多家合资企业，在国家鼓励产品的技术引进中具有先发优势，有着较多的业务拓展选择。

(六) 投资收益亮点众多，增强业绩弹性

公司与开利、法维莱、ABB 等多家企业成立合资公司，金泰工程机械 51% 股权出售给柳工后也将变成投资收益。这些公司大多掌握着核心技术，技术附加值高，客户群体优良，极大增强了公司的业绩弹性。

金泰工程机械今年解决产能瓶颈，预计 2011 年增速超过 40%。其冷冻空调板块将受益于铁路、轨道交通、商业地产投资的加大。上海日用-友捷汽车电气有限公司扩大了配套用户群体，且主要为上海大众等优质客户配套，预计 2011 年同比增长 25%，超越汽车整车行业增速。

表 8：公司主要合资公司及基本情况，投资收益是重要补充，增强公司业绩弹性

公司名称	所占股份	主要业务	2010 年营业收入，百万元	2010 年净利润，百万元
上海法维莱交通车辆设备有限公司	49%	轨道交通空调、车门	616.74	104.94
开利空调销售服务(上海)有限公司	30%	商用空调	2,306.83	12.66
上海一冷开利空调设备有限公司	30%	商用空调	2,734.63	265.77
上海 ABB 电机有限公司	25%	电动机	1,067.85	81.79
上海马拉松革新电气有限公司	45%	发电机	268.88	49.41
上海日用-友捷汽车电气有限公司	40%	汽车风扇总成	603.54	70.29
长春日用友捷汽车有限公司	20%	汽车风扇总成	174.69	4.05

资料来源：公司公告，民生证券研究所

四、盈利预测与投资建议

(一) 公司稳健的财务制度下，未来两年 EPS 复合增长 36.4%

不考虑公司资产注入和新业务拓展，业绩预测基于如下假设：

(1)

焊接器材

主营业务于 2011 年 12 月 30 日之前退出；

(2) 人造纤维

板业务在 2011 年底之前全部退出；

(3) 金泰工程

机械在 2011 年并入合并报表，之后则作为投资收益。

不考虑公司新业务拓展，在公司稳健的财务制度下，我们预测公司 2010~2013 年的 EPS 分别为 0.65 元、0.93 元、1.21 元和 1.49 元，以 2011 年 7 月 25 日收盘价计算对应市盈率分别为 20.55、14.37、11.04 和 8.97 倍。

表 9：上海机电主要业务盈利预测，印包、焊接器材、工程机械、液压气动产品将实现大幅增长

业务种类	2010A	2011E	同比增长(%)	2012E	同比增长(%)	2013E	同比增长(%)
电梯及自动扶梯	0.453	0.58	28.04%	0.75	29.31%	0.92	22.67%
印刷包装机械	-0.062	0.03		0.05	66.67%	0.07	40.00%
冷冻空调	0.132	0.15	13.64%	0.18	20.00%	0.22	22.22%
液压气动产品	0.099	0.13	31.31%	0.16	23.08%	0.2	25.00%
工程机械	0.037	0.047	27.03%	0.03	-36.17%	0.04	33.33%
焊接器材	-0.048	0.01					
人造纤维板	0.001	-0.02					
上海 ABB 电机	0.02	0.019	-5.00%	0.018	-5.26%	0.019	5.56%
马拉松革新电气	0.021	0.02	-4.76%	0.021	5.00%	0.022	4.76%
上海日用-友捷	0.027	0.034	25.93%	0.041	20.59%	0.05	21.95%
其他投资收益	-0.011	-0.02		0.01		0.01	
总部其他收益	-0.03	-0.05		-0.05		-0.06	
合计	0.65	0.93	43.08%	1.21	30.11%	1.491	23.22%

资料来源：民生证券研究所

(二) 公司低估明显，实际业绩超出财务报表

公司收入来源包括电梯、印刷包装机械和液压元器件，与相关可比公司对比可见，公司估值具有明显优势。同时，公司财务制度稳健，2010 年计提 6000 万商誉减值损失和 1.8 亿元资产减值准备。与可比公司相比，公司实际业绩超出财务报表。

表 10：相关上市公司对比情况（2011 年 7 月 25 日收盘价为计算依据），上海机电具有明显的估值优势

证券代码	证券简称	总股本, 百万股	主营业务	销售毛 利率, %	销售净 利率, %	净资产收 益率, %	PE			
							2010A	2011E	2012E	2013E
002367.SZ	康力电梯	240.3	电梯及零部件	26.83	11.00	10.04	32.61	24.20	18.08	
002527.SZ	新时达	200	电梯控制元件	41.77	16.41	5.74	54.68	36.42	25.70	
002435.SZ	长江润发	132	电梯导轨	12.28	4.97	7.18	42.21	31.02	28.38	
600894.SH	广钢股份	762	电梯					18.8		
300173.SZ	松德股份	67	印刷包装机械	35.70	15.67	6.78	29.67	24.29	16.92	
平均		262.85		27.65	10.63	9.76	39.79	26.95	22.27	
600835.SH	上海机电	1022.73		19.30	8.19	12.09	20.55	14.37	11.04	8.97

资料来源：Wind 资讯一致性预期，民生证券研究所

经济下滑背景下，上海三菱今明两年复合增长 30%，超出不足 20% 的市场预期；加之印包机械业务扭亏，投资收益稳定增长，我们预计公司稳健财务制度下，2010-2012 年 EPS 分别为 0.65、0.93 和 1.21 元，对应复合增长 36.4%；公司发展路线已然清晰，将通过一系列资产注入、资产剥离和新业务投资，形成主营、新兴和补充三线发展格局，上海市国资委大力推动整体上市和股权激励下，预计公司业务整合进程将会提速；公司实际业绩超出财务报表。我们给予公司“强烈推荐”投资评级，合理估值 18.6-23 元，目标价 20 元。

五、风险提示

下述三项风险将对公司业绩构成负面影响，建议投资者重点关注：

(1) 房地产投

资大幅下滑的风险

公司的电梯、液压气动等业务板块与房地产投资关系紧密，尽管 1000 万套保障房等政策起到一定支撑作用，但经济发展不确定性仍旧存在，房地产投资存在大幅下滑的风险；

(2) 资产剥离

延期风险

公司即将剥离的焊接器材业务处于亏损状态，如果不能在 2011 年 12 月底之前彻底剥离，将对公司 2011 年业绩造成负面影响。

(3) 新业务投

资失败风险

公司出售诸多资产后，积累的大量资金将用于培养新兴核心业务。尽管公司合作伙伴众多、技术储备充足，但新业务的种类、盈利能力、投资周期等仍存在较大不确定性。

插图目录

图 1: 2010 年下半年以来, 房地产销售增速 10%左右, 而受保障房投资拉动, 新开工增速仍保持高速增长	5
图 2: 土地稀缺性及经济发展导致电梯渗透率逐年提高	6
图 3: 2000 年之前销售的电梯陆续进入更换状态, 年均增速 25%左右	7
图 4: 1999 年以来电梯及扶梯出口情况, 2010 年出口出现复苏迹象, 同比增加 10%	7

表格目录

表 1: 房地产各周期行业业绩及股价表现, 上海机电明显落后	5
表 2: 近期电梯事故频发, 奥的斯成为当仁不让的主角	8
表 3: 奥的斯在中国同时经营 OTIS、XIZI、SIGMA、Express 四大品牌	8
表 4: 北京市电梯日常维护保养市场收费指导标准 (征求意见稿, ≤8 层, 每增加一层加收 600 元 / 年)	8
表 5: 公司发展路线日渐清晰, 将形成主营、新兴和补充三线共同发展的格局	10
表 6: 上海电气集团印刷包装机械有限公司构成情况, 其中上海光华收入最高	11
表 7: 上海电气液压气动有限公司公司构成, 利润主要来源于联营企业萨澳和纳博特斯克的投资收益	12
表 8: 公司主要合资公司及基本情况, 投资收益是重要补充, 增强公司业绩弹性	13
表 9: 上海机电主要业务盈利预测, 印包、焊接器材、工程机械、液压气动产品将实现大幅增长	14
表 10: 相关上市公司对比情况 (2011 年 7 月 25 日收盘价为计算依据), 上海机电具有明显的估值优势	14

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	13,260	16,377	19,106	23,793
减：营业成本	10,700	13,118	15,306	18,999
营业税金及附加	47	58	68	84
销售费用	572	707	787	980
管理费用	1,077	1,330	1,456	1,814
财务费用	(88)	(14)	(22)	(31)
资产减值损失	182	140	150	160
加：投资收益	358	500	700	800
二、营业利润	1,127	1,538	2,061	2,588
加：营业外收支净额	121	200	190	100
三、利润总额	1,248	1,738	2,251	2,688
减：所得税费用	162	226	293	349
四、净利润	1,087	1,512	1,958	2,338
归属于母公司的利润	666	953	1,234	1,473
五、基本每股收益（元）	0.65	0.93	1.21	1.49

主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	12.30	9.03	6.60
成长能力：				
营业收入同比	20.70%	23.51%	16.67%	24.53%
营业利润同比	30.4%	36.4%	34.0%	25.5%
净利润同比	34.68%	39.17%	29.52%	19.4%
营运能力：				
应收账款周转率	12.41	12.87	12.54	12.92
存货周转率	5.72	5.82	5.69	5.87
总资产周转率	0.94	0.99	0.97	1.01
盈利能力与收益质量：				
毛利率	19.3%	19.9%	19.9%	20.1%
净利率	5.0%	5.8%	6.5%	6.2%
总资产净利率 ROA	7.7%	9.1%	10.0%	10.0%
净资产收益率 ROE	15.3%	18.6%	19.8%	19.4%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.52	1.66	1.76	1.81
资产负债率	51.3%	49.6%	48.4%	48.6%
长期借款/总负债	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
每股指标：				
每股收益	0.65	0.93	1.21	1.44
每股经营现金流量	1.75	1.54	1.82	2.35
每股净资产	7.23	8.71	10.62	12.91

资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	7,020	9,063	11,304	14,245
应收票据	233	288	336	418
应收账款	1,139	1,407	1,641	2,043
预付账款	504	623	727	905
其他应收款	185	228	266	331
存货	2,530	3,102	3,619	4,493
其他流动资产	38	40	40	40
流动资产合计	11,649	14,750	17,933	22,475
长期股权投资	1,323	1,154	1,525	1,581
固定资产	1,473	1,210	956	950
在建工程	126	141	161	186
无形资产	315	284	252	221
其他非流动资产	300	300	300	300
非流动资产合计	3,539	3,089	3,194	3,238
资产总计	15,188	17,840	21,128	25,714
短期借款	231	226	221	216
应付票据	17	21	25	31
应付账款	1,846	2,262	2,640	3,277
预收账款	4,664	5,717	6,671	8,281
其他应付款	528	528	528	528
应交税费	103	103	103	103
其他流动负债	44	8	8	8
流动负债合计	7,684	8,866	10,196	12,444
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	18	18	18	18
非流动负债合计	68	68	68	68
负债合计	7,793	8,933	10,263	12,511
股本	1,023	1,023	1,023	1,023
资本公积	1,471	1,471	1,471	1,471
留存收益	2,993	3,946	5,179	6,652
少数股东权益	1,907	2,467	3,191	4,057
所有者权益合计	7,394	8,906	10,865	13,203
负债和股东权益合计	15,188	17,840	21,128	25,714

现金流量表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	1,787	1,576	1,865	2,405
投资活动现金流量	38	685	580	725
筹资活动现金流量	(709)	9	17	26
现金及等价物净增加	1,114	2,269	2,462	3,157

分析师与行业专家简介

刘利，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所。对钢铁、冶金、汽车、能源、发电等上下游产业，对机械各子行业的现状及发展趋势理解深刻，目前主要研究专用机械和铁路、航空设备。

张琢，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。