

## 业绩符合预期，维保+减速机助力未来

### 买入(维持)

事件：公司 2017 半年度实现营收 96.13 亿，同比+3.69%；实现归母净利 6.31 亿，同比-15.03%；扣非归母净利 6.12 亿，同比+8.67%；业绩符合预期。

#### 投资要点

#### ■ 受下游房地产行业影响，电梯业务平稳增长

公司的营业利润和归母净利润下降主因 2016 年同期出后资产获投资收益，导致基数高，2017H1 无资产出售故下滑。分业务看，电梯业务收入 90.39 亿，占比 94%，同比+4.11%；印刷包装业务收入 1.07 亿，同比+24.88%；焊材业务收入 8779 万，同比+14.83%；液压机器业务收入 6310 万，同比-38.01%。

上半年营业收入的增长主要受到下游房地产行业的影响，在大中型城市房地产需求依然很大与政府大力调控的背景下，上半年全国房地产开发投资同比增长 8.5%，投资增速放缓，对上游电梯的需求趋于平稳。而电梯业本身产能过剩，竞争越趋激烈。在此形势下，公司与万达、恒大、中海等核心战略合作伙伴保持密切合作，承接了成都绿地中心、宁波天盛中心等重大项目，继续保持收入稳定增长。

#### ■ 综合毛利率和期间费用率均小幅下降

2017H 综合毛利率 20.59%，同比-0.77pct，主要系核心主业电梯业务受到原材料持续上涨以及产能过剩的影响，其他业务毛利率也有不同程度的降低。分业务看，电梯业务、印刷包装业务、焊材业务、液压机器业务的毛利率分别为 21.07%、11.50%、11.01%、1.03%，同比-0.59pct、-16.78pct、-3.65pct、-5.24pct。

期间费用率为 9.35%（销售费用 3.88%，管理费用 6.78%，财务费用-1.31%，分别同比+0.14pct，-0.38pct，+0.4pct），同比-0.16pct，管理费用小幅降低主要系印花税、房产税、车船税、土地使用税重分类所致。财务费用增长主要是因为上半年定期存款本金减少及存款利率下降所致。

#### ■ 积极布局维保业务，电梯后市场空间广阔

一般电梯的使用寿命在 12-15 年，虽然目前电梯尚未规定强制报废年限，但由于我国人口众多，电梯工作负荷大，实际的寿命在 11-12 年。在电梯保有量激增和新梯需求放缓的背景下，以安装、保养、维修、改造为特征的电梯后市场已经成为推动电梯行业持续发展的重要战略资源。

目前上海三菱品牌的存量电梯有 70 万台，以每台电梯 5000 元的年维保费用计算，2017 年对应维保市场空间有 35 亿元左右。而目前公司的自维保率为三分之一，还有很大的提升空间。上半年公司积极推进基于物联网的电梯综合监控系统的开发应用，进一步提升了上海三菱维保服务的质量和效率；同时加快服务中心、物流中心和培训中心的建设，以旧梯改造业务为突破口，创立新的服务增长点。2017 年上半年公司安装、维保等服务业务收入超过 28 亿元，占营业收入的比例超过 30%，预计未来的占比比例会进一步提高，成为公司业绩的有力推动。

#### ■ 和纳博合作RV减速机子公司已正式投产，今年有望盈利

公司与 RV 减速机龙头日本纳博特斯克合作开展的精密减速机产品已于 2016 年 5 月正式投入生产，预期产能 20 万台/年，计划分两步进行，第一步实现 5 条线，目前已经达到 10 万台/年的产能。子公司纳博精机上半年实现收入 1.02 亿（接近 2016 年全年收入的两倍），净利润亏损 520 万元，亏损程度大幅降低，预计 2017 年全年可以实现 7 万台减速机的收入，根据我们测算子公司刚好可以实现盈利。在中国机器人产业快速发展的大背景下，公司充分利用与日本纳博的合作平台，有望开拓新的利润增长点。

#### ■ 盈利预测与投资建议

公司是电梯行业龙头，电梯安全事故频出，龙头企业享有市场集中度提高的优势，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 1.46/1.58/1.71 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 14/13/12 倍，故维持“买入”评级。

■ 风险提示：减速机新投产项目不及预期；电梯行业下滑；维保业务拓展不及预期。

2017 年 08 月 31 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：

S0600515090001

02160199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

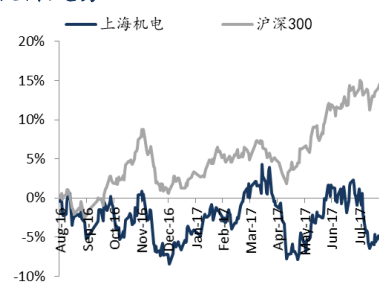
执业证书编号：

S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 市场数据

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 收盘价(元)            | 19.86       |
| 一年最低/最高价          | 19.00/21.91 |
| 市净率(倍)            | 2.2         |
| 流通 A 股市值<br>(百万元) | 16017.2     |

#### 基础数据

|            |         |
|------------|---------|
| 每股净资产(元)   | 9.20    |
| 资本负债率(%)   | 64.04   |
| 总股本(百万股)   | 1022.74 |
| 流通 A 股(百万) | 806.50  |

#### 相关研究

1. 上海机电：业绩略低于预期，减速机+维保未来稳增长-20170322
2. 上海机电：“电梯后市场+减速机”前景广，“混改+资产注入”预期强烈-20160905

