

业绩符合预期，看好减速机业务未来弹性

买入(维持)

事件：公司发布 2017 年年报，实现营收 194.71 亿 (+2.81%)、归母净利 13.9 亿 (-4.05%)，扣非归母净利 12.8 亿 (+14.64%)，符合预期。拟向全体股东按每 10 股派送现金红利人民币 4.80 元。

投资要点

■ 归母净利润下降系非经常性收益减少，受房地产影响营收增速减缓

公司归母净利润同比下降主要系 2016 年出售资产使得当年非经常性损益达 3.3 亿，进而推高净利润基数；而 2017 年无资产出售，非经常性损益回落至相对正常水平 (1.1 亿)。

分业务看，电梯业务收入 185.24 亿，占比 95%，同比+2.62%；印刷包装业务收入 1.71 亿，同比+0.55%；液压机器业务收入 1.35 亿，同比-6.63%；焊材业务收入 2 亿，同比+18%；能源工程业务收入 1.81 亿，同比-13.02%。公司核心业务电梯的增长主要受到房地产业的影响，2017 年国家房产调控全面升级，全国房地产开发投资累计同比增长 7%，连续三年增速在 10% 以下，因此对上游电梯的需求也趋缓。由于原材料钢材的持续上涨以及产能过剩的因素影响，电梯市场的竞争更趋激烈。我们认为公司充分发挥了龙头优势，通过战略绑定万达、恒大、中海等高价值客户实现收入的小幅但是平稳增长。

■ 盈利能力维持稳定，费用控制良好

综合毛利率 21.8%，同比-0.15pct，略有下降；ROE 为 13.85%，同比-1.88pct，环比+3.21pct。虽然面临原材料普遍上涨和行业产能过剩的局面，但公司作为龙头企业依旧能维持稳定的盈利能力。分业务看，电梯、印刷包装、液压机器、焊材、能源工程等各业务的毛利率分别为 21.93%、21.75%、4.52%、14.81%、9.77%，同比-0.21pct、+2.25pct、-3.65pct、+0.56pct、+1.85pct。

期间费用率为 9.18% (销售费用 3.63%，管理费用 6.67%，财务费用 -1.12%，分别同比-0.01pct，-0.45pct，+0.38pct)，同比-0.08pct，财务费用的变动主要是由于本年定期存款利率下降所致。

■ 电梯后市场空间广阔，维保布局有望助力业绩增长

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。根据国家质检总局的数据，2016 年我国电梯保有量为 494 万台，以每台电梯 5000 元的年维保费用计算，对应维保市场空间达 247 亿。而目前 70% 的维保市场被低价竞争的第三方维保占据，以三菱电梯为首的外资电梯自维保率也仅达 30%，相比欧美成熟市场 80% 以上的自保比例差距较大。

截止 2017 年底公司已设立 360 多家维保服务网络，并率先向市场推出基于物联网的电梯监控系统，提高经营效率和管控能力。2017 年，上海三菱电梯安装、维保等服务业务收入超过 52 亿元，占营业收入的比例超过 28%，在国内同行中处于领先水平。我们认为未来电梯维保收入将进一步提高，成为公司业绩的有力保障。

■ 减速机业务开始盈利，有望受益国产机器人发展机遇

工业机器人成本结构大致如下：本体 22%、伺服系统 25%、减速机 38%、控制系统 10% 以及其他 5%。简单拆分国内 6 轴工业机器人成本(总成本 25 万元)，可以看出减速器的成本接近 10 万元，主要以进口为主，纳博又是该领域的行业龙头 (市占率 60%)。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，目前已经提前达到 10 万台/年的产能。子公司纳博精机在 2017 年 5 月开始实现单月盈利，现正加快相关生产设施的基础投入，争取尽早达到 20 万台的产能。我们认为，借助全球减速机巨头日本纳博的先进技术，公司有望在中国接下来的工业机器人热潮中脱颖而出。

■ 控股股东增持彰显对公司未来发展信心

控股股东上海电气于 2 月 12 日增持公司 A 股：194.49 万股，B 股 21 万股，合计占公司发行总股份的 0.21%，未来 12 个月内上海电气计划增持不超过发行总股份 2%，增持价格为以折合人民币不高于每股 25 元的价格增持本公司 A 股或者本公司 B 股，增持总金额不低于等值 5000 万元人民币。同时承诺增持计划实施期间及法定期限内不减持其持有的股份。

■ 盈利预测与投资建议

公司是电梯行业龙头，龙头企业享有估值溢价和市场集中度提高的优势。我们预计 2018-2020 年 EPS 为 1.52/1.71/1.99 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 14/ 12/10 倍，故维持“买入”评级。

风险提示：减速机项目扩产计划不及预期；电梯行业下滑；维保业务拓展不及预期。

2018 年 3 月 29 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

02160199769

chenxf@dwzq.com.cn

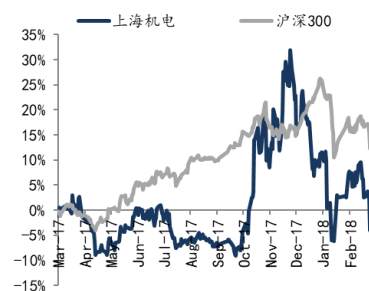
证券分析师 周尔双

执业证书编号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.71
一年最低/最高价	19.00/28.32
市净率(倍)	2.1
流通 A 股市值(百万元)	16702.7

基础数据

每股净资产(元)	9.81
资本负债率(%)	62.92
总股本(百万股)	1022.74
流通 A 股(百万股)	806.50

相关研究

1. 上海机电：业绩符合预期，长期看维保+减速机推动业绩 -20171031
2. 上海机电：业绩符合预期，维保+减速机助力未来 -20170831
3. 上海机电：业绩略低于预期，减速机+维保未来稳增长 -20170322
4. 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（百万元）					利润表（百万元）				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	28504.2	32845.4	35301.9	37823.9	营业收入	19471.1	20444.7	21466.9	22540.3
现金	14413.9	20054.4	21934.9	23955.3	营业成本	15226.9	15967.3	16636.9	17130.6
应收款项	3300.7	2800.6	2940.7	3087.7	营业税金及附加	118.3	143.1	150.3	157.8
存货	8745.7	7874.3	8204.5	8448.0	营业费用	706.5	674.7	644.0	676.2
其他	2043.8	2116.0	2221.8	2332.9	管理费用	1309.9	1301.1	1365.5	1433.2
非流动资产	5016.2	4996.1	4878.8	4749.2	财务费用	-218.5	-326.6	-367.4	-401.5
长期股权投资	2311.4	2311.4	2311.4	2311.4	投资净收益	335.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	1776.6	1769.6	1665.4	1548.9	其他	-37.4	13.1	13.1	13.1
无形资产	393.8	380.7	367.6	354.4	营业利润	2625.8	2698.2	3050.8	3557.2
其他	534.4	534.4	534.4	534.4	营业外净收支	75.2	75.0	75.0	170.0
资产总计	33520.4	37841.5	40180.7	42573.1	利润总额	2701.1	2773.2	3125.8	3627.2
流动负债	20716.9	23883.0	24832.8	25612.9	所得税费用	339.9	346.7	390.7	453.4
短期借款	34.6	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	970.8	873.6	984.6	1142.6
					归属母公司净利				
应付账款	2354.6	4812.1	5013.9	5162.7	润	1390.3	1553.0	1750.4	2031.2
其他	18327.7	19070.9	19819.0	20450.3	EBIT	2121.6	2371.6	2683.4	3155.6
非流动负债	372.8	372.8	372.8	372.8	EBITDA	2352.5	2558.7	2885.8	3367.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
					重要财务与估值				
其他	372.8	372.8	372.8	372.8	指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	21089.8	24255.8	25205.7	25985.8	每股收益(元)	1.36	1.52	1.71	1.99
少数股东权益	2394.8	3006.2	3695.5	4495.3	每股净资产(元)	9.81	10.34	11.03	11.82
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	10035.8	10579.4	11279.6	12092.1	万股)	1022.7	1022.7	1022.7	1022.7
负债和股东权益总									
计	33520.4	37841.5	40180.7	42573.1	ROIC(%)	19.0%	28.9%	59.1%	78.4%
					ROE(%)	13.9%	14.7%	15.5%	16.8%
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	21.8%	21.9%	22.5%	24.0%
经营活动现金流	1930.1	6738.1	3015.9	3321.4	EBIT Margin(%)	10.9%	11.6%	12.5%	14.0%
投资活动现金流	952.0	-53.5	-85.2	-82.3	销售净利率(%)	7.1%	7.6%	8.2%	9.0%
筹资活动现金流	-1242.1	-1044.1	-1050.3	-1218.7	资产负债率(%)	62.9%	64.1%	62.7%	61.0%
现金净增加额	1611.5	5640.5	1880.5	2020.4	收入增长率(%)	2.8%	5.0%	5.0%	5.0%
折旧和摊销	230.8	187.1	202.4	211.9	净利润增长率(%)	-4.1%	11.7%	12.7%	16.0%
资本开支	17.2	-82.1	-85.2	-82.3	P/E	15.23	13.64	12.10	10.43
营运资本变动	-398.8	4386.5	373.8	278.5	P/B	2.11	2.00	1.88	1.75
企业自由现金流	1958.0	6566.7	2839.0	3169.3	EV/EBITDA	17.97	17.76	16.07	14.01

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>