

投资评级：未评级（首次）

收盘价（元） 24.19  
目标价（元） --  
上次目标价（元） 不适用

# 上海机电（600835.SH）

——不仅仅是国企改革

## 核心观点

**韩伟琪** 执业证书编号：S1100515080001  
机械 (021)68416988\*206  
e-mail hanweiqi@cczq.com

- ◆ 电梯业务仍是上海机电目前的支柱业务，支撑公司营收体量及维持良好的现金流，同时售后维保业务成长空间和盈利能力都十分可观，将成为公司电梯业务的增长重点；而亏损的印包业务剥离将大幅改善 15 年 EPS，成为 16 年机器人部件等新业务业绩释放前的一个很好的过渡。
- ◆ 国企改革基调明确，上海也将是全国先行的区域，我们认为母公司上海电气集团拟将上海机电作为制造装备类资产的上市平台，后续资产注入和股权结构优化等行为将提升公司的价值；同时员工持股计划的推出预计也是大概率事件，进一步加强股东、管理层和员工的利益一致化。
- ◆ 上海机电此次与纳博机器人合作精密减速机，作为切入工业 4.0 和中国制造 2025 战略的重要一环；纳博特斯克是全球顶尖的精密减速机厂商，此次 20 万台新产能的设立生逢其时，将畅享中国工业升级的浪潮。
- ◆ 节能环保业务成长迅速，合作方开利在空调、能源管理和楼宇服务的领先优势明显，与机电自身在电梯方面的优势形成协同，又坐拥母公司上海电气合作的潜在客户群，未来增长值得期待。
- ◆ 我们预计公司 2015、16 年实现净利润分别为 19.61 亿元和 15.60 亿元（16 年暂不考虑大额非经常性损益的影响），YoY 分别增长 128.59% 和下降 20.45%，EPS 为 1.917 元和 1.525 元。按 9 月 14 日收盘价计，公司 15、16 年 P/E 为 13 倍和 16 倍，未评级，首次覆盖建议重点关注。

## 川财证券研究所

成都：  
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，  
610041  
总机：(028) 86583000  
传真：(028) 86583002

## 财务和估值数据摘要

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入（百万元）	17743	19907	20779	20700	22444
增速	22.35%	12.20%	4.38%	-0.38%	8.42%
归属母公司股东净利润（百万元）	703	944	858	1197	1560
增速	-1.12%	34.16%	-9.11%	39.56%	30.28%
总股本（百万股）	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74
EPS（元）	0.688	0.923	0.839	1.171	1.525
P/E（X）	17743	19907	20779	20700	22444

# 高端电梯景气尚佳，售后维保市场广阔

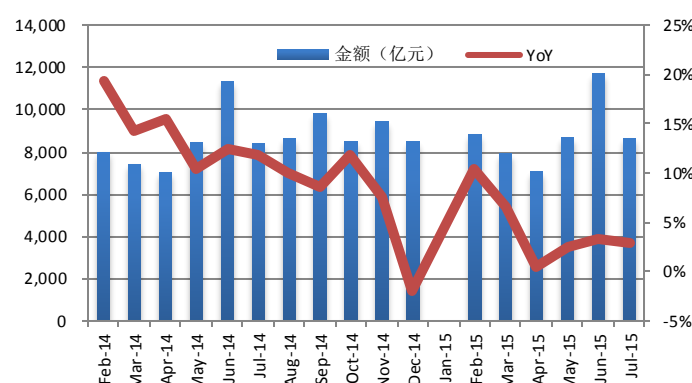
## 国内电梯领军地位不改，高端产品景气良好

上海机电电梯业务 2015 年 H1 实现收入 85.3 亿元(占报告期总营收的 87%)，YoY+2.7%，毛利率 21.39%，YoY 降 1 个 pct，营业利润 18.2 亿元，YoY-1.9%。

上海机电电梯业务与日本三菱合作久远，是国内电梯市场第一团队的领军者。1986 年成立的上海三菱电梯有限公司(上海机电持股 52%)，拥有 40 多系列产品，企业连续 7 年位列全球电梯销量榜首。02 年新成立的三菱电机上海机电电梯有限公司，07 年起切入电梯整机业务，专注于高端电梯的制造与销售，中标项目包括上海中心、深圳京基 100 等。

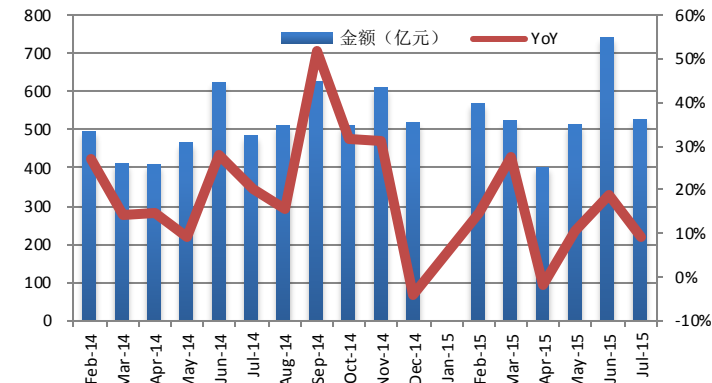
受制于经济增速整体放缓、房地产行业调整等因素，公司电梯相关业务随之出现调整也是在所难免。预计 2015 年公司新梯销售量的增速在 10% 以下，大约 7 万台以上。不过其中新三菱品牌的高端电梯增速预计达到 30% 左右，超过 1 万台，得益于高端写字楼、公寓、酒店等订单的增长。

图表一：房地产开发投资完成额及 YoY



资料来源：Wind，川财证券研究所

图表二：办公楼开发投资完成额及 YoY



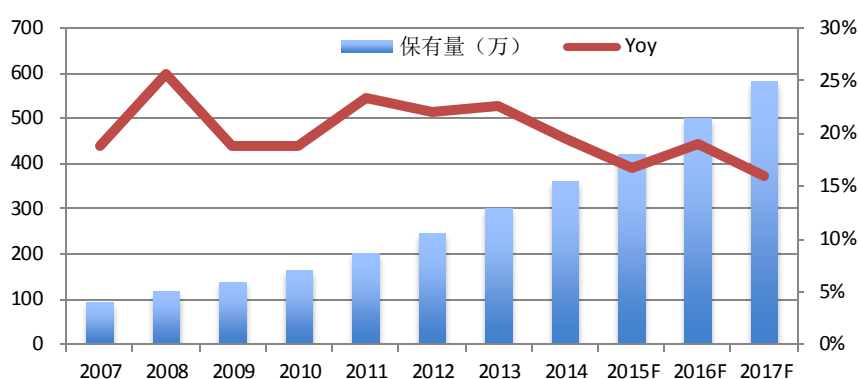
资料来源：中汽协，群益证券

## 维保市场巨大，品牌优势助售后业务迅猛增长

上海机电 2015 年 H1 电梯安装及维保收入确认约 20 亿元，YoY+10% 左右，尚未显示出快速增长的现象。不过，鉴于 7 月底荆州电梯安全事故的强烈反响，电梯售后维保的紧迫性已无需言表。

Wind 数据显示，2014 年底，全国电梯保有量约 360 万台，年内新增近 60 万台，预计 2015 年底，国内电梯保有量会达到 420 万台左右。

图表三： 中国电梯保有量及预期



资料来源：Wind，川财证券研究所

截至 2015 年中期，公司维保电梯数量大约 19 万台，根据公司规划，**短期内公司维保电梯数量将提升到 30 万台，未来进一步扩大至 50 万台甚至更多。**三菱在中国拥有近 30 年的电梯制造、销售和服务历史，其积累的经验、渠道、技术和产品市场份额是其扩张 AM 市场的最大优势。

价格方面，各地都有不同标准的维保收费标准或指导意见，而不同公司针对不同产品也有不同的收费标准。综合网上数据、文件和部分公司的数据，一般而言国内最低的维保收费标准约为 300~350 元/月（不考虑小作坊或恶性价格竞争等），国产品牌电梯每台每年的维保价格约为 4,000~6,000 元/年，合资或进口品牌电梯则会升至 6,000~11,000 元/年，同时根据电梯所在楼宇的楼层、电梯自动化程度、速度、使用年限等等的参数不同，价格亦会有所变动（楼层越多、自动化程度越高、速度越快、年限越久，价格就越贵）。

根据市场上了解到的数据，如果以 30 万台合资品牌电梯的体量预估，则维保业务年收入将达到 25~30 亿元左右。另一方面，包括上海在内的一些地区，将更新电梯维保收费指导标准，以保障维保企业的积极性、工作效率和利益。

## 维保市场现整合趋势，正规化、集团化实现双赢

目前全国电梯及配件厂商有约 400 家，三菱、OTIS、日立、迅达、通力 5 大品牌占据约 60% 的市场份额，行业集中度高；但从事安装、改造、维护的厂家则在 7 千家公司左右，市场格局较为混乱。

上海三菱系目前拥有 5,000 人左右的维保团队，考虑到未来维保需求大幅增长是大概率事件，公司也在计划大幅扩编维保人员队伍，包括兼并收编同业维保公司。

出于行业集中度提升、恶性价格竞争减少，以及行业龙头整合资源、提升维保团队素质两方面考虑，行业内的整合利于企业规模优势发挥、增厚利润，也使通过正规军维护的电梯产品安全性可靠性提升，可谓双赢。

预计市场秩序进一步优化、公司规模逐步扩大后，公司安装、维保收入的毛利率水平有望从 20% 左右提升至 30% 左右。

## 剥离高斯国际，轻装迎接未来

上海机电自 2012 年 7 月完成全资控股高斯国际后，高斯国际仅 12 年达成业绩承诺，13 年微盈 0.38 亿元，14 年亏损 2.13 亿元，15 年上半年亏损 0.75 亿元。15 年 6 月，上海机电实际控制人上海电气总公司为高斯国际偿还了 2.3 亿美元的贷款本息；7 月通过债转股的方式，上海机电对高斯国际的持股由 100% 降至 6.37%，实现剥离，而上海电气总公司持有高斯国际 93.63% 的股权。后续高斯国际相关股权将转让给 America Industrial Partners。

此次剥离将增厚公司 15 年净利润 8.4 亿元。至此，上海机电原有的不良印包资产将全部完成剥离，仅剩一家高斯图文（中国）（14 年盈利 0.2 亿元），未来预计高斯图文（中国）也将会被剥离出去。

## 精密减速机切入自动化机器人领域

### 设立纳博精机，加码精密减速机

公司通过全资总公司上海电气液压气动有限公司增资 330 万美元（纳博特斯克同时增资 670 万美元），将原先与日本纳博特斯克（Nabtesco）株式会社合作成立的江苏纳博特斯克液压有限公司变更为纳博特斯克（中国）精密机械有限公司，注册资本由 4,000 万美元增至 5,000 万美元（上海机电仍占 33% 股份），同时纳博精机的主业将转为从事生产机器人精密减速机。

根据目前规划，转型新生后的纳博精机将利用原先江苏纳博的厂房和产线进行改造，形成年产 20 万台精密减速机的产能。达产后预计年销售将有 20 亿元左右（粗略估算匹配约 4 万台机器人）。

纳博精机产品下游匹配的是 ABB、KUKA、FANUC 和 YASKAWA 四大家族在中国的业务扩张。

另外，上海机电与纳博特斯克 2010 年成立的上海纳博特斯克传动设备（上海机电持股 51%）则是主要负责纳博相关产品的销售与售后服务，此次纳博精机的设立，加强了公司在精密减速机领域的排兵布阵，同时借由原有的销售及服务体系，可谓事半功倍。

## 中国机器人市场正当时，十三五 CAGR 预达 40%

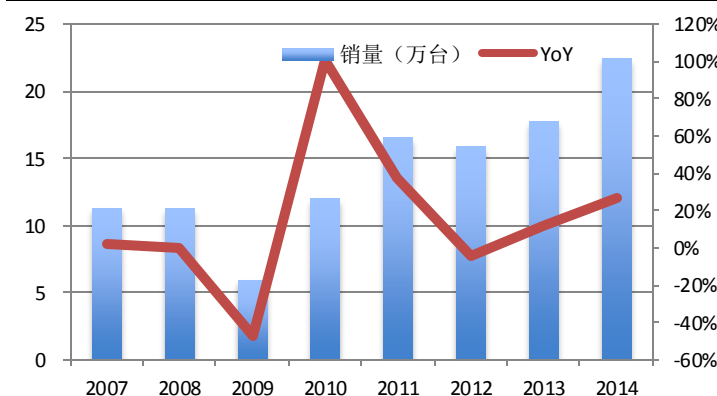
“中国制造 2025”和“工业 4.0”是目前中国制造业两大纲领，两者的核心就是“自动化+智能化+互联化”。

可就目前从行业了解到的情况是，中国制造业仅处在工业 2.0 向工业 3.0 发展的阶段，仅汽车、工程机械、冶金、军工等少数产业部分实现了自动化的机器人生产流程，大部分制造业还是基本停留在电气流水线的 2.0 时代。

所以我们认为，自动化是实现中国制造 2025 战略的最初一环，也是最基础、最重要的一步——精密机床+机器人的自动化生产线将成为制造工厂的标配，从而爆发大量的需求。（同时我们也看好中国国产控制类、数据处理分析类软件的开发方面的突破）

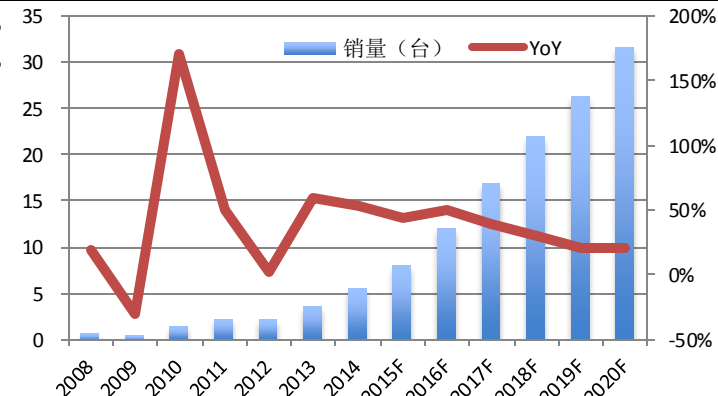
IFR 统计数据显示, 2014 年, 中国工业机器人销售量达 5.7 万台, YoY+55% (同期全球增速为 26%), 约占全球销量的 1/4, 连续两年成为世界第一大机器人市场, 而这一快速增长的趋势, 势必将延续整个“十三五”。

图表四: 全球工业机器人销量及 YoY:



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图表五: 中国工业机器人销量及 YoY:



资料来源: Wind, 川财证券研究所

我们认为主要的推动因素在于: 1) 政策支持鼓励; 2) 人口红利消失, 人工成本上涨; 3) 应用产业结构升级, 对生产效率、产品精度、良率要求提升等。

IFR 曾预计 2015~2017 年中国国内工业机器人销量 CAGR 达到 25% 左右, 现下看来我们认为整个“十三五”, 中国工业机器人的销量 CAGR 能达到 40% 左右, 即 2020 年销量超过 30 万台。

## 与巨头合作, 通过核心零部件深入机器人产业

作为工业机器人“伺服系统、减速机、控制系统”三大核心之一的减速机, 目前全球精密减速机市场基本上被日本企业垄断, 包括纳博特斯克、Harmonic Drive、住友等企业瓜分了大部分市场蛋糕, ABB 等四大家族为代表的主流机器人厂商基本上都由上述两家公司供应减速机, 且部分合同具有排他性。

纳博特斯克由帝人精机(Teijin Seiki, 1944 年成立)和纳博克(Nabco, 1956 年生产了日本第一个自动门)这两家日本公司于 03 年 9 月强强合并组成。作为运动控制系统和零部件的生产商, 这两家公司都在其特定的业务领域, 掌握了高端核心技术, 控制了很高的市场份额, 所以日本纳博一成立, 就处在全世界同行业的领先地位, 精密减速机全球市场占有率稳居 60%, 持续保持世界第一; 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。

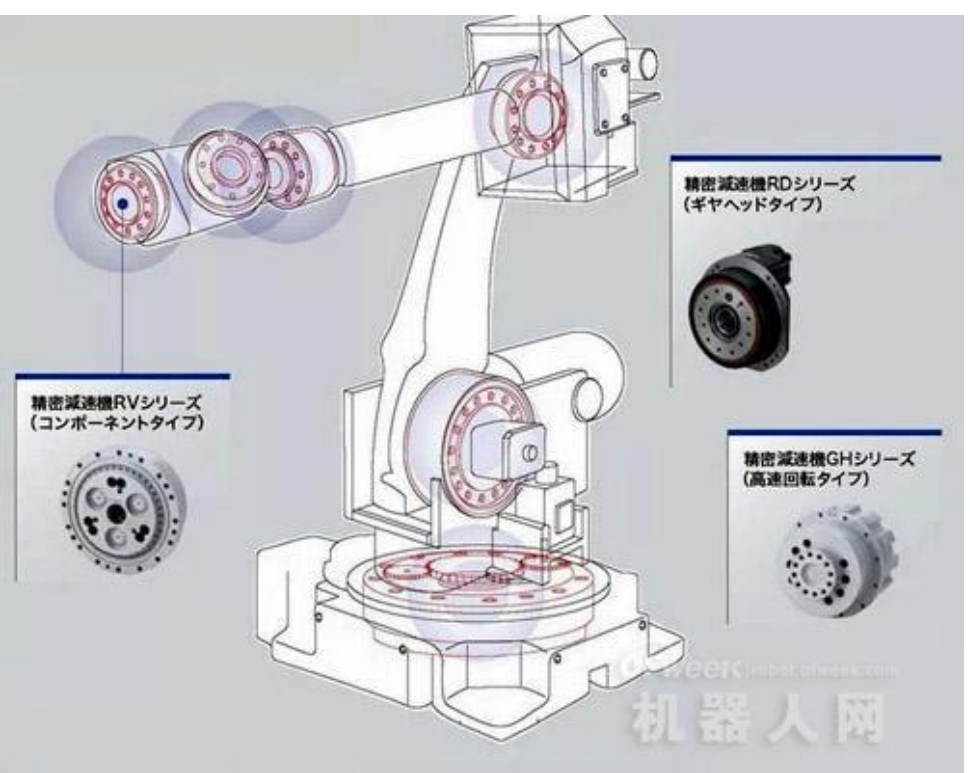
2014 财年(至 2015 年 3 月), 纳博特斯克实现营收 2196.6 亿日元, YoY+8.6% (海外收入占比提升 1 个 pct 至 44.5%, YoY 增长 11.4%), 实现净利润 177.5 亿日元, YoY+18.5%, 净利润率为 8.1%, YoY 提高 0.7 个 pct。

此次江苏纳博精机的设立, 合资公司将以纳博特斯克的牌对外销售, 在品



质和价格上都与国际接轨，利于产品在高端精密机器人领域的拓展。

图表六： 精密减速机在工业机器人上的应用



資料來源：OFweek，川財證券研究所

## 以空调为主线，瞄准建筑节能市场

2011 年 10 月上海机电和开利（Carrier）空调（中国）合资成立上海开利能源工程有限公司（上海机电占 61%），即屹创能源工程，进军建筑节能市场。

利用开利空调在中央空调、楼宇（空调供暖）控制方案的经验技术，结合上海机电在电梯方面的优势，开利能源以建筑空调系统节能为主线，结合电梯、照明及楼宇控制等节能技术，开展包括 EMC、BOT 以及节能设备销售、融资租赁等业务模式，2012-2014 年收入规模分别为 1.24、1.35 和 2.0 亿元。

公司通过对项目建筑的空调系统、热水系统等进行改造，并以能耗监控平台 EC-ctrl 系统监控管理，使整个建筑的综合节能率达到 15%~40%，公司部分项目的节能效率高达 65%。

图表七：公司 EMC 案例

项目名称	节能技术	节能效率
萨澳工厂空调系统 EMC 项目	制冷机、水泵改造升级，EC-ctrl	65%
上海一冷开利工厂照明 EMC 项目	照明节能改造	节能 40%以上，平均照度提升 100%以上
北京万通 EMC 项目	冷冻站优化控制、水系统变流量改造	13%以上

无锡希尔顿逸林酒店 EMC 项目	空气源热泵系统替换电热水锅炉	65%以上
------------------	----------------	-------

资料来源：开利能源网站，川财证券研究所

## 政策东风，技术、品牌、渠道优势

节能环保同样是“十三五”重点关注的产业之一，目前国内拥有 400 亿 m<sup>2</sup> 的既有建筑，预计到 2020 年还将建成 200 亿 m<sup>2</sup>，5 年增长 50% 左右。

15 年预计国内建筑节能市场容量达到 2,300 亿元左右，“十三五”期间的 CAGR 达到约 20%，而剔除北方供暖节能改造的市场容量预计达到 1,500 亿元，CAGR 达到约 30%。

上海机电节能业务合作方开利是全球最大的暖风系统和冷冻设备制造商，超过百年的历史，在能源管理和可持续楼宇服务也深耕多年，成为全球的引领者。上海机电本身则与三菱密切合作，是国内电梯的龙头企业，加之背靠上海电气集团，之前合作的建筑楼宇与工业厂房皆是潜在客户群。

## 国企改革提速推进，下半年很关键

从目前的情况看，下半年国企改革“1+N”方案随时可能出台，国企改革顶层方案已于近期出台，同时今年 10 月即将召开的十八届五中全会则会是一个非常重要的时点。

## 定位预期：作为上海电气集团的特种及先进装备制造平台

上海电气集团总公司是中国装备制造业最大的企业集团之一，业务涉及输配电、重型装备、电梯等特种装备、印刷机械、机床、轨道交通、压缩机、清洁能源、环保节能等等。

旗下已上市公司包括上海电气（601727.SH、2727.HK）、上海机电（600835.SH）、海立股份（600619.SH）以及上海集优（2345.HK）四家较为重要的公司，另还有自仪股份（600848.SH）但已划出上海电气集团总公司，战略地位不如前述四家。

我们判断，A 股的 3 家上市公司中，上海电气将成为电力、新能源及相关设备的主要平台；上海机电则应会定位在特种及先进装备制造平台，如自动化、机器人、工控等将会以公司为主，另考虑公司已经开始的节能业务，相关的节能环保资产也可能注入；海立股份预计多会以传统制造及家电等资产为主。

## 方式预期：资产注入+员工持股计划+混合所有制改革

我们认为上海机电的国企改革方案最大可能系母公司相关先进装备制造类资产、股权注入上市公司，同时实行员工持股计划或股权激励。另外，我们认为吸引民间社会资本进入的混合所有制改革也有可能进行。

从上海电气（集团）公司的资产情况看，旗下不乏先进装备、电子、工控类的公司，与富士、施耐德等国际巨头多有合作。我们认为注入上市公司上海机电的资产很可能包涵这些公司的股份。

图表八：上海电气（集团）部分投资、参股公司简要

被投资单位	投资成本 (mn)	投资期末 余额(mn)	持股比 例	现金红利 (mn)
上海电气富士电机电气技术有限公司	51.70	51.70	51.00%	
上海微电子装备有限公司	18.24	49.73	36.92%	--
上海电气富士电机电器技术（无锡）有限公司	49.69	49.69	49.00%	--
上海施耐德工业控制有限公司	20.46	47.18	20.00%	73.74
上海横河电机有限公司	12.94	38.41	40.00%	5.72
上海库柏电力电容器有限公司	26.07	44.25	35.00%	--
上海康茂胜自动控制有限公司	6.95	31.54	40.00%	--
上海康茂胜气动控制元器件有限公司	3.83	26.82	40.00%	--
上海超群无损检测设备有限公司	18.11	26.57	40.00%	0.77
上海阿耐思特岩田涂装机械有限公司	10.19	11.91	40.00%	634
上海希希埃动力控制设备有限公司	7.85	11.27	30.00%	--

资料来源：《上海电气（集团）2014 年审计报告》，川财证券研究所

## 盈利预期与投资建议

除了国企改革的资产注入、员工持股计划预期外，上海机电现有业务中，电梯类受益高端产品的较快增长以及售后维保业务的体量放大，成为公司成长的基础；机器人核心部件和节能服务则将贡献未来几年的增量主体。

15 年印包资产剥离会为公司带来较丰厚的非经常性损益，大幅增厚当期 EPS 的同时，会对 16 年 EPS 的 YoY 造成波动，不过考虑新兴业务的成长以及未来国企改革的空间，我们认为公司长期持续的增长性可以期待。

我们预计公司 2015、16 年实现营业收入分别为 207.00 亿元和 224.44 亿元，YoY 分别下降 0.38% 和增长 8.42%，实现净利润分别为 19.61 亿元和 15.60 亿元（16 年暂不考虑大额非经常性损益的影响），YoY 分别增长 128.59% 和下降 20.45%，EPS 为 1.917 元和 1.525 元。

按 9 月 14 日收盘价计，公司 15、16 年 P/E 为 13 倍和 16 倍，未有评级，首次覆盖建议重点关注。

## 风险提示

电梯行业景气低于预期，国企改革进度、机器人项目进展缓于预期



报表预测						现金流量表					
利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	17743	19907	20779	20700	22444	经营性现金净流量	3120	1759	2012	2213	2434
减：营业成本	14295	15671	16242	16135	17432	投资性现金净流量	-539	-39	10	-108	-377
营业税金及附加	151	138	155	166	180	筹资性现金净流量	612	-2356	-1074	-644	-999
营业费用	859	938	984	890	943	现金流量净额	3194	-655	933	1461	1058
管理费用	1482	1840	1877	1760	1944						
财务费用	-160	-259	-228	-228	-224						
资产减值损失	53	96	124	100	100						
加：投资收益	437	243	316	1240	700						
营业利润	1500	1727	1942	3118	2771						
加：营业外收入	193	363	202	300	300						
减：营业外支出	13	8	17	17	12						
利润总额	1679	2082	2127	3401	3059						
减：所得税	364	245	327	384	459						
少数股东损益	611	893	942	1056	1040						
归属母公司净利润	703	944	858	1961	1560						
资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	财务分析和估值指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	11856	11186	12118	13028	14086	盈利能力(%)					
应收帐款	2241	2122	2531	2835	3204	毛利率	19.43	21.28	21.83	22.06	22.33
存货	4904	6386	7661	7891	8680	净利率	3.96	4.74	4.13	9.47	6.95
流动资产合计	20933	22227	24651	26377	28487	ROE	9.87	11.70	9.96	21.58	15.46
长期股权投资	2132	2241	2276	2504	2754	ROA	2.74	3.50	2.88	6.21	4.51
固定资产合计	1662	1566	1642	1396	1745	成长能力(%)					
在建工程	371	339	338	423	393	销售收入增长率	22.35	12.20	4.38	-0.38	8.42
无形资产	256	270	362	279	293	净利润增长率	-1.12	34.16	-9.11	128.59	-20.45
非流动资产合计	4749	4731	5118	5213	6134	资本结构					
资产总计	25682	26958	29769	31590	34621	资产负债率(%)	72.48	70.68	71.07	71.23	70.86
流动负债	16314	18272	18971	21627	23790	流动比率	1.28	1.22	1.30	1.22	1.20
长期负债	2299	782	2186	874	743	速动比率	0.98	0.87	0.90	0.85	0.83
负债合计	18613	19054	21157	22501	24533	经营效率					
股本	1023	1023	1023	1023	1023	总资产周转率	0.76	0.76	0.73	0.67	0.68
资本公积	1598	1639	1640	2132	2153	存货周转率	3.12	2.78	2.31	2.07	2.10
未分配收益	1118	1755	2246	2874	3593	业绩和估值					
归属母公司股东权益	5105	5754	6261	7325	7984	EPS	0.688	0.923	0.839	1.917	1.525
少数股东权益	2026	2312	2351	1763	1940	BPS	6.97	7.89	8.42	8.89	9.86
股东权益合计	7130	8067	8612	9088	10088	P/E	35.18	26.22	28.85	12.62	15.86
负债和股东权益合计	25744	27120	29769	31590	34621	P/B	3.47	3.07	2.87	2.72	2.45



## 分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司