

业绩符合预期 防御型股票首选

投资要点： 2012 年中报

1、事件

公司 2012 年上半年实现收入 72 亿元，同比下降-2.3%；净利润 5.5 元，同比增长 22.3%；扣非后净利润 4.1 亿元，同比下滑 10%；EPS0.54 元，扣非后 EPS0.40 元；ROE8.9%，比上年同期提升 1 个百分点。经营性现金流元 1.47 元/股，同比增长 71%。

2、我们的判断与分析

(1) 业绩符合预期，电梯收入稳步增长

上半年营业收入同比下降 2%，主要原因是公司本期同比合并范围减少上海绿洲、冷气机及金泰工程，三项业务 2011 年合计收入占比 7%。按同口径比较，公司主营业务同比增长 8%，分产品看，收入占比 86%电梯业务稳步增长，上半年收入同比增长 10%，收入占比 5%液压机器业务收入同比增长 25%，收入占比 5%印刷包装业务收入同比下滑 30%。公司投资收益同比大幅增长 54%，主要由于公司出售金泰工程部分股权增加净利润约 1.2 亿元，增厚 EPS0.12 元。

(2) 盈利能力小幅提升，费用率控制良好

上半年毛利率 19.5%，同比提升 0.3 个百分点；净利率 7.6%，同比提升 1.5 个百分点。二季度毛利率 18.6%，环比下降 2 个百分点，同比下降 0.3 个百分点。分产品看，受益钢材价格下滑，今年上半年公司高盈利能力产品的毛利率均得到提升，电梯业务毛利率 20.8%，同比提升 0.57 个百分点；印刷包装机械毛利率 22.9%，同比提升 2.4 个百分点；液压气动产品毛利率 4.8%，同比减少 1.7 个百分点；焊接器材毛利率 5.3%，同比减少 0.1 个百分点。公司费用控制良好，上半年三费和率 10.3%，同比下降 0.6 个百分点。

(3) 电梯业务业绩增长确定，印包机械盈利有保证

目前公司服务网络向周边二三级市场的延伸，2012 年完成新建 5 家分公司，在全国分公司的数量已超过 60 家，进一步完善了覆盖全国的服务网络，市占率有望进一步提升，抵御市场波动的能力得以进一步提高。目前公司电梯订单稳步增长，预计 2012 年公司电梯销量有望达 5 万台，同比增长 10%。收购高斯国际股权将于下半年并表，收购提升公司竞争

上海机电 (600835.SH)

推荐 维持评级

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

■：(8621) 2025 2602

✉：qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

■：(8621) 2025 2629

✉：zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ■：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ■：(8621) 20257807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据

	时间 2012.08.23
A 股收盘价(元)	8.56
A 股一年内最高价(元)	13.06
A 股一年内最低价(元)	7.23
上证指数	2113.07
市净率	1.47
总股本 (百万股)	1022.74
实际流通 A 股 (百万股)	806.5

相关研究

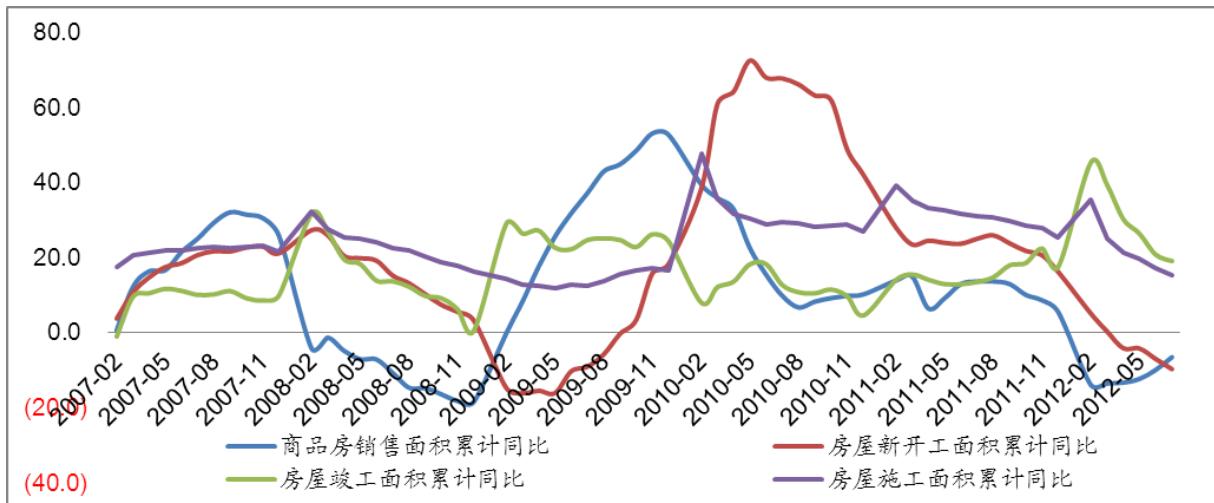
力, 未来有望发挥技术协同效应, 随着全球印包机械市场的复苏, 公司印包机械业务的发展值得期待。公司印包机械业绩有保证, 上海电气总公司承诺 2012-2014 年净利润分别为 0.2 亿、1.2 亿、1.9 亿。

3、投资建议

公司逐步剥离盈利差的资产, 引进优良资产, 有助于上海机电进一步完善产业布局, 集中产业资源, 实现机电一体化协同发展, 提升盈利能力。考虑到高斯下半年并表, 我们预计公司 2012-2014 年收入分别为 163、182、204 亿元; EPS 分别为 0.79 元, 0.88 元和 0.96 元, 对应当前股价 PE 分别为 11 倍、10 倍和 9 倍。截至 6 月 30 日, 公司持有货币现金 96 亿元 (大部分在子公司), 同比增长 22%, 现金已超过公司市值 88 亿。公司近几年股息率维持在 3.5% 左右, 属类固定收益型股票, 且公司 12 年 PE11 倍, PB1.47 倍, 估值具有安全边际, 维持“推荐”评级。风险提升: 收购整合不达预期, 新开工面积持续下滑。

附录 1: 房屋面积累计同比增速、分产品预测表

表 1: 房屋新开工面积累计同比增速持续下滑, 竣工面积仍在高位, 短期电梯需求仍较稳定



资料来源: 中国银河证券研究部, WIND.

附录 2: 分产品预测表

表 2: 分产品预测表

单位: 亿元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	109.86	132.60	145.02	162.78	181.63	203.63
电梯业务(亿元 人民币)	82.26	100.65	112.88	124.17	136.58	150.24
印刷包装业务(亿元 人民币)	4.88	8.29	8.81	26.43	31.72	38.06
挖掘机业务(亿元 人民币)	4.8	5.01	6.45	0.00	0.00	0.00
液压机器业务(亿元 人民币)	5.13	5.42	6.4	8.00	9.60	11.52
焊材业务(亿元 人民币)	4.09	4.4	4.54	3.18	2.22	1.56

人造板业务(亿元 人民币)	6.29	6.05	3.23	0.00	0.00	0.00
冷气机业务(亿元 人民币)	0.53	0.38	0.25	0.00	0.00	0.00
其他业务(亿元 人民币)	1.88	2.4	2.46	1.00	1.50	2.25
营业收入增速	5.2%	20.7%	9.4%	12.2%	11.6%	12.1%
电梯业务(%)	9.1%	22.4%	12.2%	10.0%	10.0%	10.0%
印刷包装业务(%)	13.0%	69.9%	6.3%	200.0%	20.0%	20.0%
挖掘机业务(%)	27.3%	4.4%	28.7%	-100.0%	0.0%	0.0%
液压机器业务(%)	3.2%	5.7%	18.1%	25.0%	20.0%	20.0%
焊材业务(%)	-30.6%	7.6%	3.2%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
人造板业务(%)	-10.3%	-3.8%	-46.6%	-100.0%	0.0%	0.0%
冷气机业务(%)	20.5%	-28.3%	-34.2%	-100.0%	0.0%	0.0%
其他业务(%)	-29.6%	27.7%	2.5%	0.0%	50.0%	50.0%
营业收入构成						
电梯业务(%)	74.9%	75.9%	77.8%	76.3%	75.2%	73.8%
印刷包装业务(%)	4.4%	6.3%	6.1%	16.2%	17.5%	18.7%
挖掘机业务(%)	4.4%	3.8%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
液压机器业务(%)	4.7%	4.1%	4.4%	4.9%	5.3%	5.7%
焊材业务(%)	3.7%	3.3%	3.1%	2.0%	1.2%	0.8%
人造板业务(%)	5.7%	4.6%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
冷气机业务(%)	0.5%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务(%)	1.7%	1.8%	1.7%	0.6%	0.8%	1.1%
毛利率	19.1%	19.3%	19.64%	19.2%	18.9%	18.7%
电梯业务(%)	20.40%	20.56%	20.99%	20.8%	20.5%	20.5%
印刷包装业务(%)	18.03%	22.44%	20.66%	18.0%	17.5%	17.0%
挖掘机业务(%)	32.71%	30.14%	25.43%			
液压机器业务(%)	4.48%	5.17%	6.25%	5.0%	5.5%	6.0%
焊材业务(%)	8.07%	6.36%	5.73%	5.0%	5.5%	6.0%
人造板业务(%)	11.61%	8.43%	4.95%			
冷气机业务(%)	28.30%	15.79%	12.00%			
其他业务(%)	16.49%	17.08%	19.51%	5.0%	5.0%	5.0%
主营成本	88.9	107.0	116.5	131.6	147.3	165.5
电梯业务(亿元 人民币)	65.48	79.96	89.19	98.3	108.6	119.4
印刷包装业务(亿元 人民币)	4	6.43	6.99	21.7	26.2	31.6
挖掘机业务(亿元 人民币)	3.23	3.5	4.81	0.0	0.0	0.0
液压机器业务(亿元 人民币)	4.9	5.14	6	7.6	9.1	10.8
焊材业务(亿元 人民币)	3.76	4.12	4.28	3.0	2.1	1.5
人造板业务(亿元 人民币)	5.56	5.54	3.07	0.0	0.0	0.0
冷气机业务(亿元 人民币)	0.38	0.32	0.22	0.0	0.0	0.0
其他业务(亿元 人民币)	1.57	1.99	1.98	1.0	1.4	2.1

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

附录 3: 关键指标预测表

表 3: 关键指标预测表

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	20.70%	9.37%	12.24%	11.58%	12.12%
净利润增长率	42.94%	6.87%	14.08%	10.42%	9.94%
EBITDA 增长率	28.59%	12.02%	0.57%	10.59%	9.17%
EBIT 增长率	36.91%	16.46%	23.82%	9.92%	8.39%
估值指标					
PE	13	12	11	10	9
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	12	10	12	11	11
EV/EBIT	16	13	12	11	11
EV/NOPLAT	19	15	14	13	13
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.30%	19.64%	19.20%	18.90%	18.70%
EBITDA 率	6.66%	6.82%	6.11%	6.06%	5.90%
EBIT 率	5.14%	5.47%	6.03%	5.94%	5.75%
税前净利润率	9.41%	9.32%	9.48%	9.37%	9.16%
税后净利润率 (归属母公司)	5.02%	4.91%	4.99%	4.93%	4.84%
ROA	7.15%	6.58%	7.06%	6.79%	6.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.13%	11.99%	12.61%	12.91%	13.15%
经营性 ROIC	9.74%	12.18%	11.58%	12.15%	12.36%
WACC	8.95%	8.94%	8.99%	8.98%	8.98%
ROIC-WACC	0.79%	3.24%	2.59%	3.16%	3.39%
资本结构					
资产负债率	51.31%	56.30%	52.49%	53.59%	54.46%
权益乘数	2.05	2.29	2.10	2.15	2.20
流动资产/总资产	76.70%	81.08%	81.77%	83.23%	84.55%
非流动资产/总资产	23.30%	18.92%	18.23%	16.77%	15.45%
有形资产/总资产	96.82%	97.93%	98.12%	98.38%	98.61%
流动负债/总负债	98.59%	99.54%	99.53%	99.59%	99.65%
非流动负债/总负债	1.41%	0.46%	0.47%	0.41%	0.35%
有息负债/总投入资本	4.82%	5.72%	2.08%	2.65%	3.11%
权益/总投入资本	126.86%	137.87%	122.48%	130.83%	137.15%
偿债能力					
流动比率	1.52	1.45	1.57	1.56	1.56
速动比率	1.19	1.13	1.21	1.22	1.22

归属母公司权益/有息债务	19.52	18.28	42.92	34.71	29.97
有形资产/有息债务	52.32	54.02	121.59	104.75	95.58
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)			NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.65	0.70	0.79	0.88	0.96
每股红利	0.20	0.30	0.38	0.42	0.47
每股经营现金流	1.75	1.51	0.20	1.59	1.66
每股自由现金流(FCFF)	0.89	0.74	(0.91)	0.55	0.47
每股净资产	5.37	5.80	6.30	6.79	7.33
每股销售收入	12.97	14.18	15.92	17.76	19.91
每股 EBITDA	0.86	0.97	0.97	1.08	1.17
营运能力					
应收账款周转率	12.41	11.96	11.49	11.10	11.13
应收账款周转天数	29.02	30.10	31.33	32.43	32.35
存货周转率	4.62	4.07	3.99	4.07	4.02
存货周转天数	77.98	88.38	90.25	88.56	89.63
应付账款周转率	6.54	6.69	7.09	6.72	6.87
应付账款周转天数	55.03	53.79	50.80	53.60	52.44
营业周期	107.00	118.49	121.58	120.99	121.98
现金周期	51.97	64.70	70.78	67.38	69.54
总资产周转率	0.94	0.88	0.89	0.91	0.89
杜邦分析					
ROE (归属母公司)	12.13%	11.99%	12.61%	12.91%	13.15%
归属母公司净利润占比	61.27%	60.38%	61.88%	61.97%	62.15%
销售净利率	8.19%	8.12%	8.06%	7.96%	7.79%
总资产周转率	0.94	0.88	0.89	0.91	0.89
权益乘数 (杜邦分析)	2.58	2.79	2.83	2.87	3.04
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	4.92%	5.47%	6.03%	5.94%	5.75%
资本效率-投入资本周转率	2.30	2.52	2.53	2.46	2.61
1-税率	87.05%	87.15%	85.00%	85.00%	85.00%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	61.60%	69.02%	74.08%	73.55%	73.19%
价值变动净收益/利润总额	28.72%	25.55%	25.92%	26.45%	26.81%
营业外收支净额/利润总额	9.68%	5.42%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	12.95%	12.85%	15.00%	15.00%	15.00%
现金流量					
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	232.49%	165.27%	17.97%	129.61%	124.52%
自由现金流	911.15	754.86	(926.07)	567.18	484.50

资料来源：光大证券、上市公司

利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13,260	14,502	16,278	18,163	20,364
营业成本	10,700	11,655	13,153	14,730	16,556
折旧和摊销	202	196	13	21	31
营业税费	47	95	65	73	81
销售费用	572	648	733	817	916
管理费用	1,077	1,218	1,302	1,453	1,629
财务费用	(88)	(140)	(161)	(172)	(195)
资产减值损失	182	93	43	10	11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	358	345	400	450	500
营业利润	1,127	1,279	1,543	1,701	1,865
利润总额	1,248	1,352	1,543	1,701	1,865
少数股东损益	421	467	500	550	600
归属母公司净利润	666	711	812	896	985
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.65	0.70	0.79	0.88	0.96
NOPLAT	567.68	691.44	835.00	917.80	994.82
EBIT	681.24	793.38	982.36	1,079.76	1,170.38
EBITDA	883.50	989.69	995.33	1,100.72	1,201.63

资料来源：中国银河证券研究部，WINDS

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn