

上海机电(600835)/专用设备

电梯行业龙头，受益国企改革

——维保后市场空间大，看齐国际巨头

评级：增持(首次)

市场价格：20.18

目标价格：24—25

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

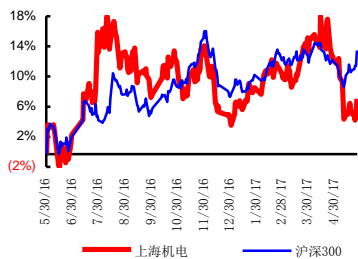
联系人：范炜

Email: fanwei@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,023
流通股本(百万股)	1,023
市价(元)	20.18
市值(百万元)	20,639
流通市值(百万元)	20,639

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 电梯行业深度《国际比较，进口替代+维保+出口+转型，民族品牌龙头潜力巨大》-2015.04.21;
- 2 公司深度《康力电梯：民族品牌电梯龙头持续快速增长，机器人投资公司将打开成长空间》-2016.03.14;
- 3 公司深度《江南嘉捷：稳健成长的民族品牌电梯龙头，物联网等转型升级促持续增长》-2015.03.16
- 4 公司深度《博林特：民族品牌电梯龙头拓展机器人、环保业务，将持续受益于沈阳远大集团》-2015.05.18

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,295.53	18,938.55	20,781.27	22,865.63	25,328.26
增长率 yoy%	-7.14%	-1.85%	9.73%	10.03%	10.77%
净利润	1,834.5	1,449.09	1,567.20	1,705.78	1,857.83
增长率 yoy%	113.85%	-21.01%	8.15%	8.84%	8.91%
每股收益(元)	1.79	1.42	1.53	1.67	1.82
每股现金流量	1.31	1.96	2.57	3.10	3.67
净资产收益率	22.60%	15.73%	15.15%	14.16%	13.36%
P/E	16.90	13.78	12.96	11.91	10.93
PEG	0.15	—	1.59	1.35	1.23
P/B	3.82	2.17	1.9	1.9	1.46

投资要点

■ **上海机电：电梯行业龙头，积极布局“大机电”产业，受益国企改革**

公司为国内电梯行业龙头企业，实际控制人为上海市国资委，受益国企改革。2016年公司电梯业务营收占比近95%，未来3年将保持稳定增长。公司除电梯业务外的其他“大机电”产业基本面向好，有望实现快速增长。

■ **电梯行业发展驱动因素：配置密度提升，城镇化+更新需求+出口+维保**

2000-2016年中国电梯行业销量复合增长率达20.56%，近年来销量增速逐渐趋缓，我国电梯行业已经由高速发展期进入成熟期。电梯行业今后发展驱动因素主要包括：(1) 电梯便捷性要求提升促使电梯配置密度提高；(2) 城镇化拉动电梯新增需求，高铁、机场等基础设施建设拉动；(3) 考虑电梯生命周期，更新需求将迎来快速增长；(4) 出口需求：电梯出口预计未来3年年均增长5%以上；(5) 维保服务：发达国家维保占比达50%以上、且利润很高，目前国内龙头上海机电的维保收入占比才达25%，未来维保后市场空间广阔。

■ **国际电梯巨头收入超600亿元、市值近1500亿元，中国电梯成长空间大**

国际电梯巨头如奥的斯、通力、迅达收入大多数在600亿元以上，通力、迅达市值近1500亿元。国际电梯巨头长期稳健发展值得参考。我们判断未来中国也有望成长出世界级的电梯龙头，而上海机电则是国内最潜力的公司。

■ **上海机电：电梯主业稳健向上，看好维保后市场，参股公司盈利能力强劲**

近年公司主营电梯业务稳定增长，其中安装维保收入占比2016年达25%。公司2015年整合持续亏损的印刷包装业务，甩包袱轻上阵。公司现金流情况常年保持良好，分红比例较高且稳定，参股公司盈利能力强劲。

■ **布局新兴业务：精密减速器进入收获期**

纳博精机进入收获期。2016年5月，纳博精机的精密减速机产品正式投产，原规划2019-2020年一期达到10万台产能，二期20万台产能。公司2016年减速机销量达1万台，实现销售收入5183万元。以目前进度看，2017年减速机产量有望达到7万台，并实现盈亏平衡。公司2018年即有望实现10万台产能，2020年可实现20万台产能，我们判断公司有望实现上亿元投资收益。

■ **背靠上海电气集团，关注发那科机器人业务；公司未来有望受益国企改革**

我们判断上海电气集团未来有望整体上市。电气(集团)总公司深化和推进国企改革的目标是实现整体上市，未来会有选择性地把自己的优质资产整合注入公司，以实现电气(集团)总公司的整体上市。建议重点关注集团内、公司体外的优质资产，如上海Fanuc机器人业务等。

■ **公司为国内电梯行业龙头，未来有望受益上海国企改革。**预计公司2017-2019年净利润达15.7、17.1、18.6亿元，对应EPS为1.53、1.67、1.82元，PE为13x、12x、11x，公司估值为机械行业最低之一，首次给予“增持”评级。

■ **风险提示：**电梯行业受房地产投资和基建投资影响的风险；主要产品价格及销量增速低于预期风险；新兴业务拓展低于预期风险；宏观经济波动风险。

内容目录

一、电梯行业龙头，主营业务趋势向好	- 3 -
1. 国内电梯行业龙头，连续多年电梯年产销量领先	- 3 -
2. 背靠上海电气集团，公司积极布局“大机电”产业	- 4 -
二、电梯行业：需求持续，城镇化+更新需求+出口+维保驱动	- 5 -
1. 国内电梯市场由高速发展期向成熟期转换	- 5 -
2. 与国际电梯巨头相比，国内电梯厂商成长空间广阔	- 7 -
3. 行业驱动：电梯配置密度提升，城镇化+更新需求+出口+维保拉动增长	- 7 -
(1) 电梯便捷性要求的提升促使电梯配置密度逐步提高	- 8 -
(2) 城镇化趋势拉动电梯的新增需求	- 8 -
(3) 更新需求：将迎来高速增长	- 10 -
(4) 出口需求：电梯出口占比稳定，预计未来 3 年年均增长 5%	- 10 -
(5) 维保服务：发达国家占比 50% 以上，国内发展空间大	- 11 -
4. 行业现金流充足，转型条件较好	- 12 -
5. 出口受益“一带一路”，印度、东南亚等市场空间大	- 12 -
三、上海机电：电梯龙头，看好维保、机器人相关业务	- 14 -
1. 2017 年一季度公司营收、净利润趋势向上	- 14 -
2. 现金流情况良好，参股公司盈利能力强劲	- 15 -
3. 公司电梯业务稳定增长，看好维保后市场	- 16 -
4. 整合持续亏损的印刷包装业务，甩包袱轻上阵	- 17 -
5. 布局新兴业务：精密减速器进入收获期	- 17 -
四、背靠上海电气集团，未来有望受益国企改革	- 19 -
五、盈利预测与估值	- 20 -
1. 盈利预测	- 20 -
2. 估值分析与投资建议	- 20 -
六、风险提示	- 21 -

一、电梯行业龙头，主营业务趋势向好

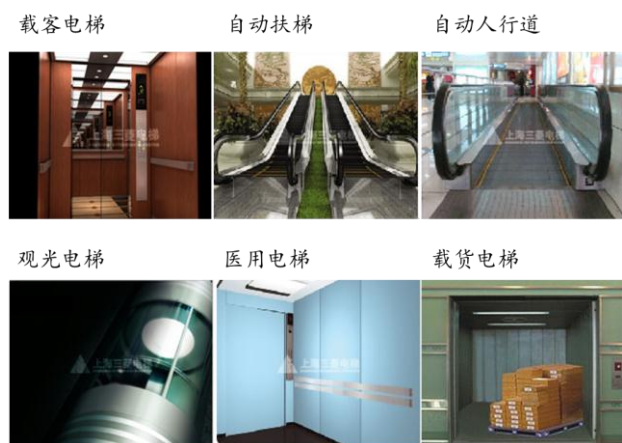
1. 国内电梯行业龙头，连续多年电梯年产量领先

- **上海机电**是引领国内机电装备制造的大型上市公司。公司于 1992 年在上交所上市（A 股 600835、B 股 900925）。业务涉及电梯制造、冷冻空调设备制造、印刷包装机械制造、液压产品制造、焊接器材制造、人造板机械制造、工程机械制造及电机制造等领域。

公司与三菱电机、纳博特斯克、开利、雷戈伯劳伊特、德昌、ABB 等世界知名企业进行合资合作。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约 190 亿元。

- **上海三菱电梯**：公司旗下上海三菱电梯有限公司承担了公司最为重要的电梯业务，拥有世界销量第一的单体电梯生产企业-“上海三菱”这一著名品牌。上海三菱电梯公司于 1987 年由上海机电股份有限公司与日本三菱电机等四方合资成立，投资总额 2 亿美元，是国内规模最大的电梯制造销售企业，其中上海机电持股占比 52%。公司现有员工 2000 余人，经过三十年的创业与发展，已成为中国最大的电梯制造和销售企业之一，产品市场占有率在国内市场保持领先地位，累计制造和销售电梯超过 60 万台。自 1993 年起，公司连续 24 年主要经营效益指标在中国电梯行业名列前茅。
- **公司电梯产品种类齐全，技术领先**：公司旗下三菱电梯有限公司的主要产品包括：载客电梯、自动扶梯、自动人行道、观光电梯、医用电梯和载货电梯等，产品种类齐全。公司携手日本三菱电机株式会社，不断将具有国际领先水平的电梯技术引入中国。

图表 1：公司旗下三菱电梯的主要产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：公司电梯技术国内领先

电梯	先进技术应用
载客电梯	永磁同步（PM）无齿曳引技术
	专用变压变频（VVVF）调速技术
	能量反馈技术
	智能化门机技术
	可变速电梯技术
自动扶梯	分散微机数据网络控制技术
	人工智能（AI）群控管理技术
载货电梯	K 型、J 型、A 型和螺旋式自动扶梯等
医用电梯	VVVF 驱动控制技术、门机控制技术
医用电梯	变压变频 VVVF 调速技术

来源：公司官网，中泰证券研究所

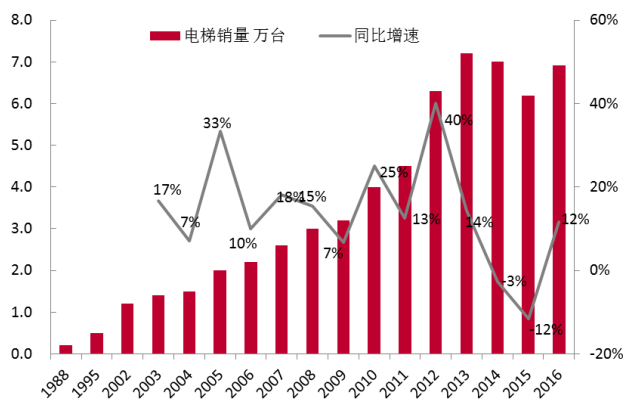
- **公司电梯销量领先，应用于多项大型建筑工程项目**：公司自 2012 年电梯销量突破 6 万台/年后，年销售量一直稳定在 6~7 万台。截至目前，公司电梯市场保有量超 60 万台。由于电梯产品优异的品质，其被应用于国内多项大型项目中，如：上海金茂大厦、上海体育场、上海中心大厦、中央电视台新址等。

图表 3: 三菱电梯典型应用项目



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 4: 公司累计制造和销售电梯超过 60 万台



来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

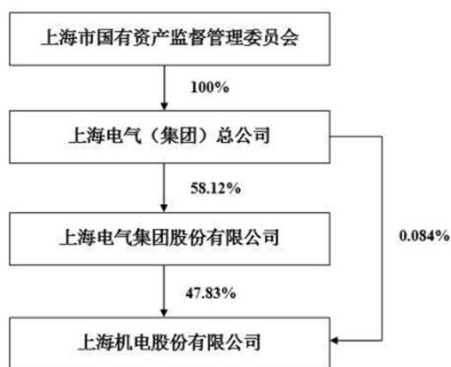
2. 背靠上海电气集团, 公司积极布局“大机电”产业

- 公司的控股股东上海电气(集团)总公司是中国最早的机械工业的代表: 上世纪五、六十年代制造处中国第一套发电机组、世界第一台“双水内冷”发电机、中国首台万吨水压机闻名。进入新世纪后, 上海电气以世界先进的火电、核电、风电装备等排名中国装备制造业前列。
- 背靠上海电气集团, 公司不仅主营电梯业务, 还积极布局“大机电”产业: 金泰工程机械公司的工程机械产品制造; 纳博特斯基的精密减速机制造; 开利能源工程公司的冷冻空调设备制造; ABB 公司的电机制造等。

节能服务方面: 根据统计, 2012 年中国节能服务市场企业有超过 4000 家, 其中产值大于 1 亿只有 100 家左右, 仅占 3%。公司下属的上海电气开利能源工程有限公司较于竞争对手起步较晚、发展较快, 未来有望进入建筑节能服务行业第一梯队。

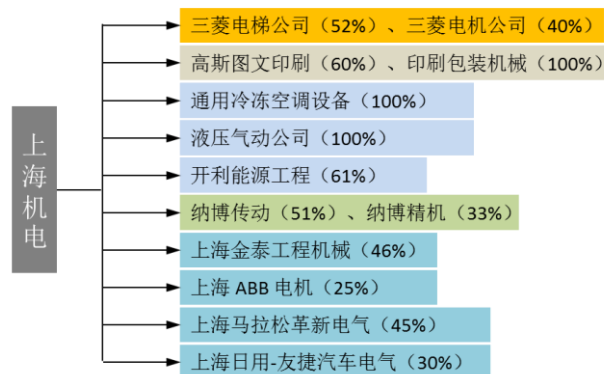
精密减速器业务方面: 近年中国已成为全球范围内增速最高, 容量最大的工业机器人市场, 而且行业增速还在进一步提升。日本纳博特斯基是精密减速器的领先企业, 市占率达 60%。公司与纳博特斯基的合作将有望依托中国机器人产业快速发展的背景, 实现经营业绩的快速发展。

图表 5: 公司股权结构, 实际控制人为上海国资委



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 上海机电主要控股、参股子公司情况



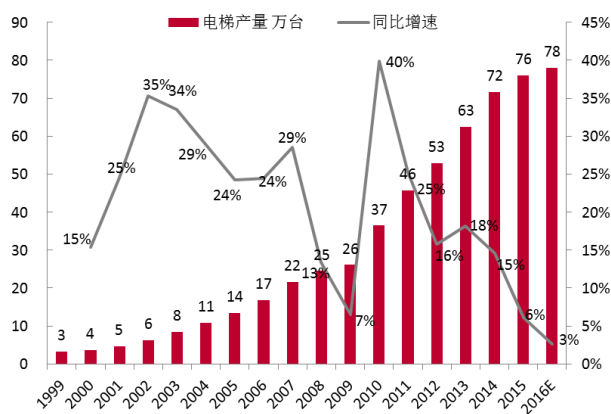
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

二、电梯行业：需求持续，城镇化+更新需求+出口+维保驱动

1. 国内电梯市场由高速发展期向成熟期转换

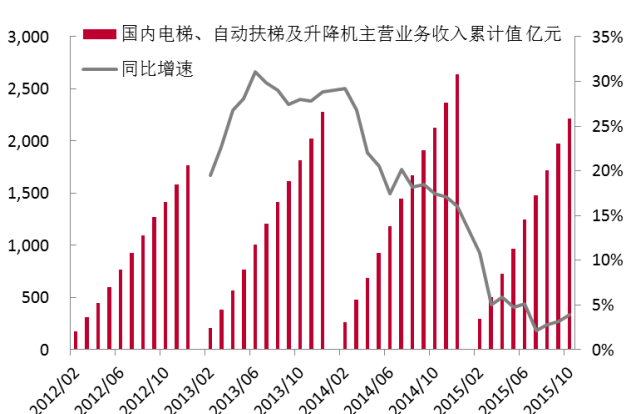
- **电梯行业由高速发展向中速平稳发展转变：**电梯产品的需求主要来自于住宅、商务办公楼宇以及公共设施。近 10 几年来，随着国民经济的持续发展、房地产行业的高速运行以及城镇化进程的加快推进，中国已经成为全球最大的电梯制造地和销售国。2000-2016 年间，中国电梯行业产销量复合增长率达 20.56%。目前，我国电梯行业产业已经进入到成熟期，产品品种齐全、价位逐年下降、产能过剩，尤其是中低端产品，同质化严重，行业竞争激烈。

图表 7：近年国内电梯产销量逐年提高



来源：中国电梯协会，中泰证券研究所（2016 年数据为预测数据）

图表 8：国内电梯行业的主营业务收入持续增长



来源：wind，中泰证券研究所（数据更新至 2015.10）

- **国内电梯行业收入与利润逐年增长：**根据国家统计局的数据，2015 年前 10 个月中国电梯、自动扶梯及升降机制制造行业主营业务收入达到 2213 亿元，同比增长 3.9%；利润总额 252 亿元，同比增长 17.1%，增速略有下滑。
- **国内电梯保有量近 500 万台：**根据中国电梯协会统计，2015 年全国电梯总产量达 76 万台，2016 年产量同比略有增长。目前全国电梯保有量达 494 万台，位居世界首位。我们预计 2017 年中国电梯保有量将突破 560 万台。

图表 9：2016 年中国电梯产量同比略增长，保有量近 500 万台

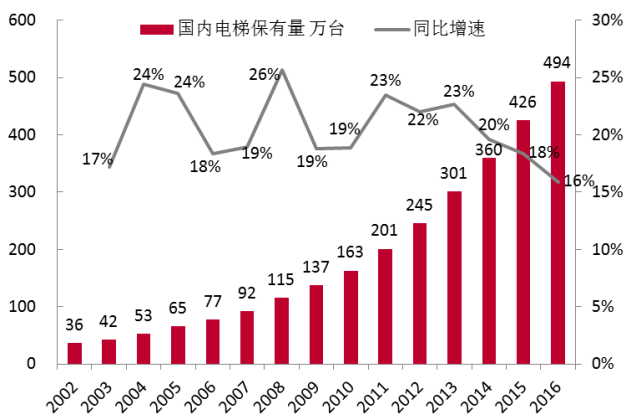
年份	电梯销量 (万台)	电梯产量 (万台)	电梯保有量 (万台)
2001	4.4	4.7	
2002	4.7	6.3	36.2
2003	4.5	8.5	42.4
2004	10.0	11.0	52.7
2005	14.2	13.5	65.2
2006	16.8	14.8	77.1
2007	21.5	18.6	91.7

2008	24.5	23.4	115.3
2009	26.4	26.2	137.0
2010	36.5	36.5	162.9
2011	45.7	45.7	201.1
2012	52.9	52.9	245.3
2013	60.0	58.0	300.9
2014		70.0	359.9
2015		76.0	426.0
2016		78.0 (E)	493.7

来源：中国电梯协会，国家统计局，中泰证券研究所（电梯的产量、销量数据具有极强相关性）

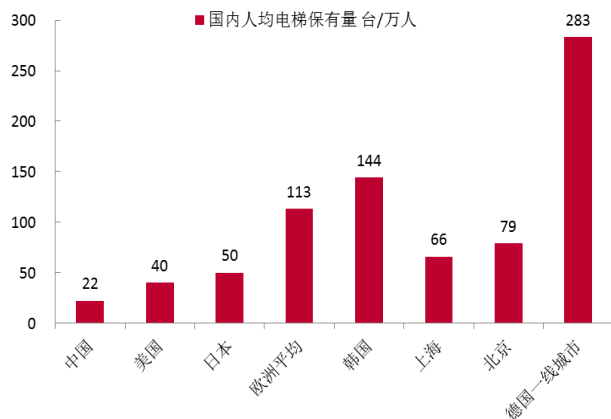
- **我国人均电梯保有量仍远低于发达国家水平：**截止到 2013 年，中国人均电梯保有量为 22 台/万人，不到日本的 1/2，约为欧洲平均水平的 1/5，韩国的 1/7 左右。北京、上海两大都市人均保有量分别达到 79 台/万人、66 台/万人，但仍远低于欧洲部分发达国家的一线城市。我们预计 2017-2020 年，考虑到城镇化的推进、电梯更新改造的需求，电梯行业产品销量仍将保持正增长。

图表 10：2016 年国内电梯保有量已达近 500 万台



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：国内人均电梯保有量仍有很大提升空间



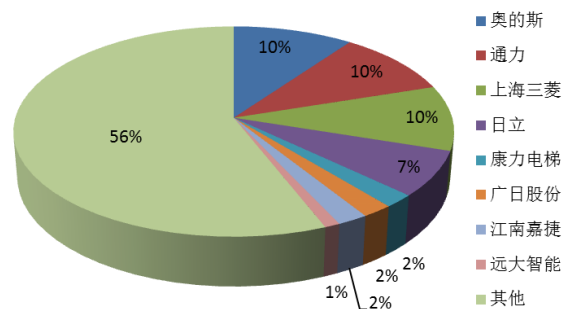
来源：埃德克咨询，UTC 年报，中泰证券研究所（2013 年数据）

图表 12：2016 年电梯整机制造企业已有 600 余家



来源：wind，中泰证券研究所

图表 13：国内电梯市场份额，上海三菱列第一梯队



来源：中国电梯协会，中泰证券研究所

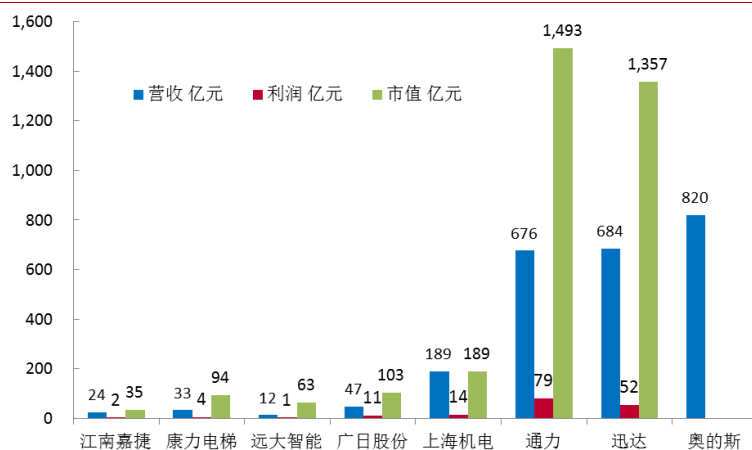
- **电梯整机制造企业数量逐年增加：**根据中国电梯协会统计，2012 年-2016

年间，中国电梯行业共有整机制造企业数量稳步增长，从近 400 家增长至 600 余家，从侧面也反映了行业竞争激烈的原因。

2. 与国际电梯巨头相比，国内电梯厂商成长空间广阔

- 国际电梯巨头如奥的斯、通力、迅达等多隶属于大集团公司，部分公司较难单独拆分电梯业务的净利润和市值情况，但从收入方面来看，国际电梯巨头基本均在 600 亿元以上的水平，同时净利润与市值也明显高于国内电梯企业。我们认为，国内电梯企业拥有广阔的成长空间。

图表 14：公司营收、净利润、市值与电梯巨头相比，有较大成长空间

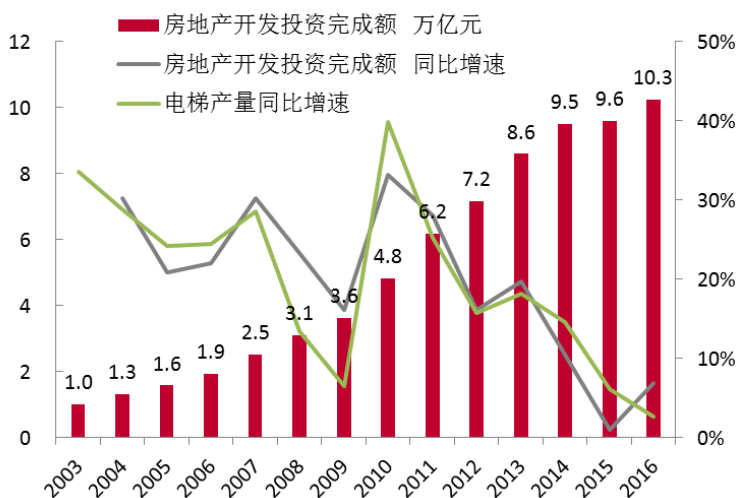


来源：公司公告，wind，Bloomberg，中泰证券研究所

3. 行业驱动：电梯配置密度提升，城镇化+更新需求+出口+维保拉动增长

- 随着城镇化的发展，城镇人口的增加、人口结构老龄化，新建保障房、商品房、基础设施需求，既有电梯更新改造和既有旧楼加装电梯，出口快速增长等，都是支撑电梯行业快速增长的动力。

图表 15：电梯销量增速和房地产开发投资增速相关性较高



来源：中国电梯协会，国家统计局，wind，中泰证券研究所（电梯的产量、销量数据具有极

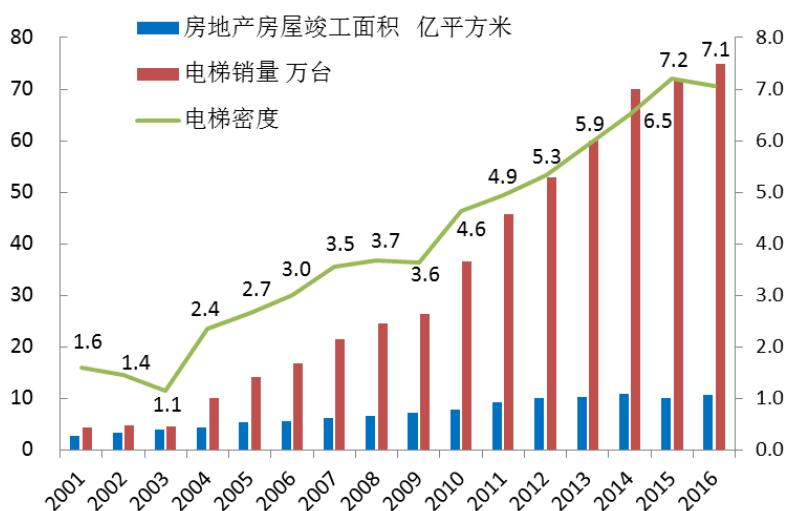
强相关性，以产量数据代替销量数据)

- 电梯的下游行业是建筑业，包括住宅、商业配套、基础设施等。根据对2001-2016年的数据分析，电梯销量增速与与房地产开发投资增速具有较强的相关性，尤其是2006-2016年的增速数据吻合程度很大，可用未来房地产开发投资增速来为判断未来电梯行业增速做参考。

(1) 电梯便捷性要求的提升促使电梯配置密度逐步提高

- 随着生活水平的提升，用户对电梯便捷性要求的提升，使得电梯配置密度逐步提高。根据统计，2000年中国每万平方米（房地产竣工面积）配置1.65台电梯，到2016年，电梯配置密度升至7.1台/每万平方米，约为2000年的4.4倍。电梯配置密度的不断提升，是电梯销量增速高于房地产竣工面积增速的根本原因。

图表 16: 电梯配置密度不断提升，2016年约为2000年的4.4倍



来源：中国电梯协会,wind, 中泰证券研究所 (2015-2016年电梯销量为草根调研口径数据)

(2) 城镇化趋势拉动电梯的新增需求

- 城镇化和老龄化是推动电梯需求增长的主动力。未来几年我国城镇化水平和老龄化水平仍将不断提升，电梯需求增长动力充足。

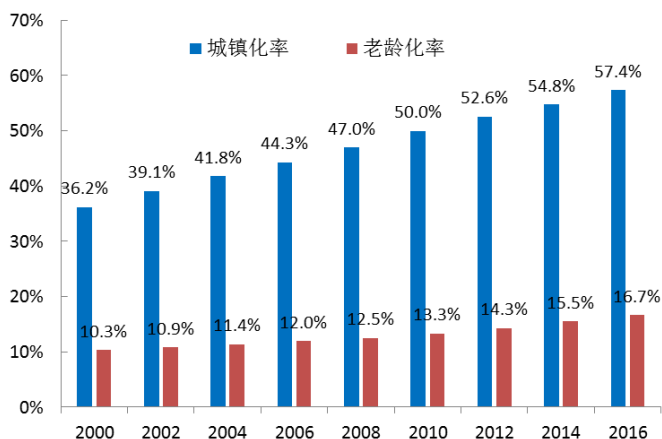
图表 17: 城镇化和老龄化是推动电梯需求增长的主动力

驱动因素	发展情况	对电梯需求特征
城镇化	根据国家统计局公布数据，中国1978年城镇人口为1.72亿人，城镇化率为17.9%，2014年达到7.93亿人，城镇化率达到57.4%。就欧美发达国家普遍70%-80%的城镇化率来看，我国城镇化的空间仍然较大。	城镇人口为影响电梯需求的主要因素，城镇化水平的提高电梯需求增长的主动力
老龄化	2000年我国60岁以上老龄人口占总人口比例为10.3%，至2014年，我国60岁以上人口达到2.3亿人，老龄人口比例达到16.7%。未	人口结构的老龄化是支持我国电梯需求快速增长的又一重要因素，老龄人口的增长使得新建房屋建筑、公共基础设施