上海机电财务预测表

| 资产负债表 (百万<br>元)         |                |                |                |                | 利润表 (百万元)      |                |                |                |                |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                         | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| <b>流动资产</b>             | <b>26797.7</b> | <b>31281.8</b> | <b>33768.5</b> | <b>36427.7</b> | <b>营业收入</b>    | <b>18938.6</b> | <b>19885.5</b> | <b>20879.8</b> | <b>21923.7</b> |
| 现金                      | 13939.1        | 17961.9        | 19772.4        | 21720.9        | 营业成本           | 14781.0        | 15550.4        | 16348.8        | 17188.2        |
| 应收款项                    | 2665.0         | 2724.0         | 2860.2         | 3003.3         | 营业税金及附加        | 148.3          | 139.2          | 146.2          | 153.5          |
| 存货                      | 7388.0         | 7668.7         | 8062.4         | 8476.4         | 营业费用           | 689.8          | 656.2          | 626.4          | 548.1          |
| 其他                      | 2805.6         | 2927.1         | 3073.5         | 3227.2         | 管理费用           | 1360.2         | 1246.3         | 1266.2         | 1328.8         |
| <b>非流动资产</b>            | <b>4943.3</b>  | <b>5016.1</b>  | <b>4889.3</b>  | <b>4749.1</b>  | 财务费用           | -283.5         | -302.4         | -330.2         | -363.1         |
| 长期股权投资                  | 2191.9         | 2191.9         | 2191.9         | 2191.9         | 投资净收益          | 564.8          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 固定资产                    | 1826.3         | 1912.4         | 1799.0         | 1672.3         | 其他             | -174.5         | 13.4           | 13.4           | 13.4           |
| 无形资产                    | 401.5          | 388.1          | 374.7          | 361.4          | <b>营业利润</b>    | <b>2633.1</b>  | <b>2609.1</b>  | <b>2835.7</b>  | <b>3081.6</b>  |
| 其他                      | 523.6          | 523.6          | 523.6          | 523.6          | 营业外净收支         | 124.6          | 50.0           | 50.0           | 50.0           |
| <b>资产总计</b>             | <b>31741.0</b> | <b>36297.9</b> | <b>38657.8</b> | <b>41176.8</b> | <b>利润总额</b>    | <b>2757.7</b>  | <b>2659.1</b>  | <b>2885.7</b>  | <b>3131.6</b>  |
| <b>流动负债</b>             | <b>19748.5</b> | <b>23191.5</b> | <b>24268.8</b> | <b>25395.8</b> | 所得税费用          | 344.1          | 319.1          | 360.7          | 391.5          |
| 短期借款                    | 29.6           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 少数股东损益         | 964.5          | 842.4          | 909.0          | 986.5          |
| 应付账款                    | 1872.1         | 4686.4         | 4927.0         | 5180.0         | <b>归属母公司净利</b> |                |                |                |                |
| 其他                      | 17846.8        | 18505.1        | 19341.7        | 20215.8        | <b>润</b>       | <b>1449.1</b>  | <b>1497.6</b>  | <b>1616.0</b>  | <b>1753.7</b>  |
| <b>非流动负债</b>            | <b>402.1</b>   | <b>402.1</b>   | <b>402.1</b>   | <b>402.1</b>   | EBIT           | 1971.0         | 2306.7         | 2505.6         | 2718.5         |
| 长期借款                    | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | EBITDA         | 2188.4         | 2510.6         | 2724.9         | 2947.7         |
| 其他                      | 402.1          | 402.1          | 402.1          | 402.1          | <b>重要财务与估值</b> |                |                |                |                |
| <b>负债总计</b>             | <b>20150.6</b> | <b>23593.6</b> | <b>24670.8</b> | <b>25797.8</b> | <b>指标</b>      | <b>2016</b>    | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   |
| 少数股东权益                  | 2375.9         | 2965.6         | 3601.9         | 4292.4         | 每股收益(元)        | 1.42           | 1.46           | 1.58           | 1.71           |
| 归属母公司股东                 |                |                |                |                | 每股净资产(元)       | 9.01           | 9.52           | 10.15          | 10.84          |
| 权益                      | 9214.6         | 9738.7         | 10385.1        | 11086.6        | 发行在外股份(百       | 1022.7         | 1022.7         | 1022.7         | 1022.7         |
| <b>负债和股东权益总</b>         |                |                |                |                | 万股)            |                |                |                |                |
| <b>计</b>                | <b>31741.0</b> | <b>36297.9</b> | <b>38657.8</b> | <b>41176.8</b> | ROIC(%)        | 19.5%          | 27.1%          | 41.5%          | 50.1%          |
|                         |                |                |                |                | ROE(%)         | 15.7%          | 15.4%          | 15.6%          | 15.8%          |
| <b>现金流量表 (百万<br/>元)</b> |                |                |                |                | 毛利率(%)         | 22.0%          | 21.8%          | 21.7%          | 21.6%          |
|                         | <b>2016</b>    | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | EBIT Margin(%) | 10.4%          | 11.6%          | 12.0%          | 12.4%          |
| 经营活动现金流                 | 1999.6         | 5098.5         | 2872.6         | 3089.8         | 销售净利率(%)       | 7.7%           | 7.5%           | 7.7%           | 8.0%           |
| 投资活动现金流                 | 599.0          | -72.6          | -92.6          | -89.0          | 资产负债率(%)       | 63.5%          | 65.0%          | 63.8%          | 62.7%          |
| 筹资活动现金流                 | -1166.6        | -1003.0        | -969.6         | -1052.2        | 收入增长率(%)       | -1.9%          | 5.0%           | 5.0%           | 5.0%           |
| 现金净增加额                  | 1445.7         | 4022.8         | 1810.4         | 1948.5         | 净利润增长率(%)      | -21.0%         | 3.3%           | 7.9%           | 8.5%           |
| 折旧和摊销                   | 217.3          | 203.9          | 219.3          | 229.2          | P/E            | 14.05          | 13.60          | 12.60          | 11.61          |
| 资本开支                    | -18.2          | -90.4          | -92.6          | -89.0          | P/B            | 2.21           | 2.09           | 1.96           | 1.84           |
| 营运资本变动                  | 244.8          | 2807.3         | 401.0          | 416.4          | EV/EBITDA      | 18.51          | 17.51          | 16.53          | 15.66          |
| 企业自由现金流                 | 2399.5         | 4950.7         | 2720.1         | 2935.3         |                |                |                |                |                |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>