



2017 年 1 月 25 日

证券研究报告

公司研究

楼宇设备/专用设备/机械设备

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	10.23 亿股
流通股本*	8.07 亿股
ROE（加权）	13.36%
每股净资产	8.76 元
当前股价**	20.40 元

注：上述财务数据截止 2016 年三季报

*流通股本仅包括 A 股

** 1 月 25 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-2079823

研究助理：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

联系电话：0592-2079812

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

上海机电（600835）

——电梯后市场成新增长点，减速机静待业绩释放

主要观点：

◆电梯市场需求放缓，公司加强大客户开发。自 2014 年以来，受房地产市场的影响，电梯行业面临市场需求放缓的压力，2015 年电梯产量增速首次跌破两位数，仅为 6.15%。面对国内电梯市场需求放缓，公司更加重视与战略大客户的关系维护与开发，2016 年上半年，新梯订单同比增长约 20%。在与万达、恒大、中海等核心战略伙伴继续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，承接的重大项目有：深圳中海天钻、南通万科公园里、青岛轻轨 11 号线、贵安高铁项目、青岛胶东新国际机场等。

◆维保业务发力成新增长点。2015 年国内电梯保有量已达到 426 万台，假设电梯运行 15 年后 3 年内更新改造完毕，2015 年底使用年限超过 15 年尚未更新改造的电梯约 10 万台，未来运行超过 15 年的电梯数量将急剧上升，预计 2020 年将达到 32 万台。按照每台电梯平均每年维保费用 5000 元计算，维保行业的市场空间约 213 亿元。公司电梯保有量突破 60 万台，自维保率达到 30%。2016 年上半年，公司安装与维保等服务业务收入超 25 亿，同比增长超过 25%，占营业收入的比例超过 28%，较 2015 年提升超过 6 个百分点。预计未来几年公司电梯安装维保业务继续发力，收入占比进一步提升，成为公司新的利润增长点。

◆携手日本纳博，开拓中国减速机市场。2015 年，公司与精密减速机的全球领先者日本纳博合资设立纳博精机，开拓中国减速机市场，公司持有 33%的股权。减速机作为工业机器人的核心部件，占到机器人成本的 38%且其毛利率最高，达到 40%。从市场规模来看，2015 年，减速机国内市场规模为 11.5 亿元，中投顾问预测，到 2020



年市场规模有望到 40 亿元，复合增长率达 28.31%。国际机器人联合会（IFR）预计，2018 年中国工业机器人市场销量有望超越 15 万台将继续成为全球市场最强劲的驱动力。目前，纳博精机的产能在逐步释放中，预计 2018 年将形成年产 10 万台的产能，之后会根据市场情况，进一步扩大产能。

◆整合印刷机械业务，探索环保业务。公司围绕印机业务的整体退出战略，积极推进整个印机业务的改革调整，先后出售了旗下亚华、紫光等公司的股权，印机业务对于公司持续的负面影响得以彻底改观，使得公司的销售、管理等费用明显下降，显著改善了公司盈利状况。2016 年上半年，公司销售、管理费用分别同比下降 20.76%、27.60%。2015 年 10 月，公司以 371.2 万瑞士法郎的对价收购瑞士环球清洁技术有限公司 100%股权，探索环保业务。

投资建议：

我们预计公司2016-2017年的净利润分别为14.08亿元、15.37亿元，EPS分别为1.38元、1.50元，对应P/E分别为14.78倍、13.60倍，目前楼宇设备P/E（TTM）中位数为21.23倍，公司估值仍有一定的上升空间，考虑到公司维保业务发力成为新增长点，减速机业务逐步释放，我们首次给予其“增持”投资评级。

风险提示：

维保及旧梯改造业务不及预期，减速机市场拓展受阻。

主要财务数据及预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	19907.08	20778.93	19295.53	19390.12	21024.72
增长率	12.20%	4.38%	-7.14%	0.49%	8.43%
归属母公司股东净利润（百万元）	943.83	857.88	1834.57	1407.53	1537.18
增长率	34.16%	-9.11%	113.85%	-23.28%	9.21%
基准股本（百万）	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74
每股收益（元）	0.92	0.84	1.79	1.38	1.50
销售毛利率	21.28%	21.83%	21.65%	21.52%	21.59%
净资产收益率	16.40%	13.70%	22.60%	15.34%	14.89%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目 录

