

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): 8.88 元

收入和利润低于预期

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)	9,081.93
年内股价最高最低(元)	14.19/7.54
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.651	0.696	0.735	0.771	0.882
每股净资产(元)	5.37	5.80	6.44	5.85	6.58
每股经营性现金流(元)	1.75	1.51	0.82	0.72	0.76
市盈率(倍)	16.27	11.40	12.08	11.52	10.07
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	42.94%	6.87%	5.70%	4.81%	14.40%
净资产收益率(%)	12.13%	11.99%	11.42%	13.17%	13.39%
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 11 年全年实现营业收入 14,502 百万元, 同比增长 9.37%; 归属母公司股东的净利润 711 百万元, 同比增长 6.87%, EPS 0.70 元。收入和净利润低于我们预期。11 年公司利润分配预案为每 10 股派送现金红利 3 元。

经营分析

- **4 季度收入低于预期:** 公司第 4 季度实现营业收入 3,071 百万元, 低于 3 季度的 4,066 百万元, 也低于 10 年同期的 3,516 百万元。收入不达预期可能与房地产调控导致电梯推迟确认收入有关 (11 年下半年电梯收入同比增长 6.83%, 明显低于上半年的 18.30%)。
- **综合毛利率保持稳定:** 11 年公司的综合毛利率为 19.64%, 较去年提高 0.3 个百分点。主要是占收入比重 79.0% 的电梯业务毛利率小幅提升至 20.99%, 而工程机械业务受调控影响毛利率下降为 25.92%, 比上年减少 4.58 个百分点, 两者互相抵消导致总体毛利率稳中有升。预计 12 年下半年公司将完成收购美国高斯, 印刷包装业务收入将大幅提高, 但毛利率下降, 将拉低主营业务毛利率。
- **管理费用增加较快, 全年费用率控制良好:** 公司全年期间费用为 1,276 百万元, 较 10 年增加 10.53%, 期间费用率为 11.90%, 比 10 年略有提升; 主要是由于公司持续投入研发和人力成本增长导致管理费用增加较快, 当期管理费用为 1,218 百万元, 比 10 年提高 13.1%。
- **投资收益有所下降:** 公司 11 年实现投资收益 345 百万元, 较 10 年减少 3.6%。从参股子公司的净利润情况看, 上海法维莱 (11 年同比下降 93%)、上海 ABB (下降 56%) 和上海萨澳液压传动 (下降 44%) 三者净利润合计同比减少了约 234 百万元, 是导致投资收益减少的主要因素; 此外, 公司转让上海绿洲实业公司股权带来了 18 百万元投资损失。
- **经营性现金流仍较理想:** 公司 11 年经营活动产生的现金流为 1,542 百万元, 虽较 10 年减少 245 百万元, 但仍远高于净利润, 主要是因为预收账款大幅增加了 2,186 百万元, 至 6,849 百万元 (同比增长 46.8%) 所致; 而期末公司存货为 3,192 百万元, 同比增长 26.1%; 预付账款达 758 百万元, 同比增长 50.2%, 相应产生了现金流出。

相关报告

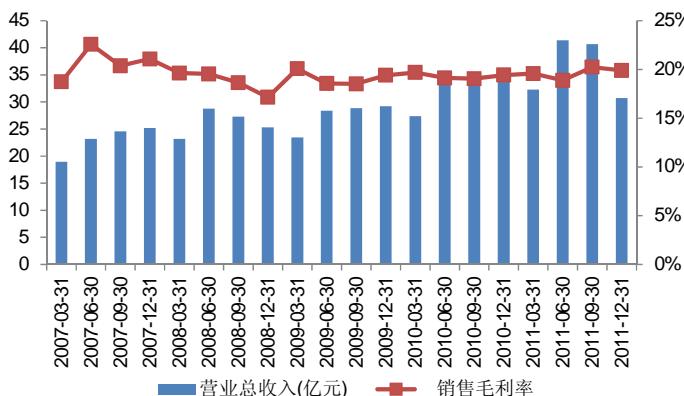
1. 《收购美国高斯, 壮大印包机械业务》, 2012.2.9
2. 《业绩符合预期》, 2011.10.21
3. 《2 季度发力, 业绩好于预期》, 2011.8.19

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

刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

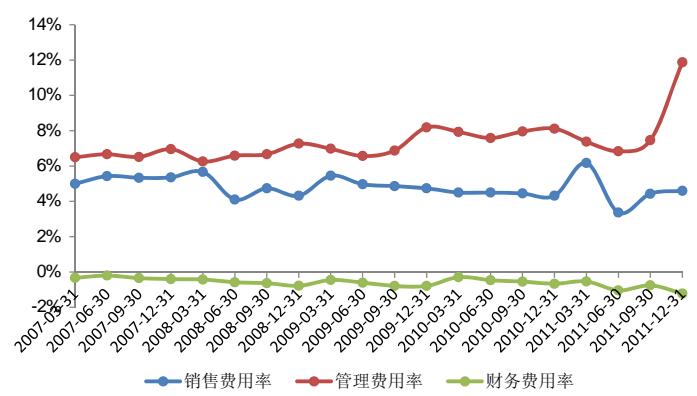
- **经营目标稳健：**公司预计 2012 年将实现主营业务收入 137 亿元（不考虑合并美国高斯收入，考虑工程机械和人造板业务转出），主营业务利润约 25.5 亿元，该计划符合公司一贯的保守风格。

图表1：单季收入与毛利率



来源：公司公报，国金证券研究所

图表2：单季三项费用率



分项业务点评

- **电梯业务市占率有望进一步提升：**11 年公司电梯业务发展良好，上海三菱产销电梯超过 4.5 万台，营业收入达到 11,453 百万元。同时，公司的主要竞争对手、电梯市占率第一的奥的斯电梯深陷“质量门”，对其企业品牌造成不利影响，上海三菱有望借助此次机会，抢占市场，冲击奥的斯的市场地位，市占率或将进一步扩大。
- **印包机械业务持续向好：**公司印包机械业务随着公司业务整合和重组而出现持续向好，印刷包装机械全年实现营业收入 928 百万元，同比增长 6.01%。2012 年初，公司启动收购美国高斯国际的进程，预计到 2012 年上半年，公司将完成收购美国高斯国际的股权，印包机械业务将进一步完善产业布局。
- **工程机械与柳工集团强强合作：**11 年公司工程机械业务保持快速发展，金泰工程全年实现营业收入 649 百万元，同比增长 26%；实现净利润 48 百万元，同比增长 20%。12 年，金泰工程现已收到柳工集团 611 百万元的现金出资入股，增资后柳工集团占 51% 股权，上海机电占 46.45% 股权，此次项目增加公司 12 年合并净利润约 1.2 亿元，增厚 EPS 约 0.12 元。未来金泰可借助柳工在工程机械行业的经验和地域资源，发展空间更加广阔。

预测和投资建议

- 考虑到 12 年下半年美国高斯的并表，以及鉴于电梯业务增速和投资收益低于预期，我们调高了对公司 12-13 年的收入预测，但调低了利润预测。我们预计公司 12-14 年分别实现收入 15,960、18,817 和 21,071 百万元，净利润分别为 752、788 和 902 百万元，同比分别增长 5.7%、4.8% 和 14.4%，EPS 分别为 0.735、0.771 和 0.882 元。
- 公司目前股价对应 12 年 PE 为 12 倍，维持买入评级

图表3: 分项业务预测

电梯业务						
销售收入 (百万元)	8,225.90	10,064.96	11,287.91	12,416.70	13,658.37	15,024.21
增长率 (10%)	9.10%	22.36%	12.15%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.39%	20.56%	20.99%	20.50%	20.50%	20.50%
销售成本 (百万元)	6,548.32	7,995.54	8,918.98	9,871.28	10,858.40	11,944.24
增长率 (10%)	10.37%	22.10%	11.55%	10.68%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	1,677.59	2,069.42	2,368.93	2,545.42	2,799.97	3,079.96
增长率 (10%)	4.41%	23.36%	14.47%	7.45%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	74.87%	75.91%	77.83%	77.80%	72.59%	71.30%
占主营业务利润比重	79.96%	80.85%	83.19%	83.89%	79.52%	78.31%
人造板业务						
销售收入 (百万元)	629.18	604.85	323.04			
增长率 (10%)	-10.27%	-3.87%	-46.59%			
毛利率	11.61%	8.36%	4.96%			
销售成本 (百万元)	556.12	554.28	307.02			
增长率 (10%)	-8.75%	-0.33%	-44.61%			
毛利 (百万元)	73.07	50.57	16.02			
增长率 (10%)	-20.35%	-30.79%	-68.32%			
占总销售额比重	5.73%	4.56%	2.23%			
占主营业务利润比重	3.48%	1.98%	0.56%			
液压机器业务						
销售收入 (百万元)	512.89	542.50	639.56	671.54	738.69	849.50
增长率 (10%)	3.19%	5.77%	17.89%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	4.52%	5.19%	6.19%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本 (百万元)	489.74	514.33	599.96	631.25	694.37	798.53
增长率 (10%)	6.08%	5.02%	16.65%	5.22%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	23.16	28.17	39.60	40.29	44.32	50.97
增长率 (10%)	-34.59%	21.62%	40.60%	1.74%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	4.67%	4.09%	4.41%	4.21%	3.93%	4.03%
占主营业务利润比重	1.10%	1.10%	1.39%	1.33%	1.26%	1.30%
印刷包装业务						
销售收入 (百万元)	487.89	828.60	881.46	2,203.64	3,746.18	4,495.42
增长率 (10%)	12.97%	69.83%	6.38%	150.00%	70.00%	20.00%
毛利率	17.97%	22.38%	20.65%	17.00%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	400.22	643.20	699.45	1,829.02	3,146.79	3,776.15
增长率 (10%)	2.29%	60.71%	8.75%	161.49%	72.05%	20.00%
毛利 (百万元)	87.67	185.40	182.00	374.62	599.39	719.27
增长率 (10%)	115.74%	111.47%	-1.83%	105.83%	60.00%	20.00%
占总销售额比重	4.44%	6.25%	6.08%	13.81%	19.91%	21.33%
占主营业务利润比重	4.18%	7.24%	6.39%	12.35%	17.02%	18.29%
工程机械业务						
销售收入 (百万元)	480.37	501.15	644.90			
增长率 (10%)	27.27%	4.33%	28.68%			
毛利率	32.78%	30.12%	25.44%			
销售成本 (百万元)	322.89	350.21	480.83			
增长率 (10%)	20.59%	8.46%	37.30%			
毛利 (百万元)	157.48	150.95	164.07			
增长率 (10%)	43.60%	-4.15%	8.70%			
占总销售额比重	4.37%	3.78%	4.45%			
占主营业务利润比重	7.51%	5.90%	5.76%			
焊材业务						
销售收入 (百万元)	408.97	440.21	453.86	408.47	388.05	388.05
增长率 (10%)	-30.56%	7.64%	3.10%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	8.03%	6.42%	5.71%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本 (百万元)	376.12	411.93	427.93	383.96	364.76	364.76
增长率 (10%)	-32.42%	9.52%	3.89%	-10.27%	-5.00%	0.00%
毛利 (百万元)	32.85	28.28	25.93	24.51	23.28	23.28
增长率 (10%)	1.42%	-13.91%	-8.33%	-5.47%	-5.00%	0.00%
占总销售额比重	3.72%	3.32%	3.13%	2.56%	2.06%	1.84%
占主营业务利润比重	1.57%	1.10%	0.91%	0.81%	0.66%	0.59%

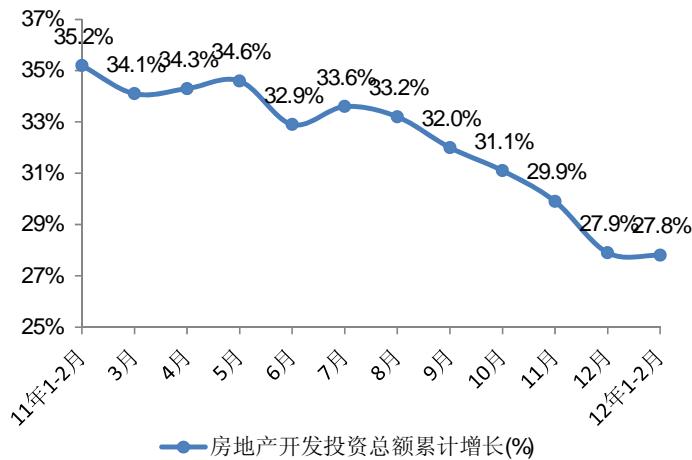
冷气机业务						
销售收入(百万元)	53.04	38.49	24.58			
增长率(10%)	20.39%	-27.43%	-36.13%			
毛利率	28.14%	17.08%	8.69%			
销售成本(百万元)	38.12	31.91	22.45			
增长率(10%)	35.9%	-16.27%	-29.67%			
毛利(百万元)	14.92	6.58	2.14			
增长率(10%)	105.48%	-55.94%	-67.50%			
占总销售额比重	0.48%	0.29%	0.17%			
占主营业务利润比重	0.71%	0.26%	0.08%			
其他						
销售收入(百万元)	187.98	239.12	247.07	259.43	285.37	313.91
增长率(10%)	-29.59%	27.20%	3.33%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.67%	16.83%	19.83%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本(百万元)	156.65	198.87	198.08	210.14	231.15	254.26
增长率(10%)	-32.62%	26.96%	-0.40%	6.09%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	31.33	40.24	49.00	49.29	54.22	59.64
增长率(10%)	-9.13%	28.43%	21.76%	0.60%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	1.71%	1.80%	1.70%	1.63%	1.52%	1.49%
占主营业务利润比重	1.49%	1.57%	1.72%	1.62%	1.54%	1.52%
销售总收入(百万元)	10986.24	13259.88	14502.38	15959.77	18816.66	21071.08
销售总成本(百万元)	8888.16	10700.28	11654.69	12925.64	15295.48	17137.95
毛利(百万元)	2098.08	2559.60	2847.68	3034.13	3521.18	3933.12
平均毛利率	19.10%	19.30%	19.64%	19.01%	18.71%	18.67%

来源：公司公告，国金证券研究所

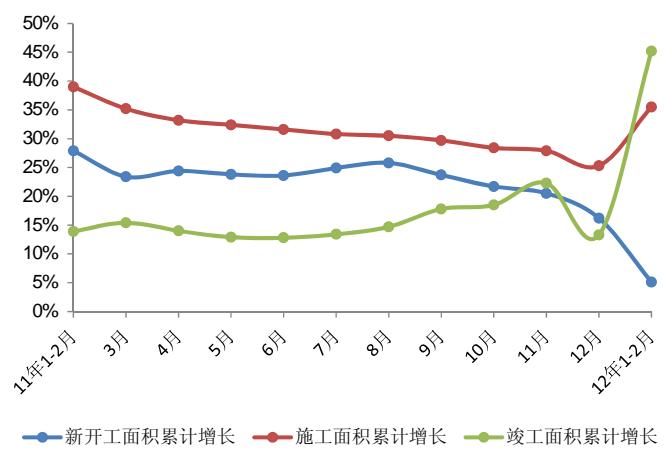
风险提示

- 由于房地产调控的影响，2012年1~2月房地产新开工面积累计增速为5.1%，远低于去年同期的27.9%。房地产新开工面积增速的下滑或将引起未来电梯需求的减少，对公司电梯业务产生不利的影响。

图表4：房地产开发投资累计增速



图表5：房地产开工、施工、竣工面积累计增速



来源：ACMR, 国家统计局，国金证券研究所

- 公司已于1季度完成转让金泰股权，将增加公司净利润约1.2亿元，增厚EPS约0.12元，对1季报影响较大。

图表6：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	10,986	13,260	14,502	15,960	18,817	21,071
增长率	20.7%	9.4%	10.0%	17.9%	12.0%	
主营业务成本	-8,888	-10,700	-11,655	-12,926	-15,295	-17,138
%销售收入	80.9%	80.7%	80.4%	81.0%	81.3%	81.3%
毛利	2,098	2,560	2,848	3,034	3,521	3,933
%销售收入	19.1%	19.3%	19.6%	19.0%	18.7%	18.7%
营业税金及附加	-36	-47	-95	-104	-123	-138
%销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-521	-572	-648	-718	-828	-917
%销售收入	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%
管理费用	-900	-1,077	-1,218	-1,373	-1,599	-1,770
%销售收入	8.2%	8.1%	8.4%	8.6%	8.5%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	641	863	887	839	971	1,109
%销售收入	5.8%	6.5%	6.1%	5.3%	5.2%	5.3%
财务费用	86	88	140	132	148	169
%销售收入	-0.8%	-0.7%	-1.0%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-115	-182	-93	-43	-59	-41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	252	358	345	466	420	453
%税前利润	26.7%	28.7%	25.6%	32.3%	27.5%	26.4%
营业利润	865	1,127	1,279	1,394	1,479	1,691
营业利润率	7.9%	8.5%	8.8%	8.7%	7.9%	8.0%
营业外收支	78	121	73	50	45	26
税前利润	942	1,248	1,352	1,444	1,524	1,717
利润率	8.6%	9.4%	9.3%	9.0%	8.1%	8.1%
所得税	-136	-162	-174	-188	-198	-223
所得税率	14.4%	12.9%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	807	1,087	1,178	1,256	1,326	1,493
少数股东损益	341	421	467	504	538	592
归属于母公司的净利润	466	666	711	752	788	902
净利率	4.2%	5.0%	4.9%	4.7%	4.2%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	807	1,087	1,178	1,256	1,326	1,493
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	303	381	287	209	226	214
非经营收益	-282	-384	-358	-395	-426	-451
营运资金变动	1,203	705	434	-230	-390	-479
经营活动现金净流	2,031	1,789	1,541	840	736	777
资本开支	-161	-200	-171	-20	6	-14
投资	-36	58	-33	12	0	0
其他	214	180	163	466	420	453
投资活动现金净流	17	38	-40	458	426	439
股权募资	6	0	4	0	-1,235	0
债权募资	72	-299	128	-330	291	-35
其他	-426	-412	-537	-45	-141	-181
筹资活动现金净流	-348	-711	-405	-375	-1,085	-216
现金净流量	1,699	1,115	1,095	923	77	1,000

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	5,906	7,020	8,028	8,951	9,028	10,028
应收款项	1,320	1,556	1,710	1,906	2,196	2,430
存货	2,105	2,530	3,192	3,010	3,269	3,334
其他流动资产	348	542	1,591	778	920	1,030
流动资产	9,678	11,649	14,522	14,644	15,412	16,822
%总资产	73.8%	76.7%	81.1%	82.2%	83.6%	85.3%
长期投资	1,279	1,457	1,697	1,685	1,684	1,684
固定资产	1,628	1,600	1,320	1,271	1,140	1,003
%总资产	12.4%	10.5%	7.4%	7.1%	6.2%	5.1%
无形资产	440	374	252	204	207	211
非流动资产	3,433	3,539	3,389	3,162	3,034	2,901
%总资产	26.2%	23.3%	18.9%	17.8%	16.4%	14.7%
资产总计	13,112	15,188	17,910	17,806	18,446	19,723
短期借款	446	231	325	0	291	256
应付款项	5,251	7,055	9,116	8,438	8,746	8,677
其他流动负债	428	398	597	387	491	531
流动负债	6,124	7,684	10,038	8,826	9,528	9,465
长期贷款	160	50	0	0	0	0
其他长期负债	59	60	47	0	0	0
负债	6,344	7,793	10,084	8,826	9,528	9,465
普通股股东权益	4,950	5,487	5,934	6,584	5,984	6,732
少数股东权益	1,818	1,907	1,892	2,396	2,934	3,526
负债股东权益合计	13,112	15,188	17,910	17,806	18,446	19,723

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.455	0.651	0.696	0.735	0.771	0.882
每股净资产	4.840	5.365	5.802	6.437	5.851	6.582
每股经营现金净流	1.983	1.748	1.508	0.821	0.720	0.760
每股股利	0.100	0.100	0.200	0.100	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	9.41%	12.13%	11.99%	11.42%	13.17%	13.39%
总资产收益率	3.55%	4.38%	3.97%	4.22%	4.27%	4.57%
投入资本收益率	7.40%	9.74%	9.43%	8.13%	9.17%	9.18%
增长率						
主营业务收入增长率	5.16%	20.70%	9.37%	10.05%	17.90%	11.98%
EBIT增长率	-10.71%	34.58%	2.72%	-5.36%	15.70%	14.21%
净利润增长率	-27.97%	42.94%	6.87%	5.70%	4.81%	14.40%
总资产增长率	25.15%	15.83%	17.93%	-0.58%	3.59%	6.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.7	29.4	30.5	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	81.1	79.1	89.6	85.0	78.0	71.0
应付账款周转天数	55.3	55.8	54.5	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	50.1	40.6	31.2	26.4	20.3	16.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-78.31%	-91.13%	-98.43%	-99.67%	-97.97%	-95.26%
EBIT利息保障倍数	-7.4	-9.9	-6.3	-6.4	-6.6	-6.6
资产负债率	48.38%	51.31%	56.30%	49.57%	51.65%	47.99%

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	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

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认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)-61038271
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：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B