

营收稳健增长，毛利率短期承压

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2018年年报，实现营收212亿元，同比增长9%，归母净利润12.68亿元，同比下降9%，公司电梯业务稳健增长，带动营收增长，净利润小幅下降主要源于毛利率承压。
- **营收稳健增长，毛利率承压致使利润下滑。**公司电梯业务营收占比近几年均超过90%，为公司最核心业务。2018年电梯业务实现营收199亿元，同比增长8.4%，从而带动公司整体营收稳健增长。公司2018年整体毛利率为19.10%，同比下降2.7个百分点，其中，毛利占比超过90%的电梯业务毛利率19.23%，同比下降2.8个百分点，致使公司整理毛利率承压。我们认为，国内电梯市场需求增速放缓至个位数，原材料价格波动加大，行业竞争加剧，企业盈利能力短期承压，龙头企业长期有望受益份额集中。
- **电梯业务地位稳固，积极推进产业的延伸和拓展。**公司旗下电梯业务主要是子公司上海三菱电梯（持股52%）贡献，2015~2018年公司电梯产量分别为7.0万台、7.3万台、7.6万台、8.3万台，按产量计算的国内市占率分别约为9.2%、9.4%、9.4%、10.0%，公司作为国内电梯龙头企业，市占率稳步提升。2018年上海三菱电梯实现营收201亿元，实现净利润17.60亿元，为当前公司主要业绩来源。同时，公司积极与三菱电机、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合资合作，多元业务拓展，打造新的利润增长点。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司电梯业务行业地位稳固，贡献充足现金流，多元拓展打造新的利润增长点。我们预计公司2019~2021年EPS分别为1.30元、1.42元、1.55元，对应PE分别为14/13/12倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**电梯业务盈利能力不及预期风险，新业务发展不及预期风险。

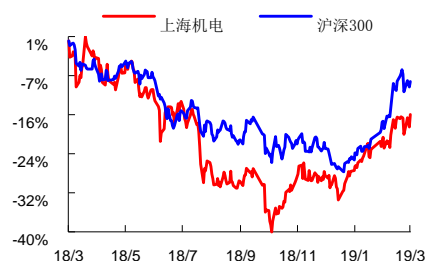
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	21233.74	22255.24	23330.07	24459.29
增长率	9.05%	4.81%	4.83%	4.84%
归属母公司净利润（百万元）	1268.49	1325.02	1453.95	1586.90
增长率	-8.76%	4.46%	9.73%	9.14%
每股收益EPS（元）	1.24	1.30	1.42	1.55
净资产收益率ROE	16.27%	14.96%	14.49%	14.02%
PE	15	14	13	12
PB	1.44	1.27	1.12	0.99

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁美美
 执业证号：S1250518100003
 电话：021-58351937
 邮箱：lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.23
流通A股(亿股)	8.07
52周内股价区间(元)	13.07-22.65
总市值(亿元)	189.21
总资产(亿元)	336.62
每股净资产(元)	10.56

相关研究

1 电梯龙头企业，稳健发展

公司业务涉及电梯制造、冷冻空调设备制造、印刷包装机械制造、液压产品制造、焊接器材制造、人造板机械制造、工程机械制造及电机制造等领域，与三菱电机、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合资合作。另外，公司积极布局精密减速器业务，寻求在规模化及性能可靠性方面的突破。

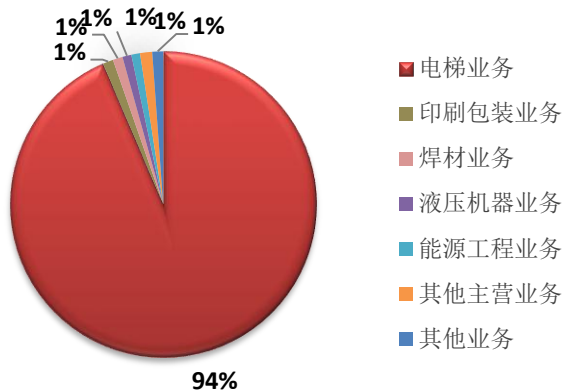
公司主营业务结构：2018 年公司电梯业务贡献 94% 营收，以及 94% 的毛利，是公司主要业绩贡献来源。电梯业务主要生产电梯、自动扶梯及维修保养，主要产品系引进日本三菱机电株式会社制造技术的电梯和自动扶梯，2018 年公司电梯产量为 8.3 万台，同比增长 9.3%；电梯销量为 8.1 万台，同比增长 6.8%。公司电梯产量在全国电梯产量中的占比稳健上升，2018 年电梯产量在全国电梯总产量中占比约 10%。

图 1：公司主营产品示意图



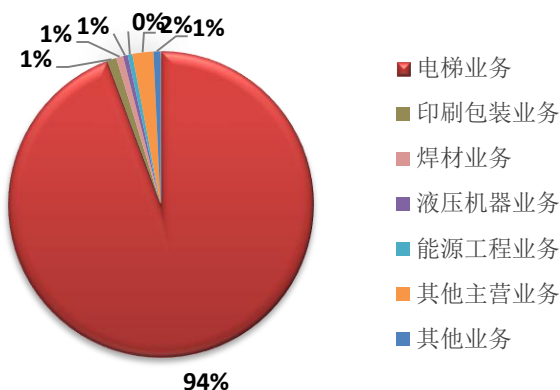
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司 2018 年主营业务营收结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2018 年主营业务毛利结构



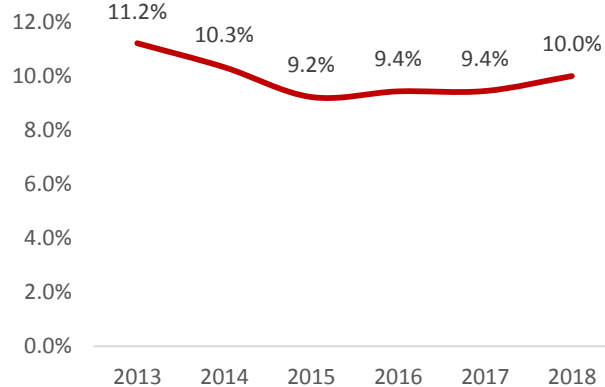
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2015 年以来，公司电梯份额企稳回升（按产量计算）