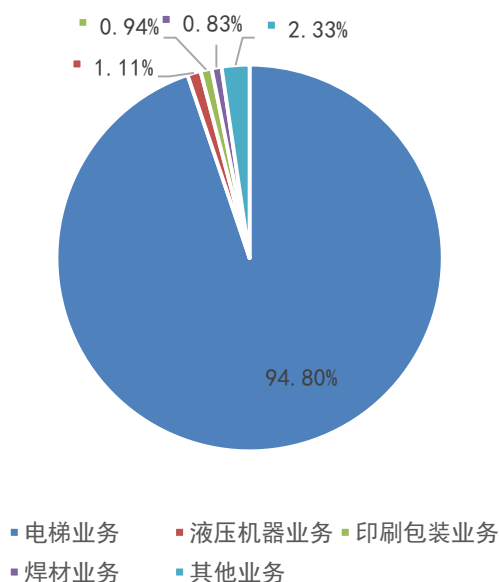
1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 电梯业务加强大客户开发，维保成新增长点	6
2.1 电梯市场需求放缓，公司加强大客户开发	6
2.2 维保业务发力成新增长点	8
3 携手日本纳博，开拓中国减速机市场	10
4 整合印刷机械业务，探索环保业务	12
5 盈利预测	13

1 公司基本情况

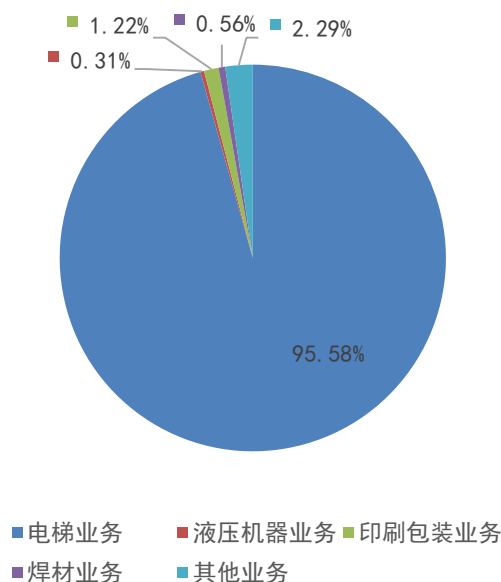
1.1 公司主营业务情况

公司主要从事电梯制造与销售、电梯安装与维保、印刷包装机械、液压气动产品、焊接器材等机电一体化设备的制造。公司与三菱电机、日本纳博特斯克、开利、雷戈伯劳伊特、德昌、ABB等世界知名企业进行了合资合作。其中，通过与三菱电机的合资，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；和日本纳博特斯克合资成立的上海纳博特斯克传动设备有限公司（纳博传动），主要从事精密减速机的销售；2015年2月，公司与日本纳博特斯克的合作进一步加深，合资设立纳博特斯克（中国）精密机器有限公司（纳博精机），主要从事工业机器人核心部件——精密减速机的设计及制造。电梯业务作为公司的主要业务，收入占到了公司产品收入的90%以上。

图表 1 2016 年上半年公司收入结构



图表 2 2016 年上半年公司毛利结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

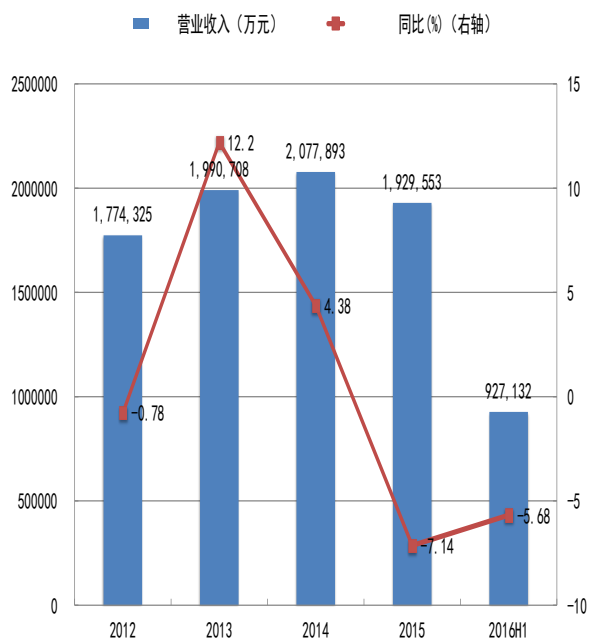
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016年上半年，公司实现营业收入92.71亿元，较去年同期下降5.68%；实现归属于上市公司股东的净利润7.42亿元，较上年同期增长34.55%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润5.63亿元，较上年同期增长20.29%。主要是由于公司通过对印刷包装机械业务的整合，基本消除了原有印刷机业务的亏损。



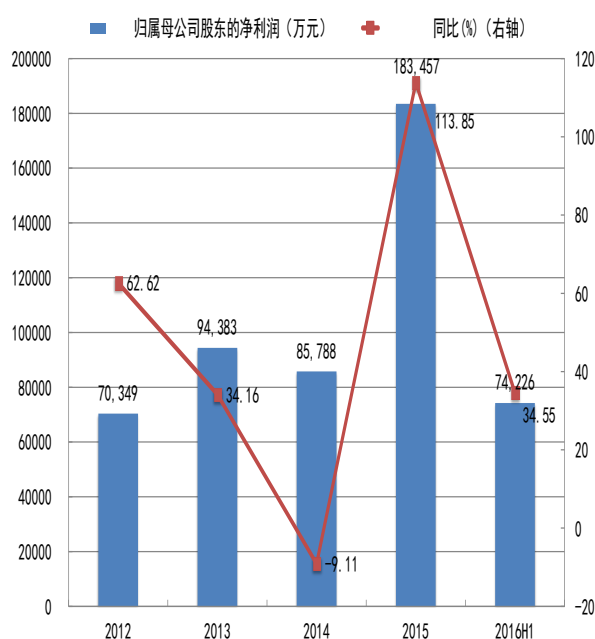
1.2 公司主要财务数据概览

图表 3 近 5 年来公司营业收入及同比增速



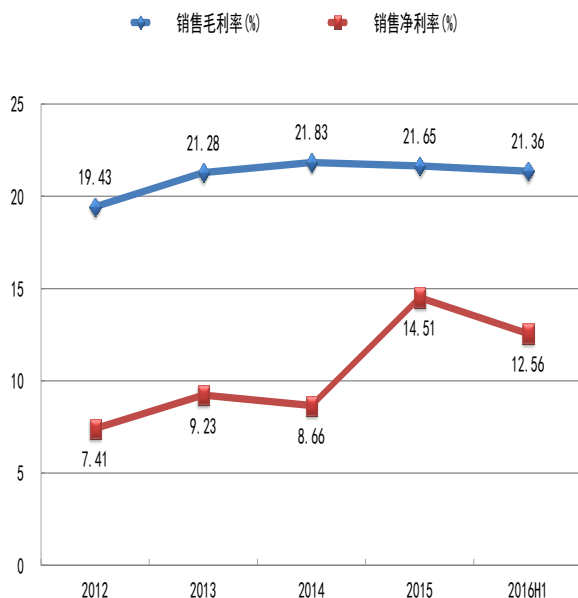
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 近 5 年来归属于母公司净利润及同比增速



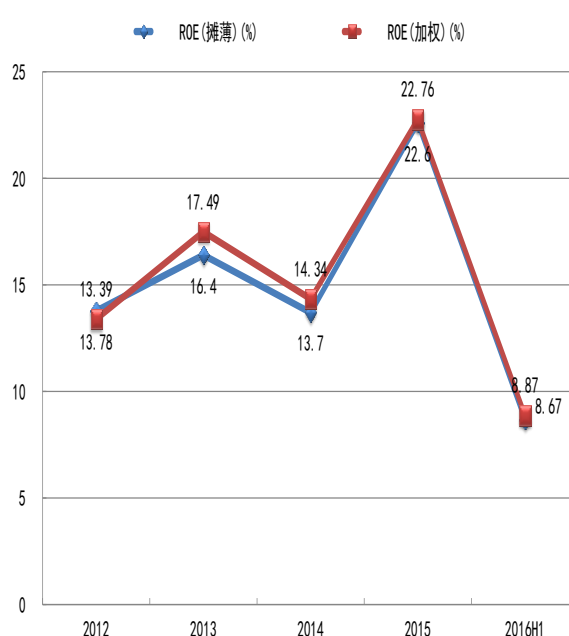
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 5 年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年来公司净资产收益率



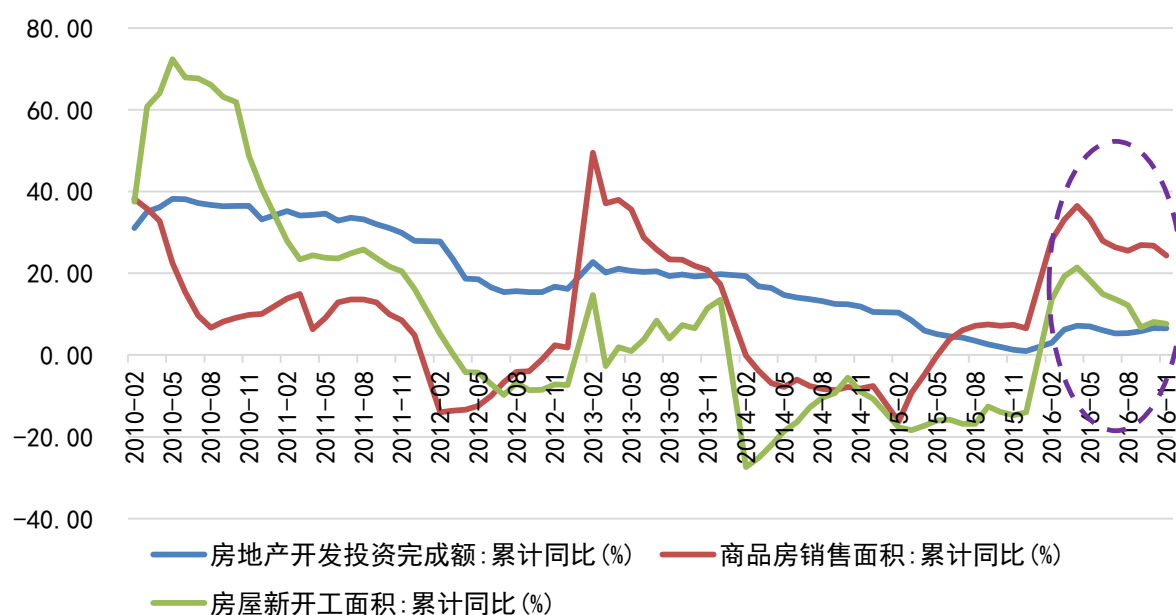
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 电梯业务加强大客户开发，维保成新增长点

2.1 电梯市场需求放缓，公司加强大客户开发

自 2014 年以来，受房地产市场的影响，电梯行业面临市场需求放缓的压力，国内电梯产量及保有量连续两年增速下滑，2015 年电梯产量增速首次跌破两位数，仅为 6.15%。2016 年上半年，在去库存的政策推动下，商品房销售面积增速、房地产投资增速和房屋新开工面积增速均出现回升，但由于一线及部分二线城市房价上涨过快，2016 年三季度，北京、天津、苏州、南京、厦门等 20 多个城市陆续出台楼市限购、限贷等调控政策。随着房地产市场政策调控，房地产投资增速延续 2016 年 5 月份以来的回落趋势，呈现低速增长状态，且长期趋势向下。同时，在工业化、新城镇化不断推进的背景下，加之公共交通设施等因素对于电梯行业持续发展有着有利的推动作用，电梯行业虽会呈现增速放缓，但增量还会持续增加。电梯市场仍有望在未来较长时间保持平稳发展的态势。

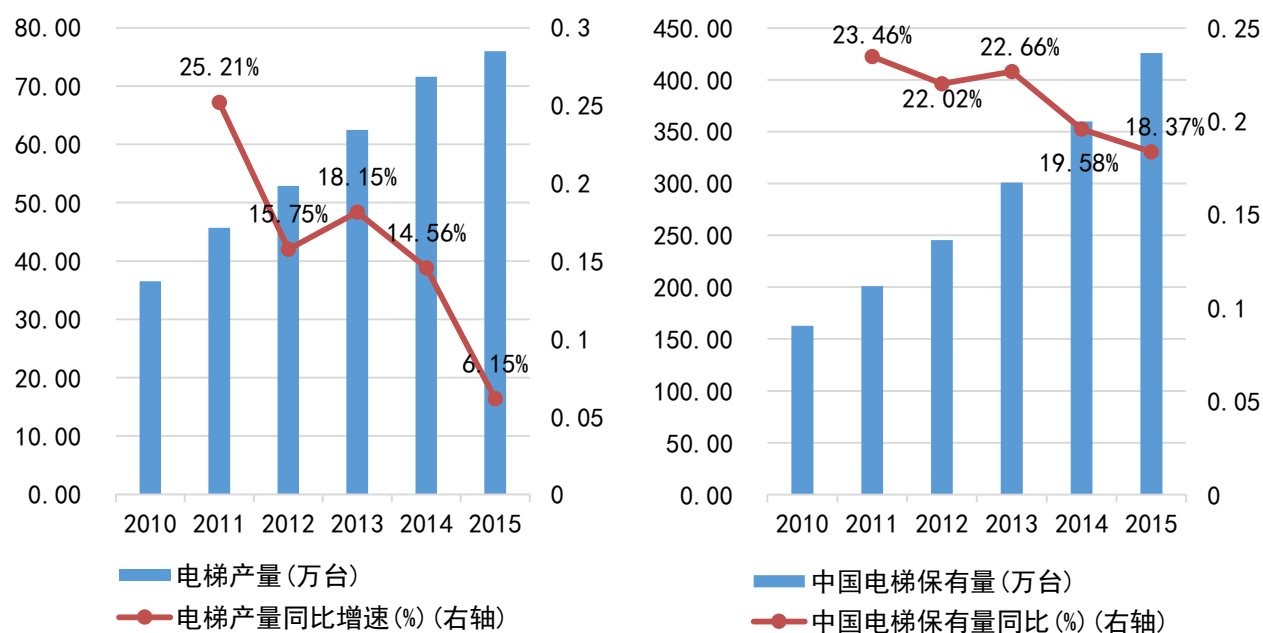
图表 7 我国房地产投资、房屋新开工面积及商品房销售面积的同比增速情况



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



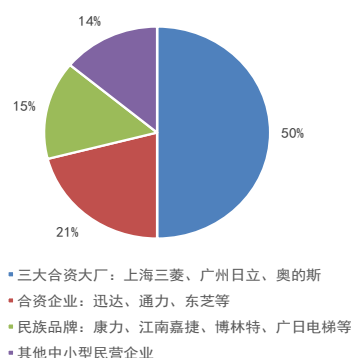
图表 8 2010 年至 2015 年我国电梯产量、电梯保有量及同比增速情况



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

最近几年每年新增和改造电梯的数量保持在 50 万台以上，截止 2015 年底，全国整梯制造企业有 696 家，产能约为需求量的 3 倍左右，产能过剩。面对国内电梯市场需求放缓，市场竞争更趋激烈。公司子公司上海三菱电梯作为中国最大的电梯制造和销售企业之一，始终坚持技术引进与自主开发并举的发展战略，建立了以“生产一代，开发一代，预研一代”为目标的技术创新体系。一方面，公司充分利用与日本三菱合资的有利条件，坚持高起点的动态引进和转化先进技术，加快产品国产化和市场化进程，在近 30 年时间里共完成了 40 多项新技术的引进和转化工作；另一方面，公司不断提升自主创新能力，开发了达到国际先进水平的数据网络控制交流变压变频 HOPE 系列电梯和基于永磁同步电动机驱动的五齿轮曳引机的菱云系列电梯等产品，自主开发产品已占销售总量的 70%以上。

图表 9 各电梯品牌国内的市场份额情况



数据来源：莱茵电梯公开转让说明书，长城国瑞证券研究所

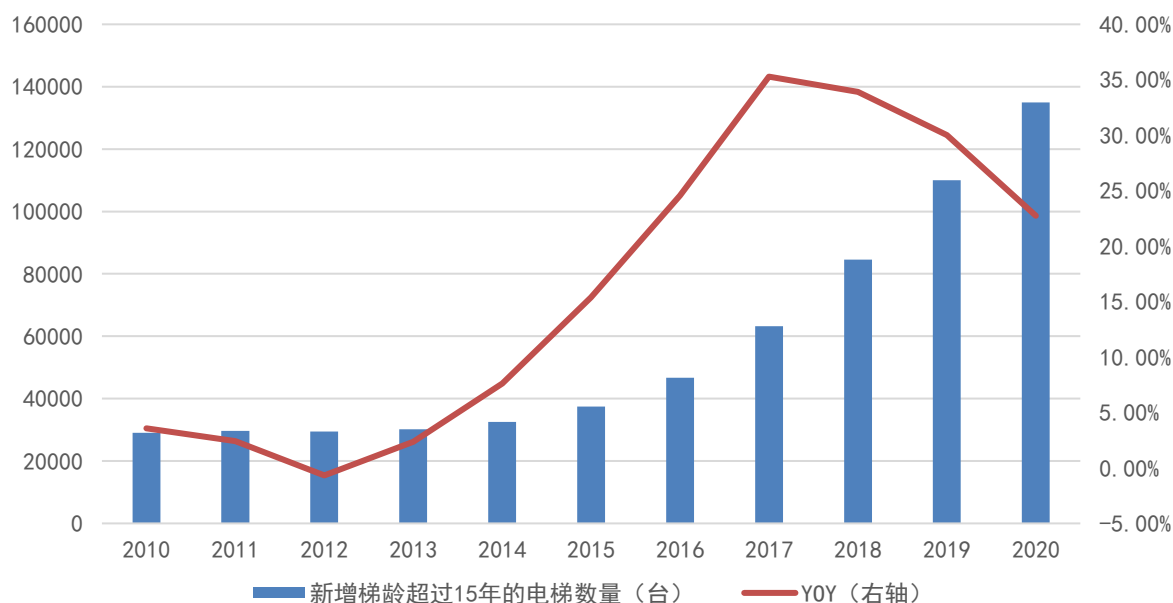


针对目前的市场情况，公司更加重视与战略大客户的关系维护与开发，2016 年上半年，新梯订单同比增长约 20%。在与万达、恒大、中海、绿地、碧桂园、远洋、龙湖、复地、鲁能、万科、中信等核心战略伙伴继续保持密切合作的同时，加强对二、三线城市的核心及大项目的跟踪力度，承接的重大项目有：盛京金融广场项目、成都泰和国际财富、厦门帝景苑、深圳地铁科技大厦、重庆来福士、东莞汇海大厦、兰州名城广场、山西信达国际金融中心、云南云铜时代之窗、龙湖•虹桥天街洲际酒店、上海大宁金茂府、深圳中海天钻、南通万科公园里、青岛轻轨 11 号线（蓝色硅谷）、贵安高铁项目、青岛胶东新国际机场等项目。

2.2 维保业务发力成新增长点

2015 年国内电梯保有量已达到 426 万台，假设电梯运行 15 年后 3 年内更新改造完毕，2015 年底使用年限超过 15 年尚未更新改造的电梯约 10 万台，未来运行超过 15 年的电梯数量将急剧上升，预计 2020 年将达到 32 万台。在电梯保有量快速增加以及电梯老龄化日益严重的前提下，电梯行业的产业结构进入调整期，将以制造业为主逐步调整到以服务业为主，电梯维保业务正在成为电梯行业发展的“新蓝海”。

图表 10 新增梯龄超过 15 年的电梯数量



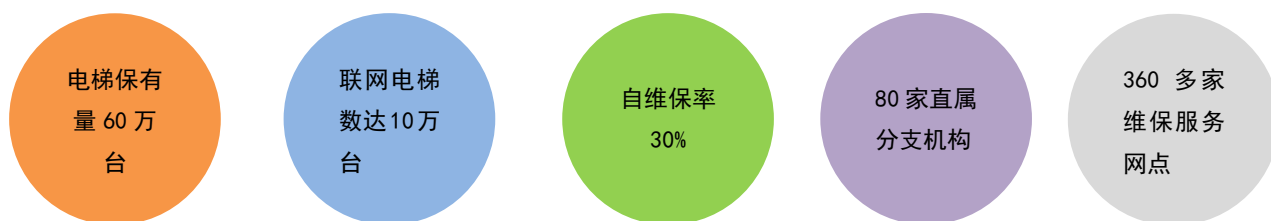
数据来源：赛尔咨询，长城国瑞证券研究所

维保行业收费方式主要有三种：全包（包工包料）、半包（包工半包料）、清包（包工不包料）。全包一般只有高档写字楼或者饭店采取这种方式，维保费用相对较高；市场的主流是半包，也就是维保公司与物业公司约定，单价低于 500 元或者 1000 元的配件由维保公司负责提供，单

价高于这个价格的大件则由物业公司负责解决。按照每台电梯平均每年维保费用 5000 元计算，维保行业的市场空间约 213 亿元。因国内的电梯采购与维保是分离的，即客户购买电梯后可以选择第三方机构进行后期的维修保养，目前行业自维保率还非常低，平均在 10-15% 的水平。

5 年前，公司已开始布局电梯远程联网监控，通过客户信息大数据分析及应用，改进经营效率，提高管控能力，现阶段公司联网电梯达 10 万台，主要分布在上海；运用远程监视系统进行维保，在服务客户特别是电梯故障快速响应和修复同时，实现预防性保养，提升维保服务质量和效率，是公司维保业务的核心竞争力。公司凭借移动互联网在工程服务中的应用，加强安装项目管理、维保质量抽检等方面的信息化推进，电梯保有量突破 60 万台，自维保率达到 30%。截止 2016 年 6 月底，公司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 多家维保服务网点，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。

图表 11 公司电梯业务主要数据



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

除主要的安装维保业务外，公司也积极拓展旧梯改造服务业务。旧梯改造不同于常规的电梯维修保养，所谓旧梯改造，也就是对使用多年的电梯进行现代化更新。电梯在通常使用情况下，当梯龄超过一定年限，即使在正常的日常维护和修理下，电梯整体性能仍然会有一定程度下降。同时，随着社会进步的要求、国家标准的升级、电梯使用的频繁性，老旧电梯的性能已经很难完全满足现代社会舒适安全的楼宇交通出行。因此，通过现代化更新，不仅可以使老旧电梯的系统安全性符合国家标准，同时可以实现电梯的系统化更新。

随着运行时间超过 15 年的电梯逐渐增多，旧梯改造的产值也将逐年增加。公司树立“服务营销”理念，以旧梯改造业务为突破口，创立新的服务增长点，不断拓展服务产业化发展。同时，公司也积极参与国家电梯改造标准的制定。公司旧梯改造业务周期跨度较大，订单收入的确认周期在 1 年到 1 年半。

2016 年上半年，公司安装与维保等服务业务收入超 25 亿，同比增长超过 25%，占营业收入的比例超过 28%，较 2015 年提升超过 6 个百分点。预计未来几年公司电梯安装维保业务继续发力，收入占比进一步提升，成为公司新的利润增长点。

图表 12 公司维保收入及占比

时间	维保收入（亿元）	营业收入占比
2014	35+	20%+
2015H1	20-	23%+
2015	40.88	21.29%
2016H1	25+	28%+

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

说明：2014、2015H1、2016H1 数据为概数

3 携手日本纳博，开拓中国减速机市场

日本纳博是一家从事静液压驱动装置、液压装置、减速装置及其部件的研发、制造的企业。作为一家尖端的核心部件跨国企业，在全球已拥有 42 家子公司，与公司长期以来保持紧密的合作关系。旗下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。

在 1996 年，公司下属的上海电气液压气动有限公司与日本纳博合资成立了上海纳博特斯克液压有限公司，主要从事液压气动产品的生产和销售。上海纳博现已成为国内液压部件行业中产品质量最好、生产规模最大的企业之一，其主要产品液压行走和回转马达，已达到世界先进水平，国内市场占有率已超过 30%。

2013 年，公司以单方增资扩股方式注资入股日本纳博的全资子公司纳博特斯克（上海）传动设备商贸有限公司（简称“纳博传动”），该公司主要负责日本纳博精密减速机的在华销售。增资后，公司占 51%股权，日本纳博占 49%股权，纳博传动更名为上海纳博特斯克传动设备有限公司。

2015 年，公司进一步加深与日本纳博的合作，合资设立了纳博特斯克（中国）精密机器有限公司（简称“纳博精机”），公司持有 33%股权。纳博精机主要从事精密减速机的设计和生产。



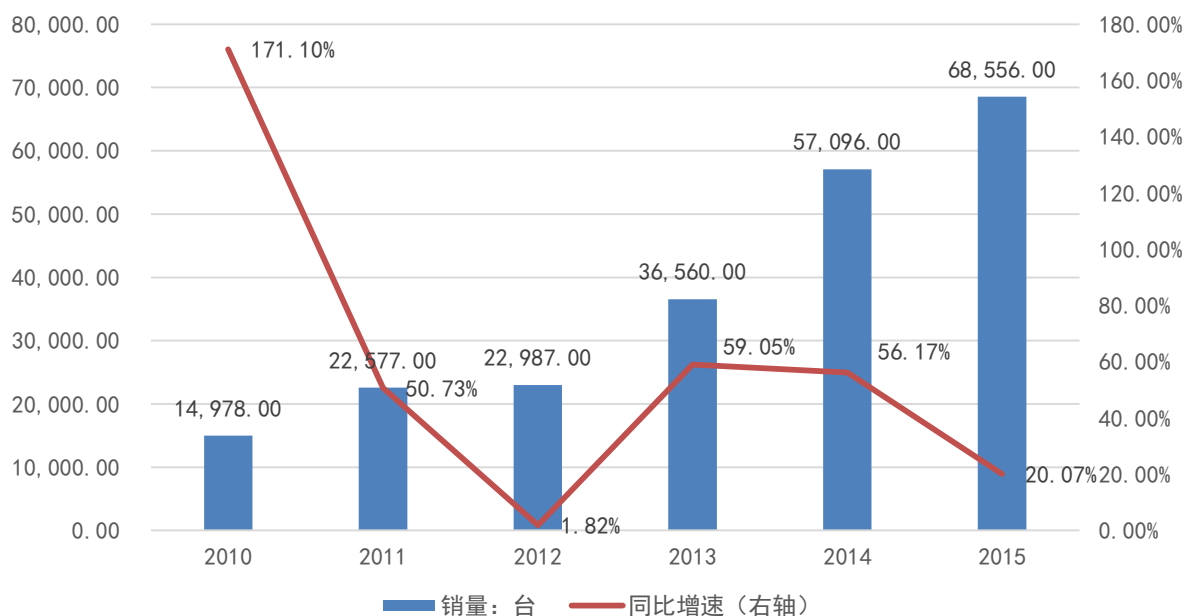
图表 13 公司与日本纳博设立合资公司的基本情况

成立时间	公司名称	持股比例	主营业务
1996	上海纳博特斯克液压有限公司	30%	液压气动产品的生产和销售
2013	上海纳博特斯克传动设备有限公司	51%	主要负责日本纳博精密减速机的在华销售
2015	纳博特斯克(中国)精密机器有限公司	33%	主要从事精密减速机的设计和生产

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

国际机器人联合会（IFR）预计，2018 年中国工业机器人市场销量有望超越 15 万台将继续成为全球市场最强劲的驱动力。《机器人产业发展规划(2016-2020 年)》提出到 2020 年，自主品牌工业机器人年产量达到 10 万台，意味着 2016-2020 年，我国自主品牌机器人年销量复合增长率达到 35%。

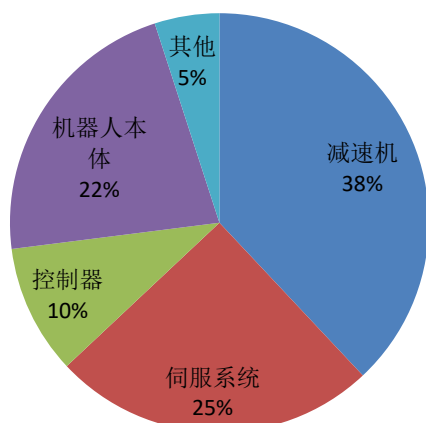
图表 14 中国市场工业机器人销量及增速



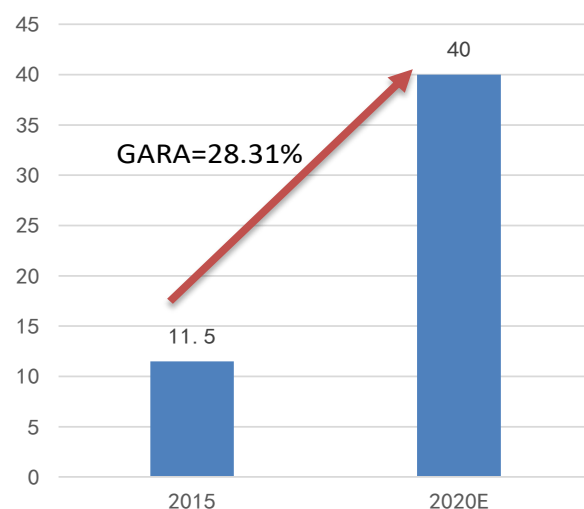
数据来源：IFR，长城国瑞证券研究所

减速机作为工业机器人的核心部件，占到机器人成本的 38%且其毛利率最高，达到 40%。从市场规模来看，2015 年，减速机国内市场规模为 11.5 亿元，中投顾问预测，到 2020 年市场规模有望到 40 亿元，复合增长率达 28.31%。

图表 15 工业机器人成本构成



图表 16 减速机国内市场规模（亿元）



数据来源：广东省智能机器人研究院，中投顾问，长城国瑞证券研究所

公司携手工业机器人核心部件-精密减速机的全球领先者日本纳博，发展精密减速机在中国业务并探索和开拓中国工业机器人市场，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。目前，纳博精机的产能在逐步释放中，预计 2018 年将形成年产 10 万台的产能，之后会根据市场情况，进一步扩大产能。

4 整合印刷机械业务，探索环保业务

从 2014 年开始，公司围绕印机业务的整体退出战略，积极推进整个印机业务的改革调整，全资子公司上海电气集团印刷包装机械有限公司先后出售了旗下亚华、紫光、光华、申威达等公司的股权。自此，印机业务对于公司持续的负面影响得以彻底改观，使得公司的销售、管理等费用明显下降，显著改善了公司盈利状况。2016 年上半年，公司销售、管理费用分别同比下降 20.76%、27.60%；归属于母公司股东的净利润 7.42 亿元，较上年同期增长 34.55%。

2015 年 10 月，公司以 371.2 万瑞士法郎的对价收购瑞士环球清洁技术有限公司 100% 股权，探索环保业务。瑞士环球是一家全球领先的从事环保技术的工程设计与设备组装的服务提供商，具备核心设计与工程能力，其主要业务包括：有害垃圾焚烧设施的设计与组装、空气净化设施的设计与组装、生物质能设备的研发与设计（如从木材中提炼可燃气体）以及汽车垃圾回收处理设施的设计与组装（如旧轮胎热解装置组装）等。从 1990 年起，瑞士环球在欧洲各地设计、实施完成了大小数十个工业/危险废弃物焚烧处理，生活垃圾焚烧无害化处理项目。进入二十一世纪以来，随着欧洲整体生态环境的好转，其业务逐渐由传统的欧洲市场向包括中国在内的发展中国家市场延伸。

5 盈利预测

图表 17 盈利预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	19907.08	20778.93	19295.53	19390.12	21024.72
增长率	12.20%	4.38%	-7.14%	0.49%	8.43%
归属母公司股东净利润（百万元）	943.83	857.88	1834.57	1407.53	1537.18
增长率	34.16%	-9.11%	113.85%	-23.28%	9.21%
基准股本（百万）	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74
每股收益（元）	0.92	0.84	1.79	1.38	1.50
销售毛利率	21.28%	21.83%	21.65%	21.52%	21.59%
净资产收益率	16.40%	13.70%	22.60%	15.34%	14.89%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。