来 5-15 年还将是我国人口老龄化加速的时期。 施都普遍具有安装电梯或扶梯的需求，同时还加大了对旧楼加装电梯的需求。

来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 18：城镇化和老龄化驱动电梯需求快速增长



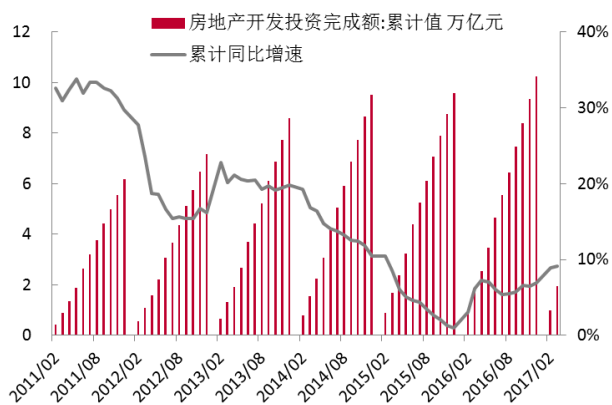
来源：国家统计局，中泰证券研究所

- 中国房地产开发投资近 10 多年来保持高位增长，2003-2016 年年均增长 16.7%。我们之前分析未来电梯行业增速很大程度上可以参考房地产开发投资增速。2016 年房地产开发投资为 10.3 万亿元，同比增长 6.9%，增速提高 5.9 pct。2016 年下半年以来，国家对房地产的调控政策加码，我们判断房地产投资增速不会有明显的反弹，我们认为未来 3 年房地产开发投资增速将保持 7%-8% 的增长。
- 在新型城镇化推动下，民用住宅（保障房）、商业配套、城市基础设施建设带来大量电梯新增需求。根据住建部的统计数据，“十二五”期间，全国城镇保障性安居工程累计开工 3970 万套，比 3600 万套保障房建设计划超额完成 10%。而“十三五”期间保障性住房建设规划也已经开始前期筹备，我们认为保障房建设和棚户区改造将继续为电梯行业带来市场机遇。

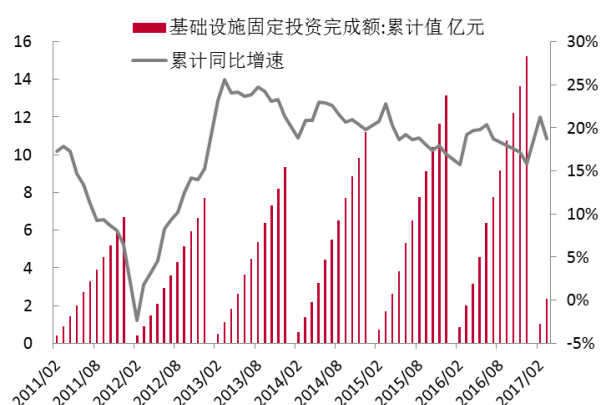
图表 19：城镇化建设将带来大量电梯新增需求

电梯用户	需求特征	电梯需求情况
民用住宅（保障房）	以直梯为主，约占电梯总需求的 60-70%	房地产业是电梯行业的主要下游行业。新型城镇化推动民用住宅需求增长。除商品房外，保障性安居工程投资计划的推出将为经济复苏期间电梯行业的持续增长提供保障。保障性住房建设力度的加大将在一定程度上减小国家调控政策对房地产行业的冲击，同时也将弥补一部分因商品房建设下滑而减少的电梯产品需求。
商业配套	以扶梯为主，约占电梯总需求的 30-40%	新型城镇化带来商业的繁荣。城市商务楼、写字楼、酒店宾馆、商场等商业配套建筑的建设，且由于新商业建筑电梯配置密度比以往大幅提高，将带来大量的电梯需求。
城市基础设施建设		新建高铁站、城际铁路站、城市地铁、轻轨、新建机场等交通枢纽，带动大量电梯需求。

来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 20：2016 年中国房地产开发投资增速企稳


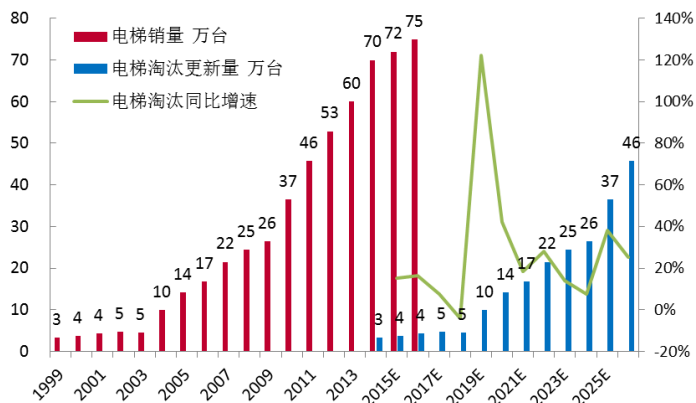
来源：国家统计局，wind，中泰证券研究所

图表 21：近年国内基建投资增速保持高位


来源：国家统计局，wind，中泰证券研究所

(3) 更新需求：将迎来高速增长

- 我国电梯的使用寿命大多为 15 年。如果严格按照 15 年淘汰计算，则 2016 年需要淘汰、更新的需求量等同于 2001 年的电梯总消费量。未来 3 年每年电梯更新需求在约 4 万台。但实际上，不少电梯不到 10 年左右就被淘汰或更新了，以此判断，2016 年淘汰更新的电梯生产时间应居于 2001-2006 年之间。

图表 22：2016 -2020 年，我国更新淘汰电梯量进入高速增长阶段


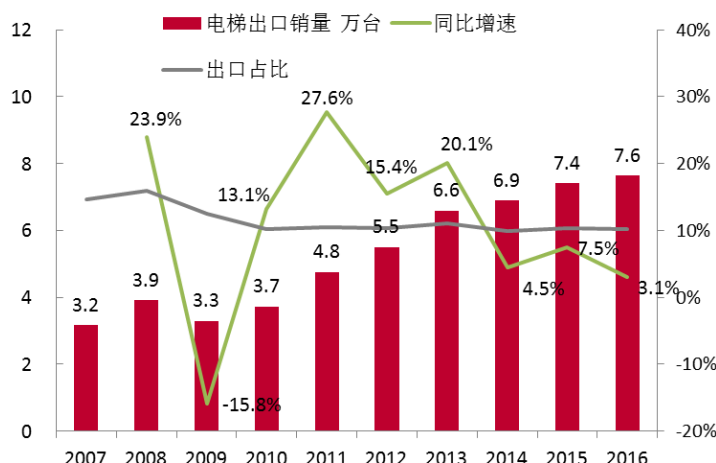
来源：中国电梯协会，wind，中泰证券研究所（以 15 年作为电梯的生命周期进行测算）

- 我国电梯销量从 2004 年起爆发，此后 10 年年均复合增速达到 22%。若以 15 年年时间作为电梯寿命进行测算，预计 2017 年-2018 年的更新淘汰电梯在每年在 5 万台左右，2019 年后将迎来爆发性增长。

(4) 出口需求：电梯出口占比稳定，预计未来 3 年年均增长 5%

- 2016 年，中国电梯出口 7.64 万台，出口金额 19.5 亿美元，2007-2016 年出口数量年均复合增长率达到 10.3%。电梯出口量近年来维持在总销量的 10%左右。我们判断未来海外出口占比将进一步提升，预计未来 3 年海外出口年均增长 5%左右。

图表 23：2007 年-2016 年间，我国电梯出口数量年均增长 10.3%

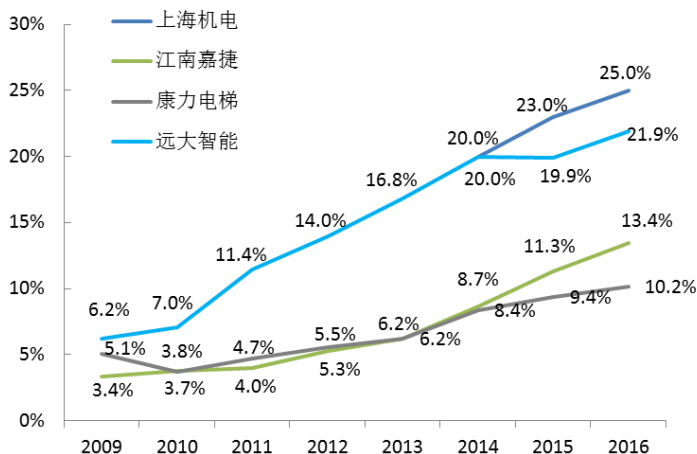


来源：wind，中泰证券研究所

(5) 维保服务：发达国家占比 50%以上，国内发展空间大

- 2013 年 6 月 29 日，《中华人民共和国特种设备安全法》获批，对特种行业的安全规范上升到法律高度。特种设备安全法所涉及诸多行业中，影响面最大、关注度最高的当属电梯行业。这有利于电梯行业龙头企业优质产品扩大市场份额，提高行业集中度，民族品牌电梯龙头企业将受益。

图表 24：国内电梯企业维保业务仍有较大市场空间



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

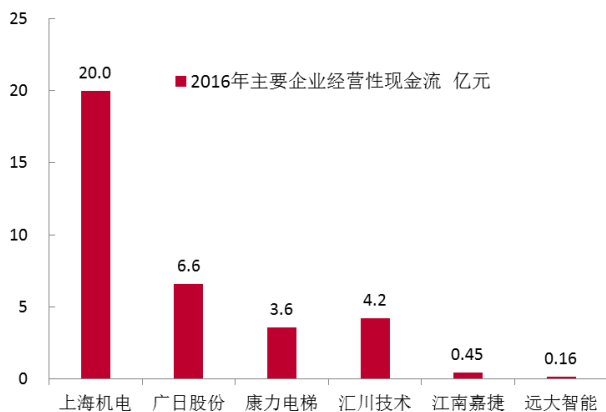
- 近年来，我国电梯事故多发，主要是由于电梯维护保养工作不到位而引起的。因此电梯维修保养业务成为电梯企业业绩增长的重要方向。
- 截止到 2013 年底，中国电梯行业共有电梯安装维保企业近 7000 家。除国际知名电梯品牌的维保企业实力较强外，其他维保企业技术和专业人员以及基础装备条件参差不齐；维保服务市场鱼龙混杂，电梯服务迫切需求规范化的维保企业来保障电梯产品的安全运行。电梯企业通过产品直销、由制造企业自主负责维保业务，将是一种解决方案。
- 截止 2016 年底，中国电梯保有量近 500 万台。存量的扩大将大幅提升

维保业务在电梯行业市场中的比重。发达国家著名电梯企业维保业务约占电梯需求的 50% 以上，而主要国内的电梯厂商目前维保业务收入占比仍然较低，自维保业务领先的上海机电仅约 30%，未来维保服务需求潜力很大。

4. 行业现金流充足，转型条件较好

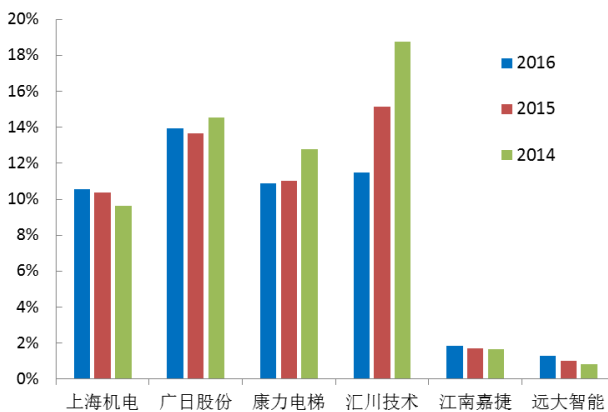
- **电梯“非标”特点决定了行业的高周转率：**由于不同建筑物和客户对于电梯的规格、安装方式、性能指标等方面往往具有不同的要求，电梯行业中非标准化产品占有较大的比重，形成了“以销定产”的经营模式。这种模式意味着电梯企业可以根据客户的订单来决定产品的设计、原材料的采购、制造、安装和维保，极大的减少了库存成本，提高资产周转率。
- **大型电梯整机制造企业对产业链控制较强：**大型整机制造企业处于电梯产业链关键环节，掌握着最核心的驱动技术、控制技术及整合技术。因此它们通常既把握着整机的研发制造，将零配件外包给配件生产企业，又控制销售渠道，对下游具有较高的议价能力和严格的付款条件，现金流状况良好。
- **独特的经营模式和在产业链中的控制地位，使得电梯企业具有充足的现金流。**2016 年康力电梯、广日股份等主要电梯企业经营性现金流净额均超过了 3 亿元，上海机电更是达到了 20 亿元。2014-2016 年主要电梯企业的销售现金比率在 10%-20% 之间，远高于机械行业平均水平。

图表 25：电梯企业现金流状况良好，手持大量现金



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 26：电梯企业销售现金比率远高于机械行业



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

5. 出口受益“一带一路”，印度、东南亚等市场空间大

- **海外业务收入占比较低，进步空间大：**受益于国内广阔的市场前景，中国民族电梯企业在海外布局普遍较为滞后，国内电梯龙头上海机电的海外业务收入占比仅不足 5%，与国际电梯巨头相差甚远。2014 年，奥的斯、迅达等国际电梯巨头海外（或所在地区以外）收入均超过 80%，通力更是接近 98%，国内电梯企业国际化水平仍有较大进步空间。
- **出口受益“一带一路”建设：**国家发展改革委、外交部、商务部于 2015 年 3 月联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路

的愿景与行动》，宣告“一带一路”进入了全面推进阶段。“一带一路”是中国对外开放新战略的重要组成部分，也是中国工业化走向成熟的必经之路，涉及 60 多个国家、40 多亿人口，将催生广阔的电梯市场。

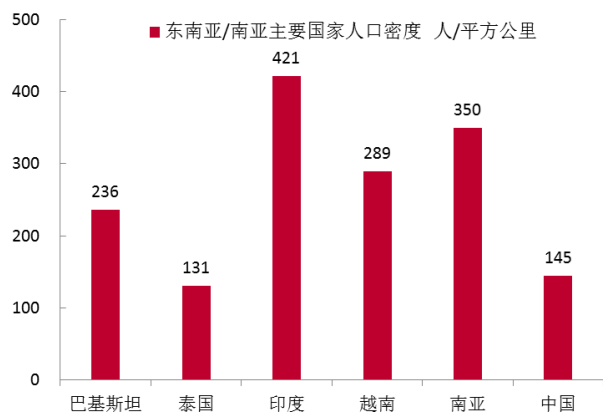
图表 27：央视版“一带一路”



来源：CCTV，中泰证券研究所

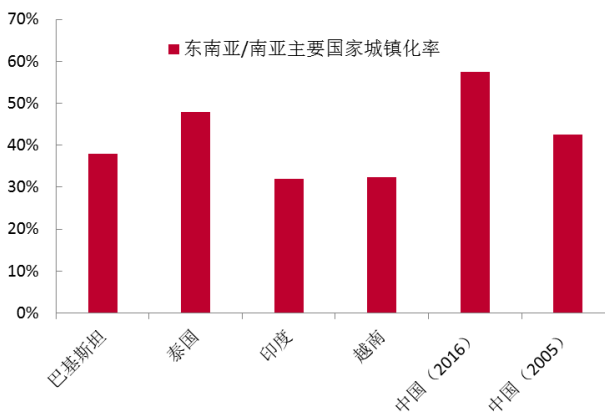
- 重点布局东南亚、南亚市场：**东南亚、南亚地区人口密度较大、城镇化率较低、经济增速较快，有巨大的需求增长潜力。以印度为例，印度人口密度约为中国的 2.5 倍，城镇化水平低于中国 2005 年的水平；印度是全球第二大新梯市场，但 2014 年需求量仅约 6 万台，尚不到中国 2004 年的水平。中国市场饱和后，东南亚、南亚地区有望成为世界上最重要的电梯销售市场。受益于中国政府在“一带一路”中的主导性地位，我们认为上海机电有望借此契机开拓东南亚、南亚地区市场，实现国际化扩张。

图表 28：东南亚、南亚地区人口密度较大



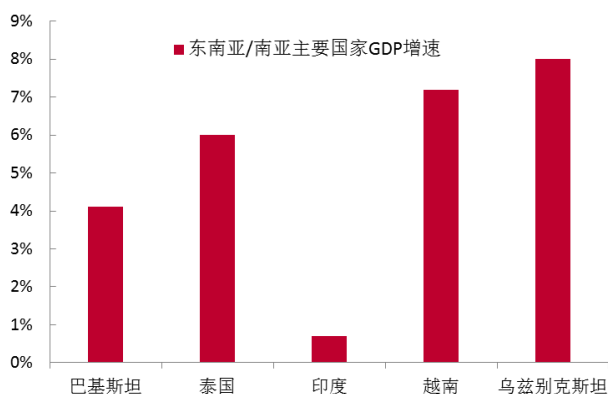
来源：wind，中泰证券研究所

图表 29：东南亚、南亚主要国家城镇化率较低



来源：CEIC，中泰证券研究所

图表 30: 东南亚、南亚地区主要国家 GDP 增速较快



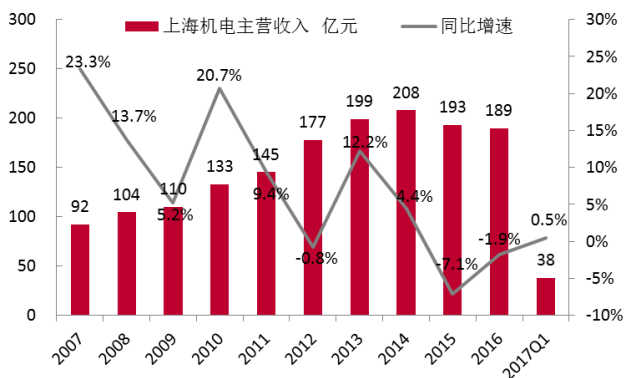
来源: 世界银行 (2013 年数据), 中泰证券研究所

三、上海机电：电梯龙头，看好维保、机器人相关业务

1. 2017 年一季度公司营收、净利润趋势向上

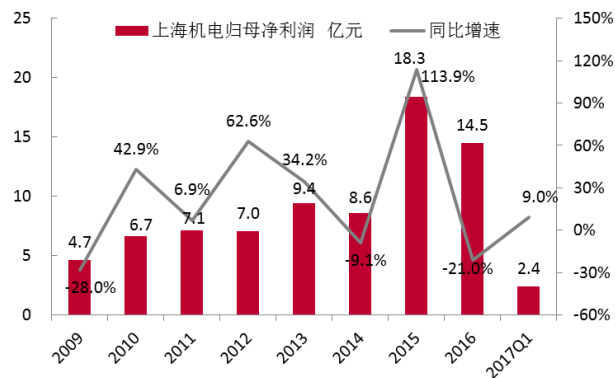
- 公司在 2015 年达到业绩高点，主营业务收入及净利润分别达到 193 亿元、18.3 亿元。近期受电梯行业国内市场竞争激烈的影响，公司电梯产品售价在 2016 年大约降低 5% 左右，对公司 2016 年业绩产生较大影响。2017 年一季度公司营收与净利润均实现正增长，分别达 38 亿元、2.4 亿元，趋势向上。

图表 31: 公司 2017Q1 营业收入企稳回升



来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

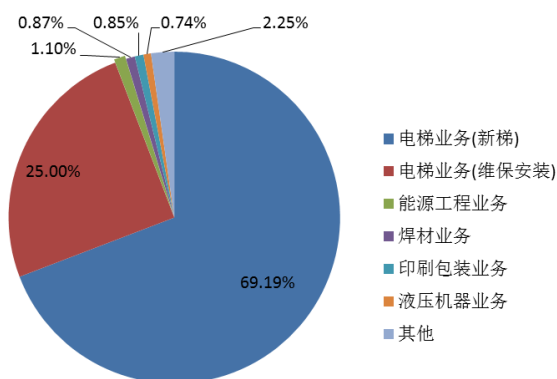
图表 32: 公司 2017Q1 归母净利润稳定增长



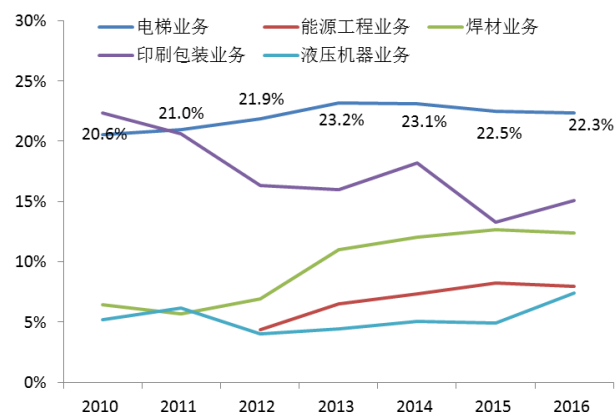
来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

- 电梯业务占比近 9.5 成，对公司业绩影响大：**公司主营收入中，2016 年全年电梯业务占比 94.2%，其中新梯业务占比 69.2%，安装维保业务占比 25%。安装维保业务占比从 2014 年的 20% 稳定增长至 2016 年的 25%，该项业务有望成为公司未来主要的业绩增长点。

在上游原材料价格上涨、市场激烈竞争导致产品售价降低的情况下，公司电梯业务的毛利率水平保持稳定(23%左右波动)，未出现大幅下滑，说明公司产品的杰出竞争力以及内部优秀的管理能力。

图表 33：公司 2016 年电梯业务占比近 9.5 成


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 34：公司电梯业务毛利率水平相对稳定


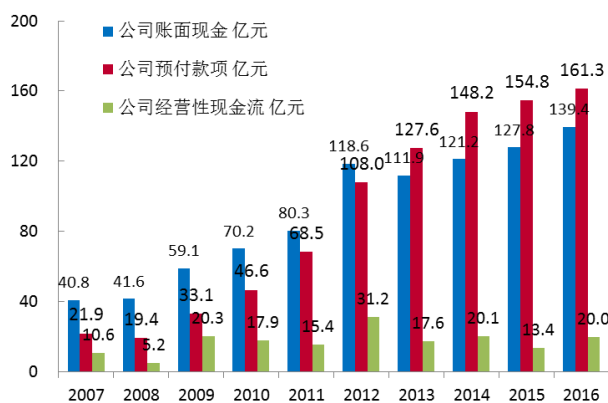
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

2. 现金流情况良好，参股公司盈利能力强劲

- 现金充裕，预付账款长期保持增长：**截至 2016 年底，公司账面现金达 139.4 亿元，公司作为国内电梯行业龙头，背靠实力强劲的上海电气（集团）总公司，不排除公司继续向装备领域推展的可能。

公司在电梯行业近年竞争逐渐激烈的背景下，毛利率基本保持稳定，预付账款规模保持稳定增长，2016 年达 161.3 亿元，近 9 年年化增长率达 35%。公司的预付款规模较同行业别的公司更大，主要原因是公司采取的是直销模式，相比于其他公司的经销商模式，账面现金规模更大。

- 现金分红比例较高且稳定：**公司现金分红政策是“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。”公司 2016 年现金分红达 4.4 亿元，占归母净利润 30.4%。在现金分红政策未做改变的情况下，公司未来现金分红金额有望稳定增长。

图表 35：公司现金充裕，预付款项保持稳定增长


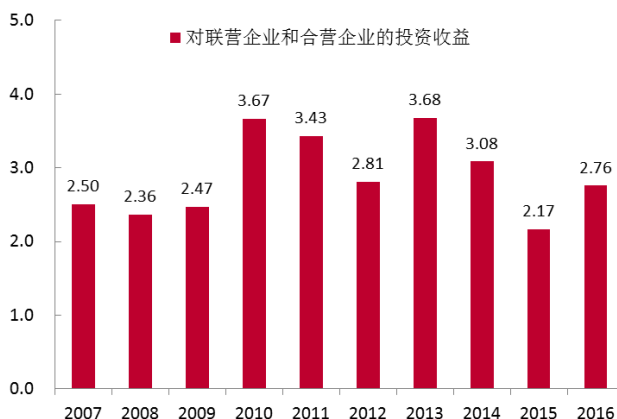
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 36：公司现金分红比例较高，且稳定


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- 公司除主营电梯业务外的参股公司近年的营收与净利润状况良好，长期稳定在 2-3 亿元。参股公司的基本面情况良好，我们判断在未来 3 年内公司的投资收益将继续保持稳定增长。**

图表 37：公司参股公司的投资收益情况良好

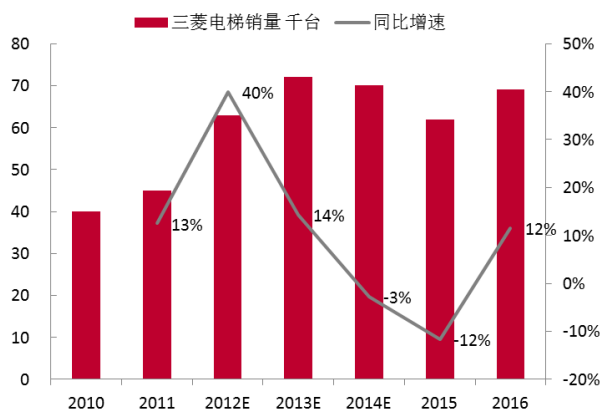


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

3. 公司电梯业务稳定增长，看好维保后市场

- **房地产的行业景气度回升，分化严重：**2016年，房地产的行业景气度有所回升，但不同地区差异显著，从房地产新开工面积以及商品房销售面积的数据来看，呈现了冷热不均的发展形势，一、二线城市增长势头较好，大部分三、四线城市呈现持平或不同程度的下降。
- **电梯行业保持平稳发展，竞争愈加激烈：**虽然在中国工业化、新城镇化不断推进的政策支撑下，以及城市地铁、学校、医院、高铁等基础设施建设等因素推动下，电梯市场仍可以在较长时间保持平稳发展，但整个房地产形势不容乐观，使得电梯市场竞争将更趋白热化。

图表 38：截至 2016 年，公司三菱电梯保有量已达 60w 台



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **新梯业务：重视与战略大客户的关系维护与开发：**在持续与万达、恒大、中海、绿地、碧桂园、远洋、龙湖、复地、鲁能、万科、中信、融信等核心战略伙伴保持密切合作的同时，加强对二、三线城市的核心及大项目的跟踪力度，重大项目承接的有：青岛轻轨 11 号线（蓝色硅谷）、贵安高铁项目、青岛胶东新国际机场、深圳地铁 3、5、6、9 号线、南昌地铁 2 号线、盛京金融广场项目、成都泰和国际财富、厦门帝景苑、深圳地铁科技大厦、重庆来福士、东莞汇海大厦、兰州名城广场、山西信

达国际金融中心、云南云铜时代之窗、龙湖·虹桥天街洲际酒店、上海大宁金茂府等项目。

- **电梯后市场业务快速发展：**一方面受整个销售数量增长的影响，安装及维保收入保持持续较快的增长。2016 年，上海三菱电梯安装、维保等服务业收入超过 45 亿元，占营业收入的比例超过 25%。

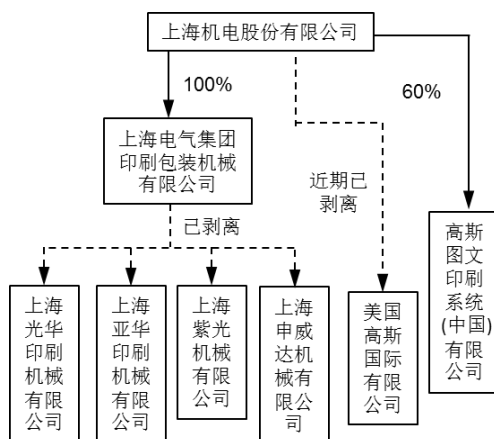
另一方面，保养、维修站点不断加快建设的同时，通过信息化的建设以及各种保养作业形式的补充。截止 2016 年 12 月底，已在全国设立了超过 80 家直属分支机构，将产品安装、保养、修理改造、备品配件销售等服务逐步延伸、覆盖到全国各省市，并在此基础上设立了 360 多家维保服务网络，形成了全国 24 小时服务热线咨询服务；110 联动紧急救援专线服务；超前提醒式服务；产品保驾服务；远程监视系统；小区检测系统和地理信息系统等特色服务。

随着《特种设备安全法》正式执行，明确了各个环节的责任主体，维保市场份额将向电梯制造厂家集中，市场保有量大以及直销比例高的企业有望获益更多，预计未来几年上海三菱电梯的服务业收入将会保持稳定的增长。考虑到公司目前的自维保率仅达 1/3，我们保守判断后维保业务在未来 3-5 年内将保持 15%左右的速度增长。

4. 整合持续亏损的印刷包装业务，甩包袱轻上阵

- 公司从 2014 年开始，推进印机包装业务的改革，子公司上海电气集团印刷包装机械有限公司相继剥离了上海光华、上海亚华、上海紫光、上海申威达的资产。
- 2015 年，公司的大股东上海电气（集团）总公司替美国高斯国际偿还了 2.25 亿美元贷款及所欠贷款利息 445.50 万美元，电气总公司替高斯国际偿还了贷款及利息总计 2.29 亿美元，电气总公司由高斯国际的贷款担保人变成了高斯国际的债权人。至此，公司持续亏损的印刷包装业务已完全剥离，解决了印刷包装业务对公司业绩的拖累，实现轻装上阵。

图表 39：公司对印刷包装业务进行资产剥离



来源：公司公告，中泰证券研究所

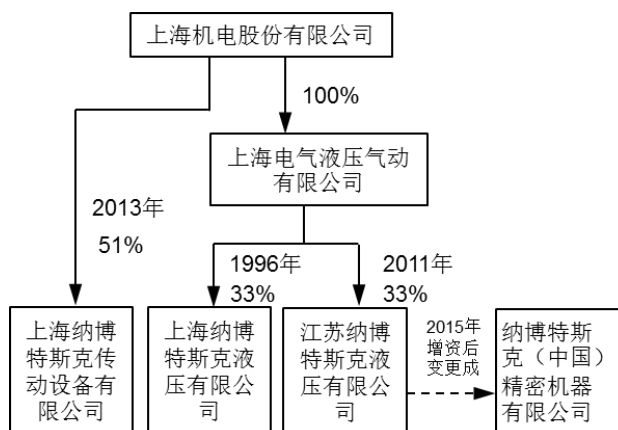
5. 布局新兴业务：精密减速器进入收获期

- **中国工业机器人市场快速增长：**据国际机器人联合会 IFR 报告显示，中

国工业机器人年装机量 2014 年超过日本和欧美，达到 3.2 万台，占世界总量的 20%，已一跃成为全球机器人及智能装备产业的最大市场。

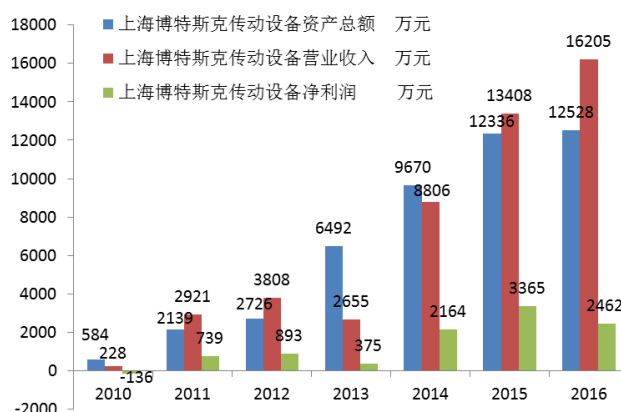
- **日本纳博为全球精密减速机绝对龙头：**日本纳博是原帝人制机和原纳博克在 2003 年 9 月合并成立。它的精密减速机产品是一种专为工业机器人定制的本体核心部件(简称机器人关节,包括机械手臂腕部以及底座)。自 1985 年发明至今，日本纳博的精密减速机已累计向全球销售 500 万台，其生产的精密减速机扭矩大且精度高，高刚性且抗振性强，尤其产品质量保障期超长。20 多年来，日本纳博精密减速机全球市场占有率稳居 60%，持续保持世界第一。
- 上海纳博传动成立于 2010 年 4 月，是由日本纳博的全资子公司，负责中国地区范围内日本纳博精密减速机的销售。产品主要供应于多关节工业机器人制造商及工业自动化系统集成应用行业制造商等。

图表 40：公司与纳博特斯克子公司的股权关系



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 41：纳博特斯克传动设备近年来营收快速增长



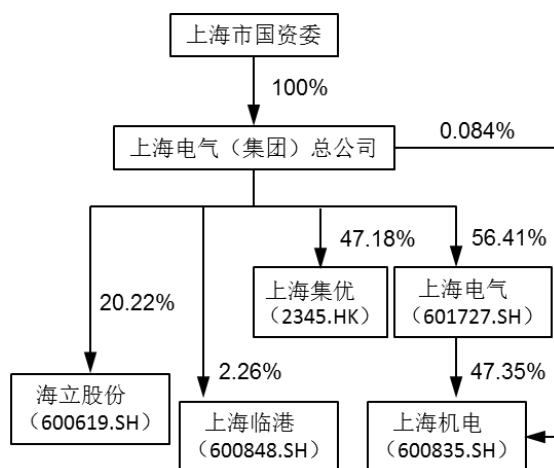
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2013 年增资控股上海纳博特斯克传动设备：**2013 年 4 月，公司以 1914 万元现金增资上海纳博特斯克传动设备，增资完成后持股 51%。13 年至今，上海纳博传动营收保持快速增长，CAGR 达 57%。合资公司为未来精密减速机及相关产品在中国研发、组装生产、制造及服务打下基础。
- **2015 年增资江苏纳博特斯克液压公司，变更为：**江苏纳博位于江苏武进高新区，由日本纳博与液气公司 2011 年共同出资设立，注册资本 4000 万美元，其中日本纳博占 67% 股权；液气公司占 33% 股权。公司主营业务生产销售液压挖掘机用的行走马达等产品。
2015 年，江苏纳博变更名为纳博精机，主营也变更为从事生产机器人精密减速机。同时日本纳博增资 670 万美元，液气公司增资 330 万美元。
- **纳博精机产品生产、销售进度超预期：**2016 年 5 月，纳博精机的精密减速机产品正式投入生产，原规划为 2019-2020 年一期达到 10 万台产能，二期 20 万台的产能。公司 2016 年减速机销量达 1 万台，实现销售收入 5183 万元。以目前的进度来看，2017 年减速机产量有望达到 7 万台，并实现盈亏平衡。我们判断，公司在 2018 年即有望提前完成一期的产能目标，2020 年左右可实现 20 万台的产能。

四、背靠上海电气集团，未来有望受益国企改革

- 上海电气（集团）总公司是中国最大的装备制造业集团之一，是集工程设计、产品开发、设备制造、工程成套和技术服务为一体的大型装备集团，总资产近两千亿元，企业 200 家，目前控股上海电气、上海机电、海立股份、上海集优（港股）4 家上市公司，主要产品有火电、核电、风电、燃机、输配电、电梯、机床、制冷压缩机、环保、自动化、轨道交通设备、机械基础件等产品。

图表 42：上海电气集团总公司下属控股、参股上市公司



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 上海电气（集团）总公司未来有望整体上市：电气（集团）总公司深化和推进国企改革的目标是实现整体上市，未来会有选择性地把自己的优质资产整合注入公司，以实现电气（集团）总公司的整体上市。

图表 43：上海国企改革政策性文件

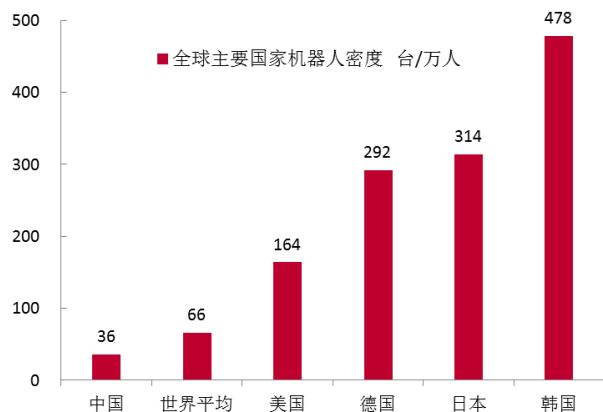
时间	文件
2013.11	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》
2013.12	《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》(上海国改 20 条)
2014.07	《关于推进本市国有企业积极收展混合所有制经济的若干意见》
2015.06	《浦东国资国企改革 18 条》
2016.01	《本市国有企业混合所有制改制操作指引（试行）》
2017.02	上海召开“国资国企改革大会”

来源：中泰证券研究所

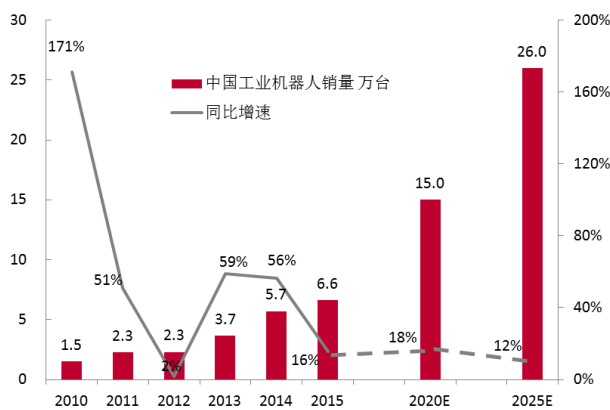
- 重点关注集团内优质资产：如 Fanuc 机器人业务等。上海发那科机器人有限公司是上海电气（集团）总公司所属上海电气实业公司与日本 FANUC 株式会社联合组建的高科技合资企业。公司的主营业务为机器人、机器人自动化工程、全电动注塑设备、高精度电火花加工机、小型加工中心及自动化加工成套工程。同时提供革命性的软件、控制及视觉系统。

中国工业机器人市场需求持续：根据 2014 年数据，中国的机器人使用密度仅为 36 台/万人，远低于世界平均水平与发达国家水平，市场空间很大。根据 IFR 预计，2018 年中国工业机器人市场销量有望超越

15万台。同时《机器人产业“十三五”发展规划》提出到2020年，中国工业机器人年销量将达到15万台(CAGR=18%)，保有量达80万台；到2025年，中国工业机器人年销量将达到26万台(CAGR=12%)，保有量达180万台；到“十三五”末，中国机器人产业集群产值破千亿。

图表 44：中国机器人密度仍远远落后


来源：IFR，中泰证券研究所

图表 45：中国工业机器人有望持续高速发展


来源：IFR，中泰证券研究所

FANUC 为专门研究数控系统的公司，占据了全球 70% 的市场份额。它也是当今世界上数控系统科研、设计、制造、销售实力最强大的企业。发那科 2013 年装机量突破 33 万台，在中国的市场占有率为 23%。

五、盈利预测与估值

1. 盈利预测

- **核心假设：**宏观经济复苏平稳，房地产行业、轨道交通行业平稳发展，电梯销量增速稳定，新兴业务顺利拓展。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 207 亿元、229 亿元、253 亿元，同比分别增长 9.7%、10.0%、10.8%；归属于母公司净利润分别为 15.7 亿元、17.1 亿元、18.6 亿元，同比分别增长 8.15%、8.84%、8.91%；对应 EPS 分别为 1.53 元、1.67 元、1.82 元。

2. 估值分析与投资建议

- **PE 估值分析：**对国内电梯行业公司估值比较，上海机电估值相对偏低，考虑到公司在电梯行业的龙头地位，并受益于上海国企改革概念，应享受高于行业平均估值的溢价。

图表 46：国内电梯行业公司估值比较：上海机电整体估值偏低

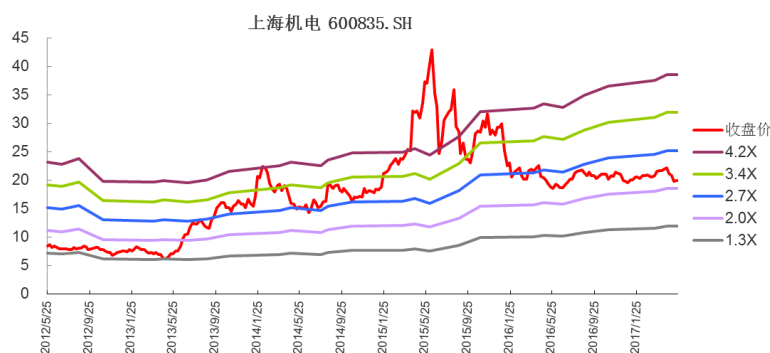
上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
上海机电	600835.SH	19.86	1.79	1.42	1.53	1.67	1.82	18	15	13	12	11
康力电梯	002367.SZ	11.95	0.66	0.56	0.56	0.57	0.65	26	20	21	21	18
江南嘉捷	601313.SH	9.07	0.57	0.40	0.41	0.43	0.47	27	25	22	21	20

远大智能	002689.SZ	6.83	0.12	0.08	0.11	0.13	0.15	56	73	61	53	47
广日股份	600894.SH	12.2	2.49	1.24	0.90	0.95	0.89	8	12	14	13	14
平均								27	29	26	24	22

来源：中泰证券研究所（估价更新至 2017.05.21，除上海机电外估值均为 wind 一致性预期）

- PB 估值分析：**横向比较，公司目前 PB 估值 2.2x，在同行业中估值相对便宜（康力电梯 PB 为 2.6x、江南嘉捷 PB 为 2.2x，远大智能 PB 为 4.7x）。纵向来看，公司目前的估值处于历史估值中枢下方。

图表 47：横向比较，估值享受龙头溢价；纵向比较，处于历史低位



资料来源：wind，中泰证券研究所整理

- 公司为国内电梯行业龙头，受益上海国企改革。**预计公司 2017-2019 年净利润达 15.7、17.1、18.6 亿元，对应 EPS 为 1.53、1.67、1.82 元，PE 为 13x、12x、11x，公司估值为机械行业最低之一，首次给予“增持”评级。

六、风险提示

- 电梯行业受房地产投资和基建投资影响的风险：**电梯的下游行业中，房地产占比约为 50%，基建占比约为 30%~40%。国内的房地产投资与基建投资直接影响到下游的电梯销量。
- 主要产品价格及销量增速低于预期风险：**电梯行业竞争激烈，公司保持和扩大市场份额，将采取积极的销售策略。产品的价格存在进一步下滑的风险，毛利空间会受压缩。
- 新兴业务拓展低于预期风险：**公司的参股企业盈利情况较好，其产品的销售情况将对公司业绩产生较大影响；
- 宏观经济波动风险：**公司为制造业企业，宏观经济的波动将直接影响到公司的订单、生产经营、产品销售的各个环节。

图表 48：上海机电三张表

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20,778,933	19,295,535	18,938,552	20,781,273	22,865,635	25,328,264
增长率	4.38%	-7.1%	-1.9%	9.7%	10.0%	10.8%
营业成本	-16,242,128	-15,117,878	-14,780,968	-16,009,893	-17,643,124	-19,419,180
% 销售收入	78.2%	78.3%	78.0%	77.0%	77.2%	76.7%
毛利	4,536,805	4,177,656	4,157,584	4,771,380	5,222,511	5,909,084
% 销售收入	21.8%	21.7%	22.0%	23.0%	22.8%	23.3%
营业税金及附加	-154,535	-151,299	-148,290	-162,094	-178,352	-197,560
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-983,816	-772,144	-689,776	-831,251	-914,625	-1,013,131
% 销售收入	4.7%	4.0%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-1,876,778	-1,782,458	-1,348,474	-1,496,252	-1,669,191	-1,848,963
% 销售收入	9.0%	9.2%	7.1%	7.2%	7.3%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	1,521,676	1,471,756	1,971,045	2,281,784	2,460,342	2,849,430
% 销售收入	7.3%	7.6%	10.4%	11.0%	10.8%	11.3%
财务费用	227,864	318,083	283,500	188,321	239,494	297,026
% 销售收入	-1.1%	-1.6%	-1.5%	-0.9%	-1.0%	-1.2%
资产减值损失	-124,042	-243,483	-186,235	-134,586	-163,958	-201,842
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	316,312	1,151,206	564,831	718,870	739,580	703,552
% 净利润	14.9%	36.0%	20.5%	21.7%	21.0%	18.1%
营业利润	1,941,810	2,697,563	2,633,141	3,054,388	3,275,457	3,648,166
营业利润率	9.3%	14.0%	13.9%	14.7%	14.3%	14.4%
营业外收支	184,900	497,295	124,585	258,874	253,848	233,979
税前利润	2,126,709	3,194,858	2,757,726	3,313,262	3,529,305	3,882,145
利润率	10.2%	16.6%	14.6%	15.9%	15.4%	15.3%
所得税	-326,917	-394,482	-344,119	-414,158	-441,163	-485,268
所得税率	15.4%	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	1,799,792	2,800,376	2,413,606	2,899,105	3,088,142	3,396,877
少数股东损益	941,910	965,804	964,516	1,331,909	1,382,367	1,539,044
归属于母公司的净利润	857,882	1,834,572	1,449,091	1,567,196	1,705,775	1,857,833
净利率	4.1%	9.5%	7.7%	7.5%	7.5%	7.3%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,799,792	2,800,376	2,413,606	2,899,105	3,088,142	3,396,877
少数股东损益	0	0	0	1,331,909	1,382,367	1,539,044
非现金支出	364,208	480,115	404,704	368,318	399,947	440,300
非经营收益	-580,093	-1,404,241	-797,226	-959,839	-976,165	-920,268
营运资金变动	206,002	-537,475	-21,511	318,508	654,228	838,411
经营活动现金净流	1,789,910	1,338,775	1,999,574	3,958,000	4,548,519	5,294,364
资本开支	383,746	285,992	495,009	-231,086	-191,849	-181,533
投资	139,350	-23,338	322,966	321,383	284,723	302,817
其他	-223,313	249,655	771,017	718,870	739,580	703,552
投资活动现金净流	-467,708	-59,676	598,965	1,271,339	1,216,152	1,187,902
股权募资	4,221	0	0	0	0	0
债权募资	-5,166	3,969	-19,000	-29,500	0	0
其他	-1,088,606	-817,766	-1,133,825	-19,194	-457,041	-17,263
筹资活动现金净流	-1,089,551	-813,797	-1,152,825	-48,694	-457,041	-17,263
现金净流量	232,650	465,302	1,445,713	5,180,644	5,307,630	6,465,003

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	12,118,008	12,782,495	13,939,115	17,787,851	21,713,114	26,639,074
应收账款	2,711,734	2,568,647	2,665,024	2,771,026	3,048,960	3,377,333
存货	7,661,130	6,872,325	7,387,991	7,456,662	8,265,683	9,150,956
其他流动资产	2,160,262	2,935,237	2,805,567	3,006,192	3,300,173	3,619,863
流动资产	24,651,133	25,158,703	26,797,696	31,021,731	36,327,931	42,787,227
% 总资产	82.8%	84.3%	84.4%	86.8%	88.8%	90.7%
长期投资	2,530,037	2,477,070	2,476,011	2,476,011	2,476,011	2,476,011
固定资产	1,980,308	1,770,161	1,826,308	1,558,262	1,286,444	1,018,776
% 总资产	6.7%	5.9%	5.8%	4.4%	3.1%	2.2%
无形资产	409,358	264,842	438,362	500,465	598,291	679,947
非流动资产	5,117,962	4,694,031	4,943,343	4,737,399	4,563,408	4,377,396
% 总资产	17.2%	15.7%	15.6%	13.2%	11.2%	9.3%
资产总计	29,769,095	29,852,734	31,741,039	35,759,130	40,891,339	47,164,622
短期借款	174,253	50,021	29,604	156,073	204,754	455,313
应付账款	17,864,828	18,006,630	18,780,025	19,416,397	21,359,865	23,628,960
其他流动负债	931,886	876,727	938,876	1,434,800	1,086,717	1,189,370
流动负债	18,970,967	18,933,378	19,748,506	21,007,270	22,651,336	25,273,643
长期贷款	1,416,282	367,178	345,255	345,255	345,255	345,255
其他长期负债	618,054	65,692	56,817	356,817	756,817	1,010,917
负债	21,005,303	19,366,249	20,150,577	21,709,341	23,753,408	26,629,814
普通股股东权益	6,237,143	8,119,111	9,214,584	10,342,002	12,047,778	13,905,611
少数股东权益	2,351,289	2,367,374	2,375,878	3,707,786	5,090,153	6,629,197
负债股东权益合计	29,593,736	29,852,734	31,741,039	35,759,130	40,891,339	47,164,622

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.839	1.794	1.417	1.532	1.668	1.817
每股净资产 (元)	6.098	7.939	9.010	10.112	11.780	13.596
每股经营现金净流 (元)	1.750	1.309	1.955	2.568	3.096	3.672
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.430	0.430	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.75%	22.60%	15.73%	15.16%	14.16%	13.36%
总资产收益率	2.90%	6.15%	4.57%	4.44%	4.27%	4.06%
投入资本收益率	-29.33%	-30.06%	-39.25%	-34.34%	-32.37%	-30.48%
增长率						
营业总收入增长率	4.38%	-7.14%	-1.85%	9.73%	10.03%	10.77%
EBIT增长率	15.22%	-3.28%	33.92%	15.77%	7.83%	15.81%
净利润增长率	-9.11%	113.85%	-21.01%	8.15%	8.84%	8.91%
总资产增长率	9.79%	0.88%	6.33%	12.66%	14.35%	15.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.1	39.7	38.8	38.0	38.0	38.0
存货周转天数	157.8	175.4	176.1	170.0	171.0	172.0
应付账款周转天数	46.7	43.9	42.0	41.8	41.6	41.4
固定资产周转天数	28.2	29.9	30.3	26.6	20.7	15.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-122.58%	-117.92%	-117.03%	-124.15%	-124.68%	-128.04%
EBIT利息保障倍数	-6.7	-4.6	-7.0	-12.1	-10.3	-9.6
资产负债率	70.98%	64.87%	63.48%	60.20%	57.14%	55.12%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。