数据来源：wind，西南证券整理

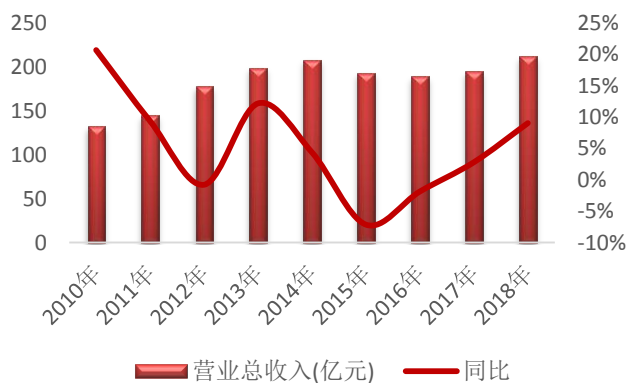
图 5：公司电梯产量稳步提升



数据来源：wind，西南证券整理

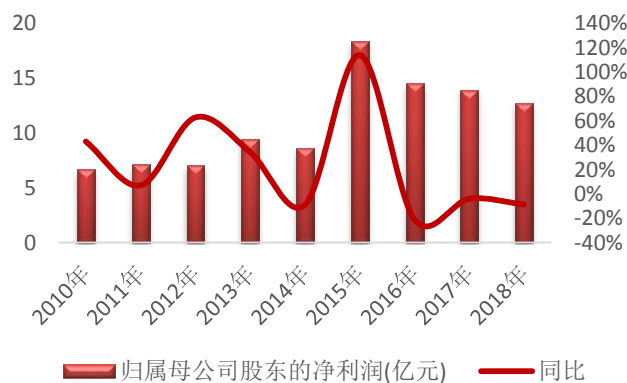
公司业绩状况：2010 年~2018 年，公司营收稳健增长，CAGR 达到 6%，净利润 CAGR 达到 8%。2018 年公司实现营收 212 亿元，同比增长 9.1%，实现归母净利润 12.7 亿元，同比下降 8.8%。2018 年公司毛利率为 19.1%，同比下降 2.7 个百分点，主要原因是原材料采购成本上升，导致电梯业务毛利率下降 2.9 个百分点。

图 6：公司 2010 年以来营业收入及增速



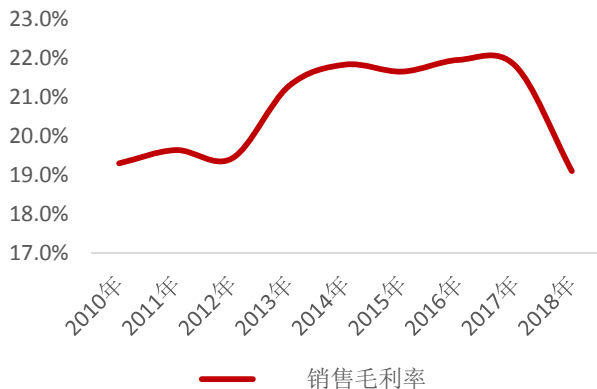
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司 2010 年以来净利润及增速



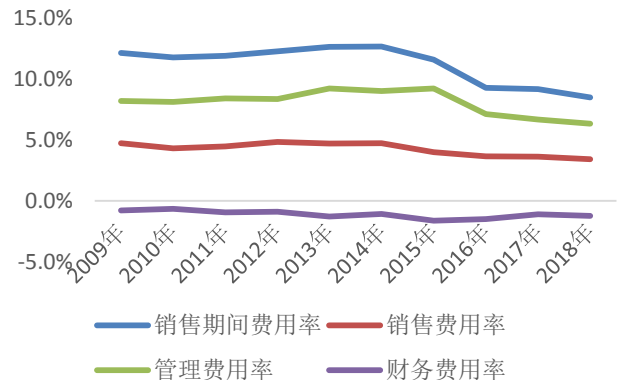
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：原材料价格波动较大，竞争加剧，毛利率短期承压



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：受益管理费用率下降，期间费用率整体下降



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 假设 2019-2021 年电梯销量保持稳健增长，增速为 5%、5%、5%，价格不变，毛利率企稳回升，分别为 20.0%、20.5%、21.0%。
- 2) 假设 2019-2021 年印刷包装业务销量增速为 10%、10%、10%，价格不变，毛利率为 18%、18%、18%。
- 3) 假设 2019-2021 年焊材业务销量增速均为 10%、10%、10%，价格不变，毛利率为 16%、16%、16%。
- 4) 假设 2019-2021 年液压机器业务销量增速均为 10%、10%、10%，价格不变，毛利率为 10%、10%、10%。
- 5) 假设 2019-2021 年能源工程业务销量增速为 5%、5%、5%，价格不变，毛利率为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入和毛利率

单位：亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
电梯业务	收入	183.22	198.67	207.74	217.23	227.16
	同比	3%	8%	5%	5%	5%
	成本	142.68	160.46	166.19	172.70	179.46
	毛利	40.55	38.21	41.55	44.53	47.70
	毛利率	22.13%	19.23%	20.00%	20.50%	21.00%
印刷包装业务	收入	1.60	2.34	2.57	2.83	3.11
	同比	-1%	46%	10%	10%	10%
	成本	1.33	1.92	2.11	2.32	2.55
	毛利	0.27	0.42	0.46	0.51	0.56

单位：亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利率	17.15%	17.96%	18.00%	18.00%	18.00%
焊材业务	收入	1.96	2.21	2.43	2.67	2.94
	同比	19%	13%	10%	10%	10%
	成本	1.69	1.86	2.04	2.25	2.47
	毛利	0.27	0.35	0.39	0.43	0.47
	毛利率	13.67%	15.76%	16.00%	16.00%	16.00%
液压机器业务	收入	1.31	2.01	2.21	2.43	2.68
	同比	-6%	53%	10%	10%	10%
	成本	1.26	1.78	1.99	2.19	2.41
	毛利	0.04	0.23	0.22	0.24	0.27
	毛利率	3.25%	11.63%	10.00%	10.00%	10.00%
能源工程业务	收入	1.81	1.95	2.05	2.15	2.26
	同比	-13%	8%	5%	5%	5%
	成本	1.64	1.77	1.84	1.93	2.03
	毛利	0.18	0.19	0.20	0.21	0.23
	毛利率	9.74%	9.58%	10.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务	收入	2.47	2.73	3.00	3.30	3.63
	同比	36%	11%	10%	10%	10%
	成本	1.65	1.82	1.95	2.15	2.36
	毛利	0.82	0.90	1.05	1.16	1.27
	毛利率	33.17%	33.12%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	收入	2.34	2.43	2.55	2.68	2.81
	同比	-4%	4%	5%	5%	5%
	成本	2.03	2.18	2.25	2.36	2.48
	毛利	0.31	0.25	0.31	0.32	0.34
	毛利率	13.41%	10.30%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	194.71	212.34	222.56	233.30	244.60
	同比	3%	9%	5%	5%	5%
	成本	152.28	171.79	178.37	185.90	193.76
	毛利	42.44	40.55	44.18	47.41	50.84
	毛利率(%)	21.80%	19.10%	19.85%	20.32%	20.78%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 13.25/14.54/15.87 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.42/1.55 元，对应 PE 估值分别为 14 倍、13 倍、12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况（2019 年 03 月 17 日）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300 751.SZ	克来机电	0.48	0.87	1.16	94	40	29
300690.SZ	机器人	0.29	0.38	0.47	71	52	42
603638.SH	哈工智能	0.20	0.28	0.36	57	30	23
300545.SZ	艾迪精密	0.86	1.25	1.65	54	23	17
平均值		0.46	0.70	0.91	69	36	28
600835.SH	上海机电	1.24	1.30	1.42	15	14	13

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

3 风险提示

1) 电梯业务盈利能力不及预期风险。电梯行业需求持续放缓，竞争加剧，原材料价格波动较大，公司电梯业务盈利能力存在不及预期风险。

2) 新业务发展不及预期风险。公司积极与三菱电机、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合资合作，多元业务拓展，存在发展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21233.74	22255.24	23330.07	24459.29	净利润	2135.72	2230.90	2447.97	2671.81
营业成本	17178.51	17837.02	18589.50	19375.60	折旧与摊销	226.65	199.27	224.02	248.27
营业税金及附加	88.24	106.72	106.90	113.81	财务费用	-266.19	-49.44	-58.79	-67.51
销售费用	724.49	756.68	795.56	836.51	资产减值损失	0.49	50.00	50.00	50.00
管理费用	648.68	1413.21	1476.79	1543.38	经营营运资本变动	-824.93	1624.38	523.83	389.01
财务费用	-266.19	-49.44	-58.79	-67.51	其他	-1083.28	-75.92	-480.09	-379.44
资产减值损失	0.49	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	188.45	3979.20	2706.95	2912.15
投资收益	307.40	330.06	346.06	362.87	资本支出	-24.55	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	-9.12	0.00	0.00	0.00	其他	1270.70	430.87	346.06	362.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1246.15	180.87	96.06	112.87
营业利润	2352.97	2471.12	2716.17	2970.37	短期借款	4.50	61.00	0.00	0.00
其他非经营损益	72.97	71.39	72.37	72.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2425.94	2542.51	2788.54	3042.58	股权融资	-0.62	0.00	0.00	0.00
所得税	290.22	311.61	340.57	370.76	支付股利	0.00	-443.97	-463.76	-508.88
净利润	2135.72	2230.90	2447.97	2671.81	其他	-1419.64	40.83	58.79	67.51
少数股东损益	867.23	905.88	994.02	1084.91	筹资活动现金流净额	-1415.76	-342.14	-404.97	-441.38
归属母公司股东净利润	1268.49	1325.02	1453.95	1586.90	现金流量净额	34.16	3817.93	2398.04	2583.64
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	13209.28	17027.21	19425.25	22008.90	成长能力				
应收和预付款项	5242.08	6053.29	6321.42	6550.16	销售收入增长率	9.05%	4.81%	4.83%	4.84%
存货	8981.16	9620.51	9918.35	10383.71	营业利润增长率	-10.39%	5.02%	9.92%	9.36%
其他流动资产	1017.84	356.79	411.75	418.49	净利润增长率	-9.55%	4.46%	9.73%	9.14%
长期股权投资	2341.78	2341.78	2341.78	2341.78	EBITDA 增长率	-12.44%	13.29%	9.94%	9.36%
投资性房地产	89.30	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1809.17	1899.43	1964.93	2006.19	毛利率	19.10%	19.85%	20.32%	20.78%
无形资产和开发支出	362.40	325.11	287.83	250.54	三费率	5.21%	9.53%	9.49%	9.45%
其他非流动资产	608.58	606.34	604.09	601.85	净利率	10.06%	10.02%	10.49%	10.92%
资产总计	33661.59	38230.46	41275.41	44561.62	ROE	16.27%	14.96%	14.49%	14.02%
短期借款	39.00	100.00	100.00	100.00	ROA	6.34%	5.84%	5.93%	6.00%
应付和预收款项	3605.43	21664.10	22662.14	23735.75	ROIC	-97.12%	-115.95%	-81.24%	-80.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.90%	11.78%	12.35%	12.88%
其他负债	16887.53	1558.30	1621.00	1670.67	营运能力				
负债合计	20531.96	23322.40	24383.14	25506.42	总资产周转率	0.63	0.62	0.59	0.57
股本	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74	固定资产周转率	13.75	14.06	13.96	14.14
资本公积	2038.64	2038.64	2038.64	2038.64	应收账款周转率	7.59	8.36	7.51	7.60
留存收益	7734.24	8615.29	9605.48	10683.50	存货周转率	1.93	1.91	1.89	1.90
归属母公司股东权益	10804.12	11676.67	12666.87	13744.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.50%	—	—	—
少数股东权益	2325.51	3231.38	4225.41	5310.32	资本结构				
股东权益合计	13129.63	14908.06	16892.27	19055.20	资产负债率	61.00%	61.00%	59.07%	57.24%
负债和股东权益合计	33661.59	38230.46	41275.41	44561.62	带息债务/总负债	0.19%	0.43%	0.41%	0.39%
					流动比率	1.41	1.44	1.50	1.57
					速动比率	0.97	1.02	1.09	1.15
					股利支付率	0.00%	33.51%	31.90%	32.07%
					每股指标				
					每股收益	1.24	1.30	1.42	1.55
					每股净资产	12.84	14.58	16.52	18.63
					每股经营现金	0.18	3.89	2.65	2.85
					每股股利	0.00	0.43	0.45	0.50
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2313.43	2620.95	2881.41	3151.14					
PE	14.92	14.28	13.01	11.92					
PB	1.44	1.27	1.12	0.99					
PS	0.89	0.85	0.81	0.77					
EV/EBITDA	2.12	0.54	-0.34	-1.13					
股息率	0.00%	2.35%	2.45%	2.69%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn