

# 电梯业务触底回升，改革之路渐行渐近

——上海机电深度研究报告

公司深度研究

郭泰(分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

预计2019年中国电梯行业呈“量增价稳”趋势，下游地产新开工和施工面积增速趋势向好、电梯在地产中密度边际提升等利好未来电梯需求，国内电梯行业正加速回暖；预计2019-2021年公司归母净利润14.37(+0.36)、17.32(+1.49)和19.97亿元(+1.92)，同比增长13.3%、20.5%和15.3%。2019年5月上海电气完成限制股票激励授予，公司是上海电气的最重要子公司之一，预计上海机电的改革或渐行渐近；电梯行业加速回暖、上海三菱龙头地位和改革渐进，综合PE、PB和PB-ROE估值，上调公司评级至“强烈推荐”。

## ● 预计2019年中国电梯行业呈量增价稳趋势，行业正加速回暖

国家统计局数据，2019年H1中国电梯及升降机产量增19.4%，其中4-6月单月依次增长21%、14.3%和19%；1-5月收入合计同比增长14.8%、利润总额增50%，虽包含升降机、且为规模以上企业，但历年趋势与电梯协会一致，国内电梯行业正加速回暖。2018年底电梯在地产中密度2.7台/万平米、较2010年底提升47%；2018年2月至今，地产新开工和施工面积增速同比加速增长、电梯密度边际提升等，将利于未来电梯需求提升。2018年6家上市公司电梯销售均价仅降-0.6%、好于2016-2017年的-8.5%和-10.2%；其中通力价格略升，三菱、康力、广日微降；预计2019年电梯价格将改善或触底。

## ● 预计2019-2020年“量增价稳”将推动上海三菱盈利加速回升

预计2020年上海三菱电梯产量超10万台、2019-2020年复合增速10%，市占率提升至约11%。2018年底上海三菱累计销售电梯超80万台，预计2020年将达到约98万台。随着三菱电梯存量持续增加、自维保率提升、更新改造项目增加等，预计2019-2020年电梯服务收入复合增速15%。我们预计2019-2020年三菱电梯销售“量增价稳”可期，考虑2016-2018年上海机电对电梯业务减值计提充分，公司盈利有望加速回升。

## ● 上海电气集团完成股权激励授予，上海机电的改革或渐行渐近

2019年5月上海电气完成限制股票激励授予，但不含上海机电管理层和业务骨干；2018年公司收入和净利润占上海电气的21%和39%，未来公司盈利增长是上海电气实现业绩考核的重要保障之一，上海机电改革或渐行渐近。

## ● 风险提示：地产和基建建设周期拉长；钢材等原材料价格上涨的风险

### 财务摘要和估值指标

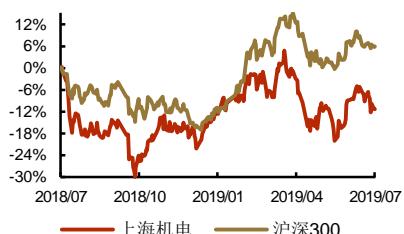
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,471	21,234	23,064	25,746	28,603
增长率(%)	2.8	9.1	8.6	11.6	11.1
净利润(百万元)	1,390	1,268	1,437	1,732	1,997
增长率(%)	-4.1	-8.8	13.3	20.5	15.3
毛利率(%)	21.8	19.1	19.7	20.4	20.8
净利率(%)	7.1	6.0	6.2	6.7	7.0
ROE(%)	19.0	16.3	16.5	16.7	16.6
EPS(摊薄/元)	1.36	1.24	1.41	1.69	1.95
P/E(倍)	11.9	13.0	11.5	9.5	8.2
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1

强烈推荐(调高评级)

市场数据 时间 2019.07.23

收盘价(元):	16.11
一年最低/最高(元):	12.82/19.73
总股本(亿股):	8.07
总市值(亿元):	129.93
流通股本(亿股):	8.07
流通市值(亿元):	129.93
近3月换手率:	25.9%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.32	-3.01	-16.05
绝对	-1.47	-8.71	-8.56

### 相关报告

《Q1盈利能力环比提升，或打造智能制造平台》2019-05-05

《扣非后业绩增速符合预期，精密减速器业务快速增长》2018-08-16

《精密减速器或将受益下游扩产，电梯现金牛是发展新业务的基石》2018-06-20

《现金牛的电梯或将推动智能制造阔步向前》2018-05-07

## 目 录

1、 预计 2019 年中国电梯行业有望迎来复苏.....	4
1.1、 2019 年 1-5 月国内电梯行业利润增 48%、产量加速增长.....	4
1.2、 2018 年电梯在地产中密度较 2010 年增 47%、利于电梯需求增长.....	5
1.3、 2018 年电梯均价降幅明显收窄，2019 年产量增长或促价格触底.....	6
2、 预计 2019-2020 年上海机电盈利有望回升 .....	7
2.1、 预计 2019-2020 年上海三菱电梯产量复合增速约为 10% .....	7
2.2、 预计 2019-2020 年上海机电电梯服务收入复合增长 15% .....	8
2.3、“量增价稳”将推动上海三菱 2019-2020 年盈利加速回升 .....	9
3、 电气集团完成股权激励授予，上海机电改革渐行渐近.....	10
4、 盈利预测与投资建议.....	11
4.1、 预计 2019-2021 年归母净利润增长 13.3%、20.5% 和 15.3% .....	11
4.2、 预计 2019 年底母公司账面现金约 55 亿，给予 1 倍 PB 估值.....	11
4.3、 结合 PE、PB 和 PB-ROE 估值法，上调评级至“强烈推荐” .....	12
5、 风险因素 .....	13
5.1、 房屋开发及公共基础设施建设周期拉长 .....	13
5.2、 钢材等原材料价格上涨使得毛利率承压 .....	13
附：财务预测摘要.....	14

## 图表目录

图 1： 2019 年 1-5 月中国电梯及升降机营收加速增长.....	4
图 2： 2019 年 1-5 月中国电梯及升降机利润大幅增长.....	4
图 3： 2017-2018 年中国电梯产量增速回升 .....	4
图 4： 2019 年 2-6 月电梯及升降机产量加速增长 .....	4
图 5： 2017-2018 年中国电梯产量增速略升 .....	4
图 6： 2018 年中国电梯出口量加速增长 .....	4
图 7： 2017-2018 年中国电梯销量增速约 4% .....	5
图 8： 2018 年底中国电梯保有量超过 600 万台 .....	5
图 9： 按新开工面积计算电梯在地产中密度提升 .....	5
图 10： 按竣工面积计算电梯在地产中密度提升 .....	5
图 11： 2018 年 2 月至今中国房屋新开工面积加速增长 .....	5
图 12： 2018 年 2 月至今中国房屋施工面积加速增长 .....	5
图 13： 2017-2018 年主要上市公司电梯产量加速增长 .....	6
图 14： 2017-2018 年主要上市公司电梯销量加速增长 .....	6
图 15： 2018 年主要上市公司电梯销售均价降幅收窄 .....	6
图 16： 2018 年上海机电电梯销售均价降幅大幅收窄 .....	6
图 17： 2018 年一线电梯公司电梯售价降幅快速收窄 .....	6
图 18： 2018 年二线电梯公司电梯售价降幅继续扩大 .....	6
图 19： 上海机电两家电梯业务公司股权结构 .....	7
图 20： 2018 年电梯业务占上海机电营业收入的 94% .....	7
图 21： 2018 年上海机电电梯产销量增速高于行业 .....	7
图 22： 预计 2020 年上海三菱电梯产量将达到 10 万台 .....	7
图 23： 2018 年二线电梯上市公司产量市占率基本持平 .....	7
图 24： 预计 2019-2020 年上海机电电梯产量市占率提升 .....	7
图 25： 2018 年通力电梯服务收入占比高达 47% .....	8

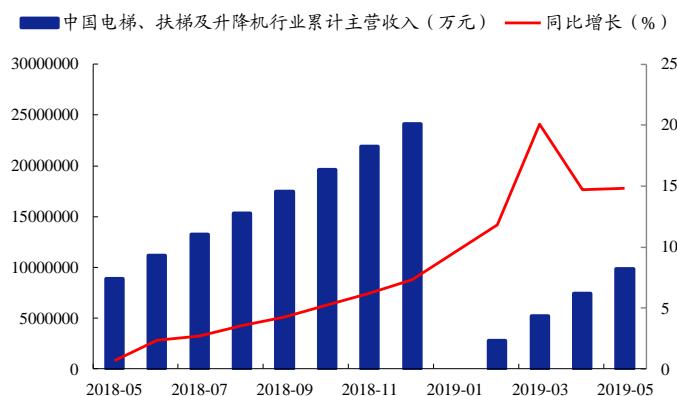
图 26: 2018 年上海三菱电梯产量约为通力订单量 50%.....	8
图 27: 预计 2020 年底上海三菱累计销售电梯约 98 万台 .....	8
图 28: 预计 2018 年三菱电梯自维保量超过 30 万台 .....	8
图 29: 上海机电电梯业务持续增长、服务占比超 30%.....	8
图 30: 上海机电电梯服务收入增长持续高于 10%.....	8
图 31: 2018 年上海机电电梯业务盈利能力同比下降 .....	9
图 32: 2019Q1 上海机电毛利率环比趋稳、净利率回升 .....	9
图 33: 2018 年上海机电大幅计提电梯业务资产减值 .....	9
图 34: 2019 年初至今上海不锈钢卷价格处于下行趋势 .....	9
图 35: 2018 年上海三菱电梯净利润下降 .....	9
图 36: 2018 年上海三菱净资产略降、ROE 维持较高 .....	9
图 37: 上海电气集团总公司下属 5 个上市平台 .....	10
图 38: 2018 年电气集团总公司主要上市平台收入增长 .....	10
图 39: 2018 年上海机电是上海电气股份的重要子公司 .....	10
图 40: 2016-2018 年电气净利中上海机电占比有所下降 .....	10
图 41: 2017-2020 年上海电气归母净利增长不低于 6% .....	10
图 42: 2022 年上海电气 EOE 不低于 12.9% .....	10
图 43: 2014-2018 年上海机电母公司员工人数持续下降 .....	12
图 44: 2014-2018 年上海机电母公司账面现金持续增长 .....	12
图 45: 上海机电 ROE 高于国内可比上市公司 .....	13
图 46: 2014-2018 年上海机电母公司账面现金持续增长 .....	13
 表 1: 2019-2021 年上海机电各项业务收入及毛利率预测 .....	11
表 2: 上海机电的可比公司估值比较 .....	12

## 1、预计 2019 年中国电梯行业有望迎来复苏

### 1.1、2019 年 1-5 月国内电梯行业利润增 48%、产量加速增长

根据国家统计局数据，2019 年 1-5 月中国电梯及升降机行业主营收入增长 14.8%、利润总额增长 48.4%，增速大幅好于 2018 年同期的 0.71% 和 -35%；1-6 月电梯及升降机累计产量增长 18.1%，其中 6 月增长 19%，增速明显好于 2018 年的 7.5%，为 2015 年以来最好增速。虽然国家统计局数据包含升降机、且为规模以上企业数据，但历年数据趋势与中国电梯协会一致，2019 年电梯行业正加速回暖。

图1：2019年1-5月中国电梯及升降机营收加速增长



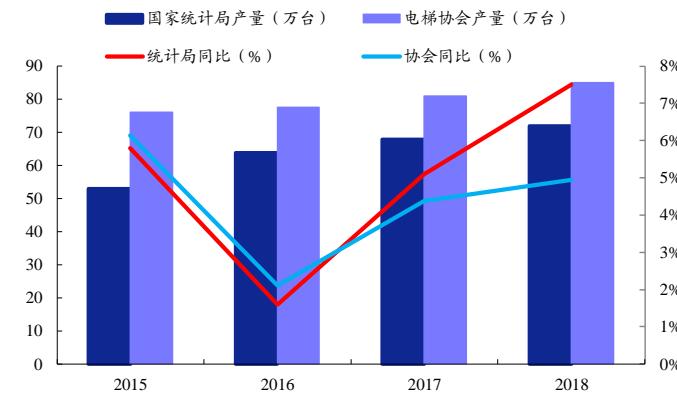
资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图2：2019年1-5月中国电梯及升降机利润大幅增长



资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图3：2017-2018年中国电梯产量增速回升



资料来源：国家统计局、电梯协会、新时代证券研究所

图4：2019年2-6月电梯及升降机产量加速增长



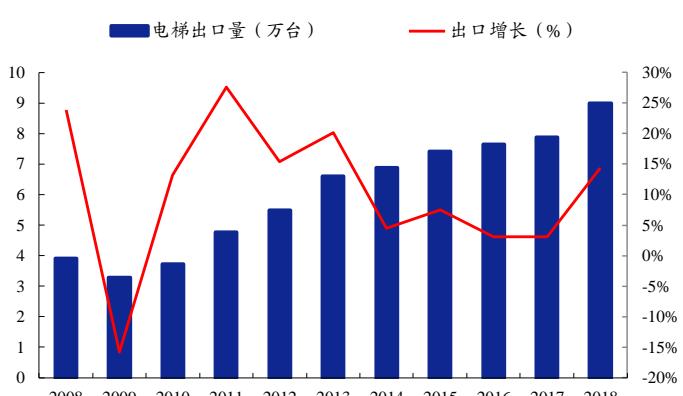
资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图5：2017-2018年中国电梯产量增速略升

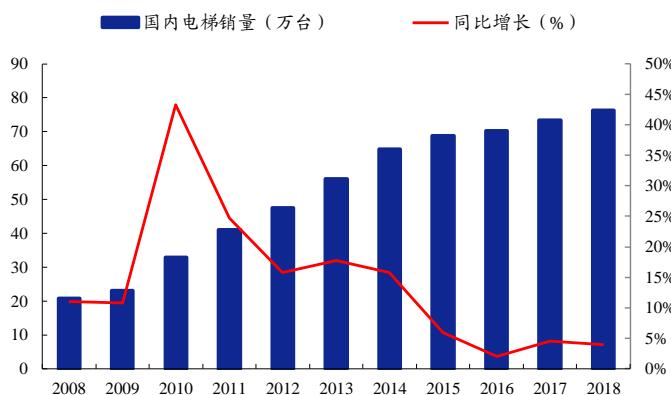


资料来源：电梯协会、新时代证券研究所

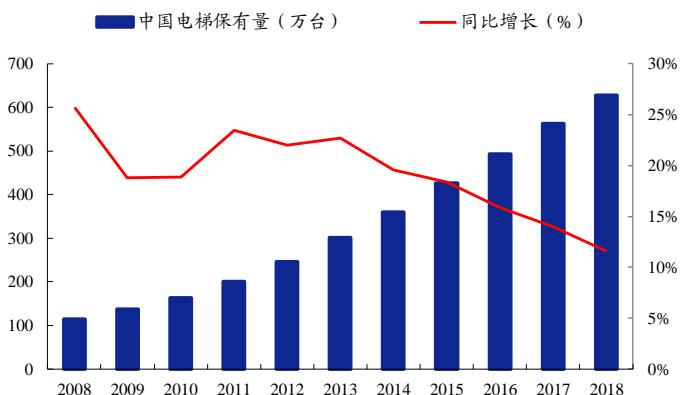
图6：2018年中国电梯出口量加速增长



资料来源：电梯协会、新时代证券研究所

**图7：2017-2018年中国电梯销量增速约4%**

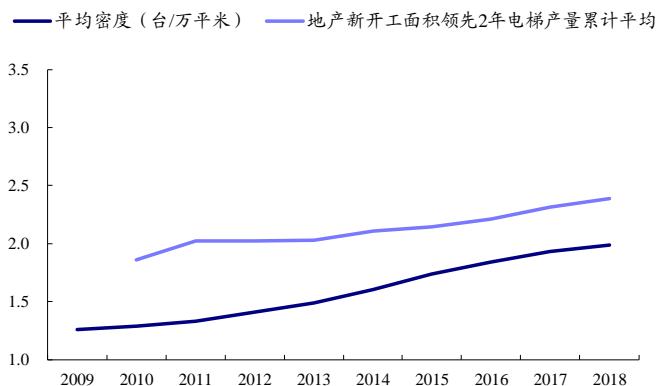
资料来源：电梯协会、新时代证券研究所计算

**图8：2018年底中国电梯保有量超过600万台**

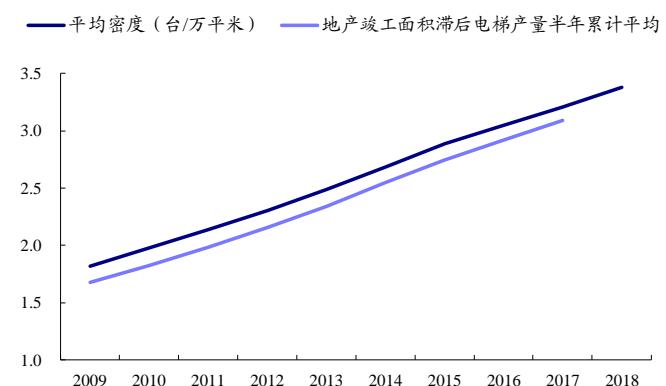
资料来源：电梯协会、国家质检总局、新时代证券研究所

## 1.2、2018年电梯在地产中密度较2010年增47%、利于电梯需求增长

国内电梯行业约70%的产销量用于下游地产，一般电梯生产滞后于新开工、领先于竣工，新开工、施工和竣工面积与电梯行业需求呈正相关。我们采用累计叠加法计算1999-2018年电梯在地产行业中的密度，截止2018年累积新开工领先2年对电梯的需求2.39台/万平米，2017年累积竣工滞后电梯产量半年为3.09台/万平米，平均2.7台/万平米、较2010年提升47%。按新开工或竣工累计面积计算电梯在地产中密度持续提升，上边际密度大于2.7台/万平米。2018年2月至今，地产新开工和施工面积增速同比加速增长、电梯密度提升，有利于未来电梯需求提升。

**图9：按新开工面积计算电梯在地产中密度提升**

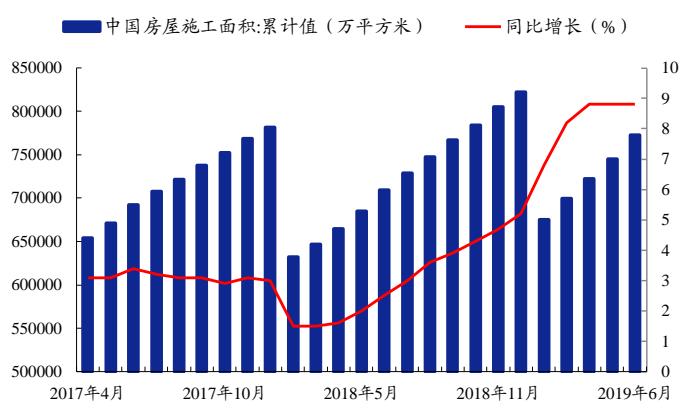
资料来源：国家统计局、电梯协会、新时代证券研究所计算

**图10：按竣工面积计算电梯在地产中密度提升**

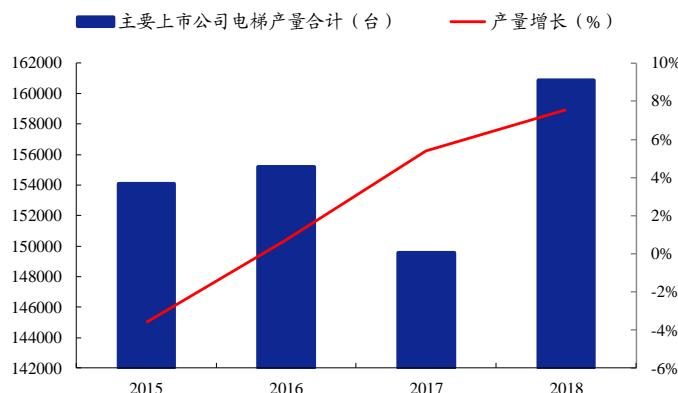
资料来源：国家统计局、电梯协会、新时代证券研究所计算

**图11：2018年2月至今中国房屋新开工面积加速增长**

资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

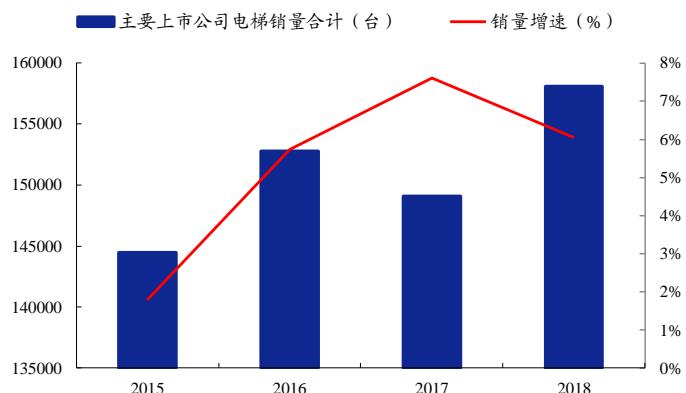
**图12：2018年2月至今中国房屋施工面积加速增长**

资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

**图13：2017-2018年主要上市公司电梯产量加速增长**

资料来源：三菱、康力、广日、快意等公告、新时代证券研究所

注：2017-2018年不含江南嘉捷、且为同口径比较

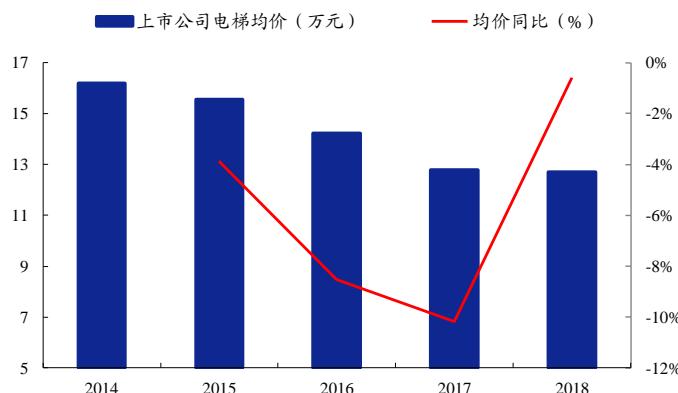
**图14：2017-2018年主要上市公司电梯销量加速增长**

资料来源：三菱、康力、广日、快意等公告、新时代证券研究所

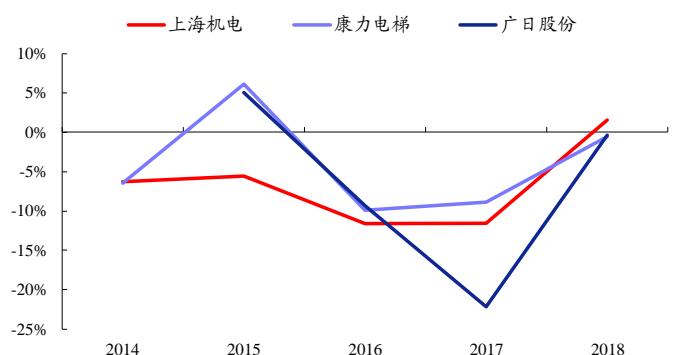
注：2017-2018年不含江南嘉捷、且为同口径比较

### 1.3、2018年电梯均价降幅明显收窄，2019年产量增长或促价格触底

2010-2013年电梯销售经较快增长，2014年后各电梯企业先后不同程度采用降价方式确保份额，我们统计6家电梯为主业上市公司，2015-2017年电梯销售均价加速下降。2018Q2至今国内电梯产量增速加速回升，2018年6家上市公司电梯销售均价仅降-0.6%，好于2016-2017年的-8.5%和-10.2%。尽管二线上市公司电梯销售均价仍加速下降，但其占比较小；2018年一线品牌通力价格略升，三菱、康力、广日微降，一线品牌或已反映本轮电梯降价结束。2019年1-4月地产新开工、施工面积加速、电梯产量加速增长，预计2019年电梯价格将环比改善或触底。

**图15：2018年主要上市公司电梯销售均价降幅收窄**

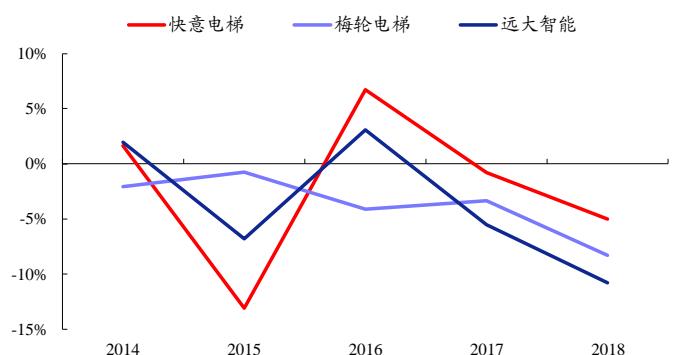
资料来源：三菱、康力、广日等公司公告、新时代证券研究所

**图17：2018年一线电梯公司电梯售价降幅快速收窄**

资料来源：上海机电、康力、广日公司公告、新时代证券研究所

**图16：2018年上海机电电梯销售均价降幅大幅收窄**

资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

**图18：2018年二线电梯公司电梯售价降幅继续扩大**

资料来源：快意、梅轮、远大智能公告、新时代证券研究所；

注：远大智能为其垂直电梯销售均价同比增速

## 2、预计 2019-2020 年上海机电盈利有望回升

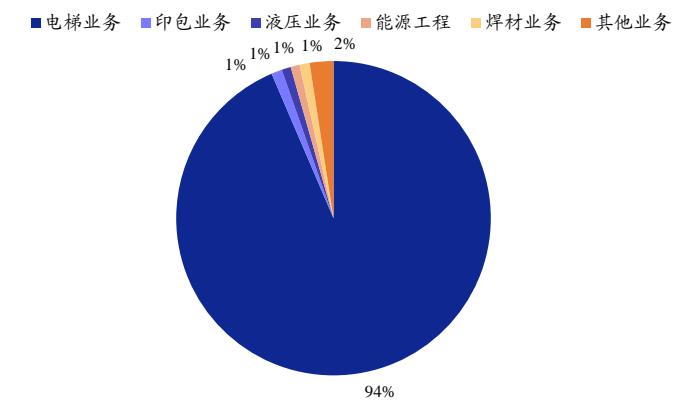
### 2.1、预计 2019-2020 年上海三菱电梯产量复合增速约为 10%

图19：上海机电两家电梯业务公司股权结构



资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

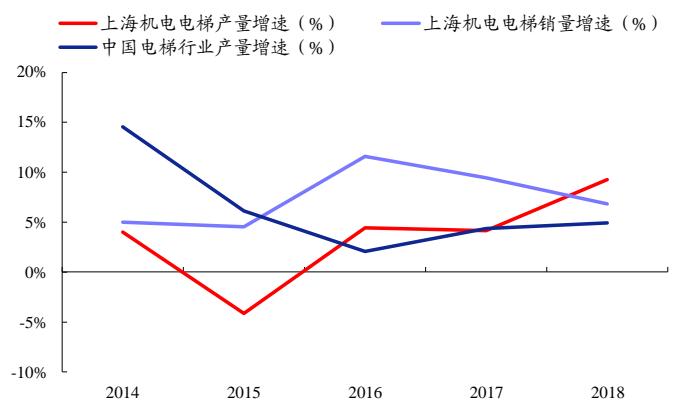
图20：2018年电梯业务占上海机电营业收入的94%



资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

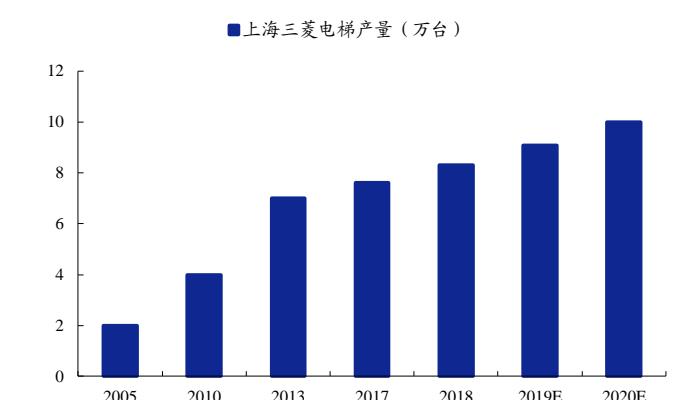
2018年上海机电电梯业务收入198.67亿元、占总营收的94%；其中新梯销售138.7亿元、同比增长约5.5%，电梯产量8.32万台、同比增长9.3%、连续3年高于行业。我们预计，随着华宁路3期产能扩建完成，预计2020年上海三菱电梯产量将超过10万台、2019-2020年复合增速约10%，届时市占率将提升至约11%。

图21：2018年上海机电电梯产销量增速高于行业



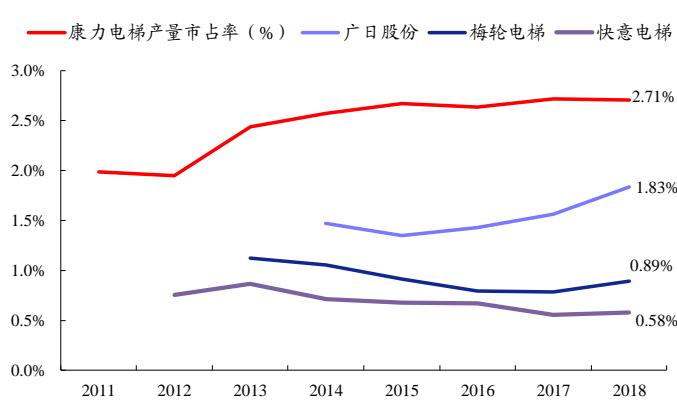
资料来源：电梯协会、上海机电公告、新时代证券研究所

图22：预计2020年上海三菱电梯产量将达到10万台



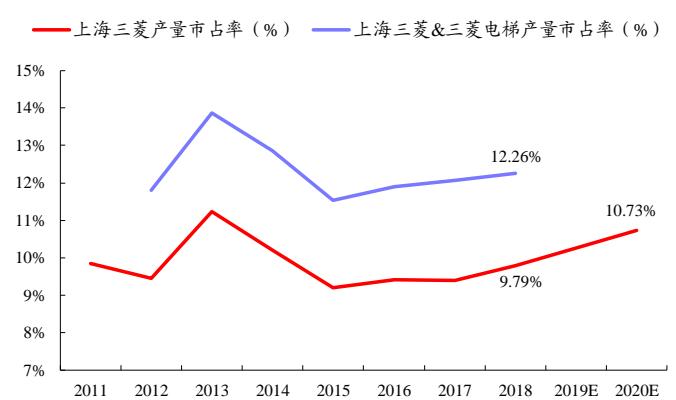
资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所预测

图23：2018年二线电梯上市公司产量市占率基本持平

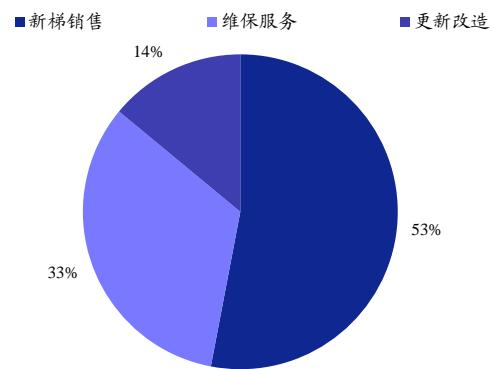


资料来源：电梯协会、康力、广日、梅轮、快意电梯公司公告、新时代证券研究所

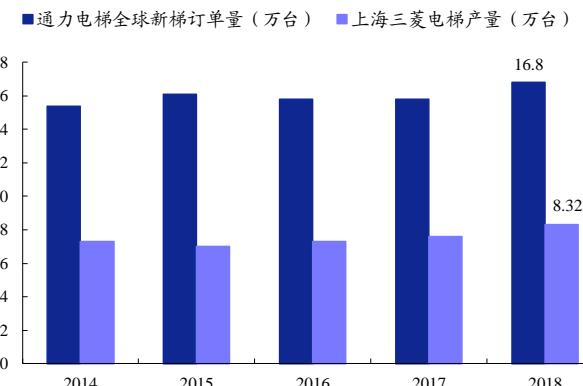
图24：预计2019-2020年上海机电电梯产量市占率提升



资料来源：电梯协会、上海机电公告、新时代证券研究所预测

**图25： 2018年通力电梯服务收入占比高达47%**

资料来源：KONE、新时代证券研究所

**图26： 2018年上海三菱电梯产量约为通力订单量50%**

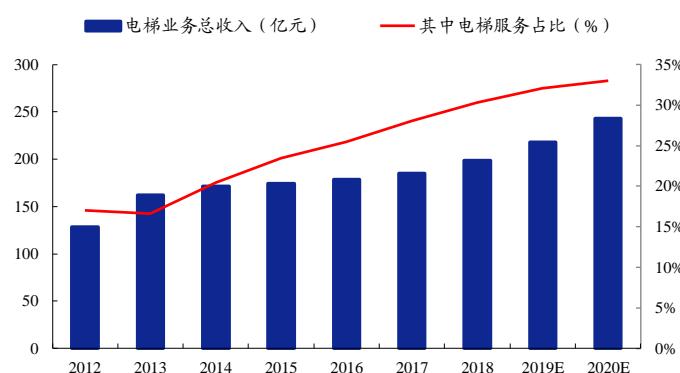
资料来源：KONE、上海机电公告、新时代证券研究所

## 2.2、预计2019-2020年上海机电电梯服务收入复合增长15%

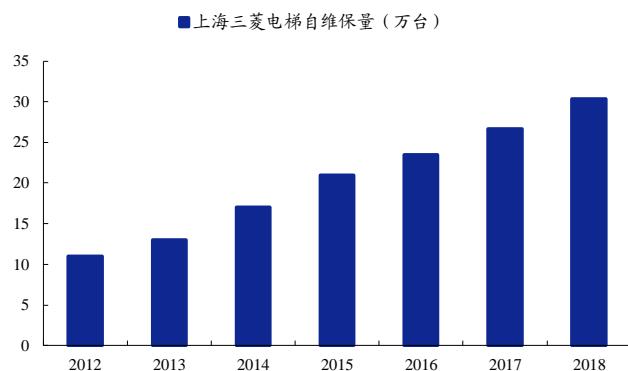
根据通力公告，2018年通力电梯营收中47%来自于电梯服务，其中维保服务占总收入33%、更新改造约占14%，2017-2018年通力电梯在中国连续2年电梯维保和电梯更新改造业务收入增长超过10%、大幅好于其新梯销售增速。截止2018年底上海三菱累计销售电梯超过80万台，我们预计2020年将达到约98万台。2018年上海机电电梯服务收入超60亿元、同比增长约16%、占电梯业务比重略超30%，随着三菱电梯存量持续增加、自维保率提升、更新改造项目增加等，预计2019-2020年电梯服务复合增速15%，电梯业务结构逐步趋向于国际巨头通力电梯。

**图27： 预计2020年底上海三菱累计销售电梯约98万台**

资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所预测

**图29： 上海机电电梯业务持续增长、服务占比超30%**

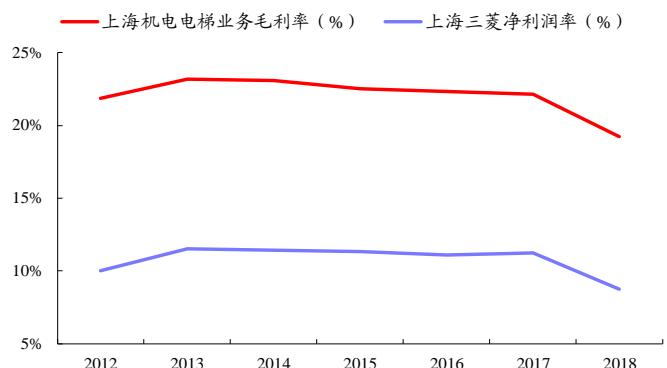
资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所预测

**图28： 预计2018年三菱电梯自维保量超过30万台**

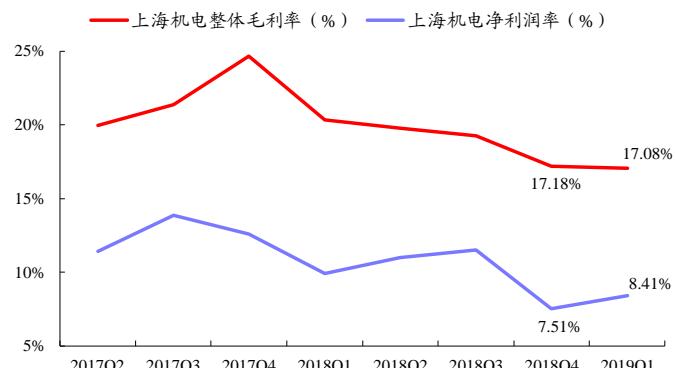
资料来源：新时代证券研究所预测

**图30： 上海机电电梯服务收入增长持续高于10%**

资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所预测

**图31：2018年上海机电电梯业务盈利能力同比下降**

资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

**图32：2019Q1上海机电毛利率环比趋稳、净利率回升**

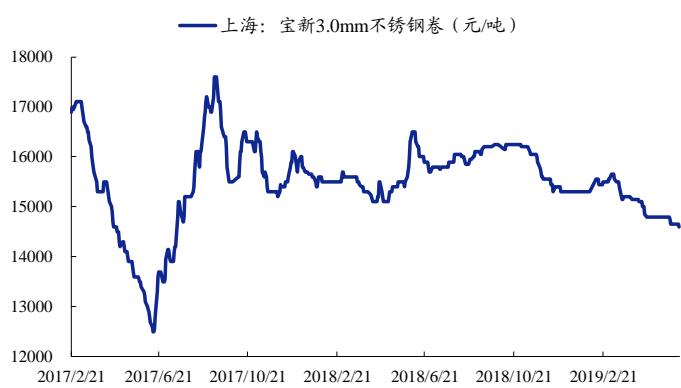
资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

### 2.3、“量增价稳”将推动上海三菱 2019-2020 年盈利加速回升

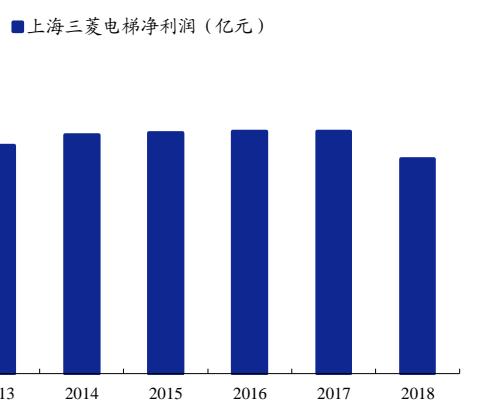
2019 年电梯产量增长反映行业需求正加速回暖、价格环比改善或触底，电梯行业呈量增价稳趋势。上海三菱电梯连续 8 年被评为中国地产开发企业 500 强“电梯类”首选供应商第一名，2018 年首选率 19%，地产新开工面积加速利于三菱电梯新签订单增长，预计 2019-2020 年上海三菱电梯产量复合增长 10%，钢材价格下降利于电梯毛利率回升。2018 年底上海机电在手合同对应收入 251 亿元、较 2018 年营收 212 亿元 (+9%) 高出 18.3%。考虑 2016-2018 年上海机电对电梯业务减值计提充分，电梯业务“量增价稳”可期，上海机电 2019-2020 年盈利有望加速回升。

**图33：2018年上海机电大幅计提电梯业务资产减值**

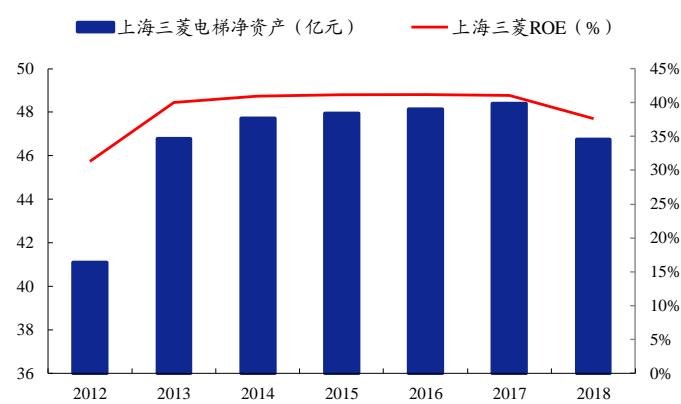
资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

**图34：2019年初至今上海不锈钢卷价格处于下行趋势**

资料来源：钢之家、新时代证券研究所

**图35：2018年上海三菱电梯净利润下降**

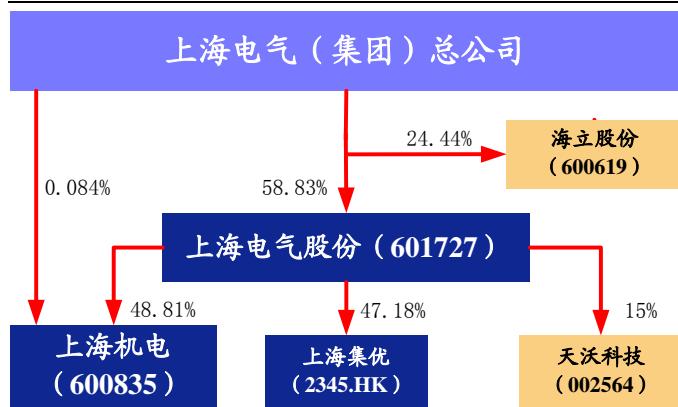
资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

**图36：2018年上海三菱净资产略降、ROE 维持较高**

资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

### 3、电气集团完成股权激励授予，上海机电改革渐行渐近

图37：上海电气集团公司下属5个上市平台



资料来源：上海电气、上海机电等公司公告、新时代证券研究所

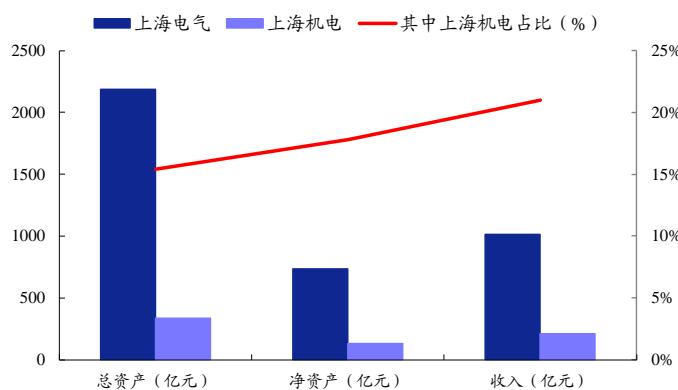
图38：2018年电气集团总公司主要上市平台收入增长



资料来源：上海电气、上海机电等公司公告、新时代证券研究所

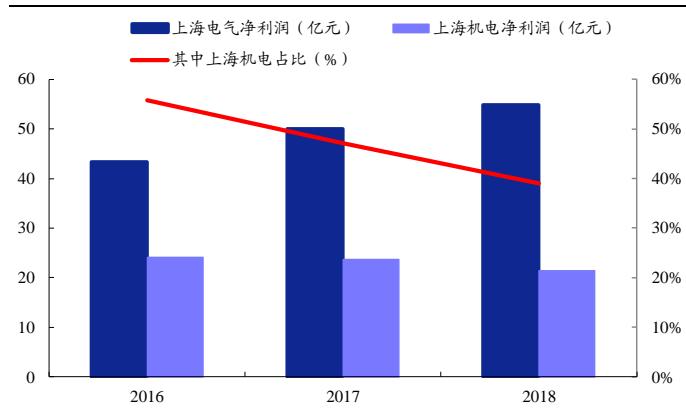
2019年5月6日上海电气以3.03元/股向2235名员工合计授予1.365亿股限制性股票，解锁条件为：至2020年归母净利复合增速不低于6%、EOE不低于12.9%、ROE不低于5%等。本次上海电气股权激励以利润增长和盈利能力提升为解锁指标，2018年上海机电收入占上海电气的21%、净利润约占39%，上海机电（600835）是上海电气（601727）非常重要的子公司。考虑到该次股权激励对象不含上海机电管理层及其子公司管理层或骨干，以及2019-2022年上海机电归母利润增长是同期上海电气归母利润增长最有力保障之一，我们认为上海机电的改革已渐行渐近。

