

上海机电 (600835.SH)**工程机械行业**

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：10.37元

业绩符合预期

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	806.50
总市值(百万元)	10,605.81
年内股价最高最低(元)	15.02/10.37
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19

**公司基本情况(人民币)**

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.455	0.651	0.870	1.046	1.240
每股净资产(元)	4.84	5.37	6.14	7.03	8.12
每股经营性现金流(元)	1.98	1.75	1.43	1.70	2.01
市盈率(倍)	30.04	16.27	14.56	12.12	10.22
行业优化市盈率(倍)	35.36	33.65	24.93	24.93	24.93
净利润增长率(%)	-27.97%	42.94%	33.72%	20.15%	18.55%
净资产收益率(%)	9.41%	12.13%	14.19%	14.87%	15.27%
总股本(百万股)	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前3季度实现营业收入11,432百万元，同比增长17.31%；归属母公司股东的净利润649百万元，同比增长22.57%，EPS为0.63元。业绩符合预期。

经营分析

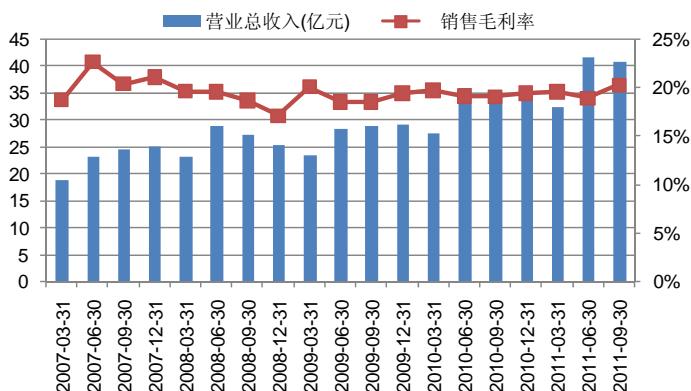
- **下游需求情况良好：**公司3季度延续了良好的发展势头，实现了收入和利润的稳定增长。其主要原因是电梯需求持续旺盛，这与房屋新开工面积和竣工面积保持较快增长有关。前三季度全国房地产开发投资4.42万亿元，同比增长32%；新开工面积14.8亿平方米，同比增长23.7%；竣工面积4.3亿平方米，同比增长17.8%。
- **市场格局有利公司发展：**今年以来，电梯市场占有率最高的奥的斯电梯深陷“质量门”，对其品牌形象造成了较大冲击。这将直接利好奥的斯的竞争对手——上海三菱和日立电梯，上海三菱作为国内第二大电梯企业有望借助这一机会冲击奥的斯的市场第一地位。
- **资产处置初见成效：**公司3季度毛利率为20.24%，为公司08年以来单季最高毛利率。前3季度综合毛利率为19.56%，比10年同期提高了0.31个百分点。毛利率的提升体现了公司不良资产处置初见成效。
- **费用控制良好：**公司3季度期间费用为1,274百万元，同比增长10.21%，低于收入增速；期间费用率为11.14%，低于去年同期的11.86%，其主要原因是公司业务整合完成后管理费用有所下降。
- **3季度投资收益有所下降：**公司3季度投资收益为280百万元，同比仅增长2.41%，其主要原因是受宏观调控影响，合营/联营企业3季度投资收益为78百万元，同比减少了18.41%；此外公司转让上海绿洲实业公司股权带来18百万元投资损失，由此导致3季度投资收益下降。
- **预收收款持续增加：**3季度末公司的预收帐款达到6,328百万元，较年初增长35.68%，较6月底增加564百万元，显示公司订单形势良好，未来收入增长有保障。

董亚光 分析师 SAC执业编号：S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

盈利预测和投资建议

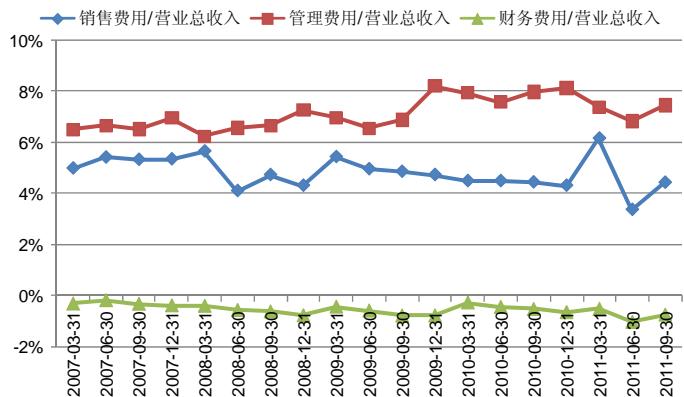
- 我们维持对公司 11-12 年的盈利预测，预计公司 11~13 年分别实现收入 15,505、18,230 和 21,336 百万元，净利润分别为 890、1,069 和 1,268 百万元，同比分别增长 33.72%、20.15% 和 18.55%，EPS 分别为 0.87、1.05 和 1.24 元。
- 公司目前股价对应 11 年 PE 为 12 倍，维持买入评级。

图表1：单季收入与毛利率

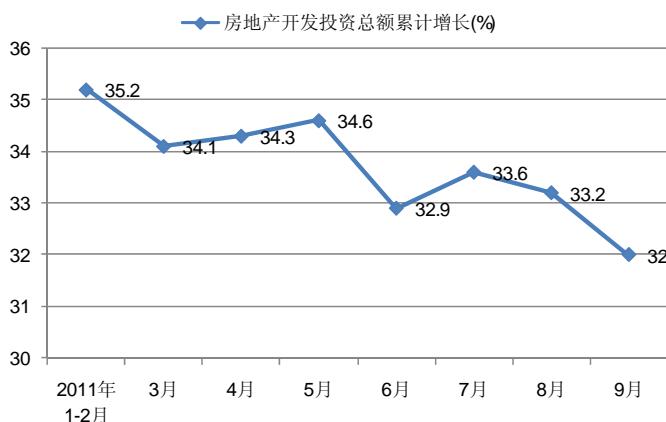


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：三项费用比率

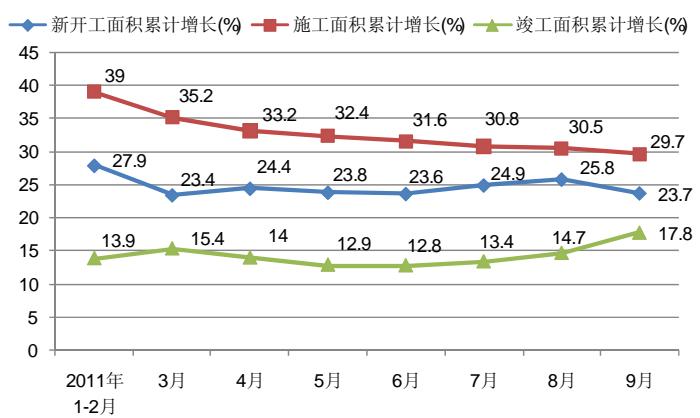


图表3：房地产开放投资总额增速下降



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表4：房地产开工、施工、竣工面积增长情况



图表5：分项业务预测

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电梯业务						
销售收入(百万元)	7,539.83	8,225.90	10,064.96	12,279.25	14,980.69	17,976.83
增长率(YOY)	23.07%	9.10%	22.36%	22.00%	22.00%	20.00%
毛利率	21.31%	20.39%	20.56%	20.50%	20.50%	20.50%
销售成本(百万元)	5,933.13	6,548.32	7,995.54	9,762.01	11,909.65	14,291.58
增长率(YOY)	26.56%	10.37%	22.10%	22.09%	22.00%	20.00%
毛利(百万元)	1,606.70	1,677.59	2,069.42	2,517.25	3,071.04	3,685.25
增长率(YOY)	11.72%	4.41%	23.36%	21.64%	22.00%	20.00%
占总销售额比重	72.17%	74.87%	75.91%	79.19%	82.17%	84.25%
占主营业务利润比重	82.05%	79.96%	80.85%	82.47%	83.88%	84.74%
人造板业务						
销售收入(百万元)	701.17	629.18	604.85	272.18	0.00	0.00
增长率(YOY)	-15.44%	-10.27%	-3.87%	-55.00%	-100.00%	#DIV/0!
毛利率	13.08%	11.61%	8.36%	7.00%	7.00%	7.00%
销售成本(百万元)	609.43	556.12	554.28	253.13	0.00	0.00
增长率(YOY)	-9.68%	-8.75%	-0.33%	-54.33%	-100.00%	#DIV/0!
毛利(百万元)	91.74	73.07	50.57	19.05	0.00	0.00
增长率(YOY)	-40.62%	-20.35%	-30.79%	-62.32%	-100.00%	#DIV/0!
占总销售额比重	6.71%	5.73%	4.56%	1.76%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	4.68%	3.48%	1.98%	0.62%	0.00%	0.00%
液压机器业务						
销售收入(百万元)	497.06	512.89	542.50	607.60	668.36	735.19
增长率(YOY)	31.23%	3.19%	5.77%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	7.12%	4.52%	5.19%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本(百万元)	461.66	489.74	514.33	571.14	628.26	691.08
增长率(YOY)	32.57%	6.08%	5.02%	11.05%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	35.40	23.16	28.17	36.46	40.10	44.11
增长率(YOY)	15.90%	-34.59%	21.62%	29.43%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	4.76%	4.67%	4.09%	3.92%	3.67%	3.45%
占主营业务利润比重	1.81%	1.10%	1.10%	1.19%	1.10%	1.01%
印刷包装业务						
销售收入(百万元)	431.88	487.89	828.60	994.32	1,193.19	1,431.83
增长率(YOY)	-25.33%	12.97%	69.83%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	9.41%	17.97%	22.38%	22.00%	22.50%	22.50%
销售成本(百万元)	391.24	400.22	643.20	775.57	924.72	1,109.67
增长率(YOY)	-18.88%	2.29%	60.71%	20.58%	19.23%	20.00%
毛利(百万元)	40.64	87.67	185.40	218.75	268.47	322.16
增长率(YOY)	-57.71%	115.74%	111.47%	17.99%	22.73%	20.00%
占总销售额比重	4.13%	4.44%	6.25%	6.41%	6.55%	6.71%
占主营业务利润比重	2.08%	4.18%	7.24%	7.17%	7.33%	7.41%
工程机械业务						
销售收入(百万元)	377.43	480.37	501.15	651.50	749.23	861.61
增长率(YOY)	24.91%	27.27%	4.33%	30.00%	15.00%	15.00%
毛利率	29.06%	32.78%	30.12%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本(百万元)	267.77	322.89	350.21	475.60	546.94	628.98
增长率(YOY)	24.29%	20.59%	8.46%	35.80%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	109.67	157.48	150.95	175.91	202.29	232.63
增长率(YOY)	26.45%	43.60%	-4.15%	16.53%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	3.61%	4.37%	3.78%	4.20%	4.11%	4.04%
占主营业务利润比重	5.60%	7.51%	5.90%	5.76%	5.52%	5.35%
焊材业务						
销售收入(百万元)	588.98	408.97	440.21	418.20	334.56	0.00
增长率(YOY)	-10.07%	-30.56%	7.64%	-5.00%	-20.00%	-100.00%
毛利率	5.50%	8.03%	6.42%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本(百万元)	556.59	376.12	411.93	393.10	314.48	0.00
增长率(YOY)	-6.54%	-32.42%	9.52%	-4.57%	-20.00%	-100.00%
毛利(百万元)	32.39	32.85	28.28	25.09	20.07	0.00
增长率(YOY)	-45.49%	1.42%	-13.91%	-11.28%	-20.00%	-100.00%
占总销售额比重	5.64%	3.72%	3.32%	2.70%	1.84%	0.00%
占主营业务利润比重	1.65%	1.57%	1.10%	0.82%	0.55%	0.00%

冷气机业务						
销售收入(百万元)	44.06	53.04	38.49	24.00	20.40	18.36
增长率(10%)	24.62%	20.39%	-27.43%	-37.65%	-15.00%	-10.00%
毛利率	16.49%	28.14%	17.08%	13.00%	13.00%	13.00%
销售成本(百万元)	36.79	38.12	31.91	20.88	17.75	15.97
增长率(10%)	22.25%	3.59%	-162.7%	-34.58%	-15.00%	-10.00%
毛利(百万元)	7.26	14.92	6.58	3.12	2.65	2.39
增长率(10%)	38.20%	105.48%	-55.94%	-52.55%	-15.00%	-10.00%
占总销售额比重	0.42%	0.48%	0.29%	0.15%	0.11%	0.09%
占主营业务利润比重	0.37%	0.71%	0.26%	0.10%	0.07%	0.05%

其他						
销售收入(百万元)	266.97	187.98	239.12	258.24	284.07	312.48
增长率(10%)	-4.98%	-29.59%	27.20%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.92%	16.67%	16.83%	22.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	232.49	156.65	198.87	201.43	227.26	249.98
增长率(10%)	-4.22%	-32.62%	26.96%	1.29%	12.82%	10.00%
毛利(百万元)	34.48	31.33	40.24	56.81	56.81	62.50
增长率(10%)	-9.79%	-9.13%	28.43%	41.18%	0.00%	10.00%
占总销售额比重	2.56%	1.71%	1.80%	1.67%	1.56%	1.46%
占主营业务利润比重	1.76%	1.49%	1.57%	1.86%	1.55%	1.44%

销售总收入(百万元)	10447.38	10986.24	13259.88	15505.30	18230.49	21336.29
销售总成本(百万元)	8489.10	8888.16	10700.28	12452.86	14569.05	16987.26
毛利(百万元)	1958.28	2098.08	2559.60	3052.44	3661.44	4349.04
平均毛利率	18.74%	19.10%	19.30%	19.69%	20.08%	20.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 受房地产调控影响，11年1~9月房地产投资和房屋新开工面积增速均成下降趋势。由于电梯交付周期相对较长，需求反应具有一定迟滞性，相关影响有可能在1~2年内传导至电梯行业。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	9	16
买入	0	0	0	3	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.20	1.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-27	买入	13.10	17.86 ~ 17.86
2 2011-03-25	买入	13.82	N/A
3 2011-04-29	买入	12.97	N/A
4 2011-05-10	买入	12.91	N/A
5 2011-08-19	买入	12.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61356534
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B