图39：2018年上海机电是上海电气股份的重要子公司



资料来源：上海电气和上海机电公告、新时代证券研究所

图40：2016-2018年电气净利中上海机电占比有所下降



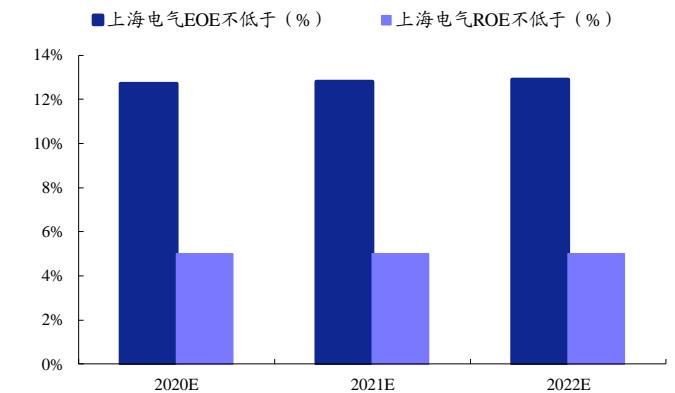
资料来源：上海电气和上海机电公告、新时代证券研究所

图41：2017-2020年上海电气归母净利增长不低于6%



资料来源：上海电气公告、新时代证券研究所

图42：2022年上海电气EOE不低于12.9%



资料来源：上海电气公告、新时代证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、预计 2019-2021 年归母净利润增长 13.3%、20.5% 和 15.3%

我们预计 2019-2021 年上海机电营业总收入 230.6、257.5 和 286.02 亿元，同比增长 8.62%、11.63% 和 11.1%；归母净利润 14.37、17.32 和 19.97 亿元，同比增长 13.3%、20.5% 和 15.3%；对应 EPS 为 1.41、1.69 和 1.95 元。

表1：2019-2021 年上海机电各项业务收入及毛利率预测

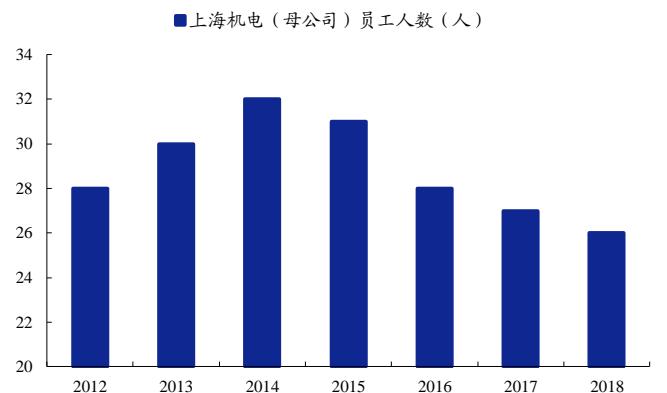
	百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电梯业务	收入	16229.12	17122.60	17423.56	17837.48	18322.40	19866.74	21800.11	24329.86	27003.18
	YOY	28.52%	5.51%	1.76%	2.38%	2.72%	8.43%	9.73%	11.60%	10.99%
	毛利率	23.16%	23.08%	22.52%	22.33%	22.13%	19.23%	19.65%	20.30%	20.75%
印刷包装业务	收入	2253.63	2378.36	746.49	160.79	160.16	234.22	257.64	270.52	284.05
	YOY	-36.61%	5.53%	-68.61%	-78.46%	-0.39%	46.24%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	15.96%	18.18%	13.32%	15.08%	17.15%	17.95%	19.00%	20.00%	20.00%
液压机器业务	收入	729.36	520.88	398.50	140.79	130.52	200.88	231.01	254.11	266.82
	YOY	-17.21%	-28.58%	-23.49%	-64.67%	-7.29%	53.91%	15.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	4.46%	5.04%	4.92%	7.60%	3.25%	11.63%	13.00%	15.00%	15.00%
能源工程业务	收入	134.48	201.57	204.06	208.23	181.29	195.21	204.97	215.22	236.74
	YOY	8.54%	49.89%	1.24%	2.04%	-12.94%	7.68%	5.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	6.48%	7.37%	8.23%	7.93%	9.74%	9.58%	11.00%	12.00%	13.00%
焊材业务	收入	208.98	192.27	158.16	165.23	195.74	220.75	242.83	267.11	280.46
	YOY	-35.32%	-8.00%	-17.74%	4.47%	18.47%	12.78%	10.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	11.00%	12.04%	12.67%	12.41%	13.67%	15.76%	16.00%	17.00%	17.00%
其他主营业务	收入	351.50	87.97	134.08	181.51	246.79	272.64	327.17	408.96	531.65
	YOY	51.43%	-74.97%	52.42%	35.37%	35.96%	10.47%	20.00%	25.00%	30.00%
	毛利率	15.26%	44.66%	44.50%	36.20%	33.17%	33.12%	35.00%	35.00%	34.00%
其他业务	收入					234.24	243.30	255.47	268.24	281.65
	YOY						3.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率						10.30%	11.00%	12.00%	13.00%
营业收入		19907.08	20778.93	19295.54	18938.55	19471.15	21233.74	23063.73	25745.79	28602.90
YOY		12.20%	4.38%	-7.14%	-1.85%	2.81%	9.05%	8.62%	11.63%	11.10%
综合毛利率		21.28%	21.83%	21.65%	21.95%	21.80%	19.10%	19.68%	20.37%	20.83%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

### 4.2、预计 2019 年底母公司账面现金约 55 亿，给予 1 倍 PB 估值

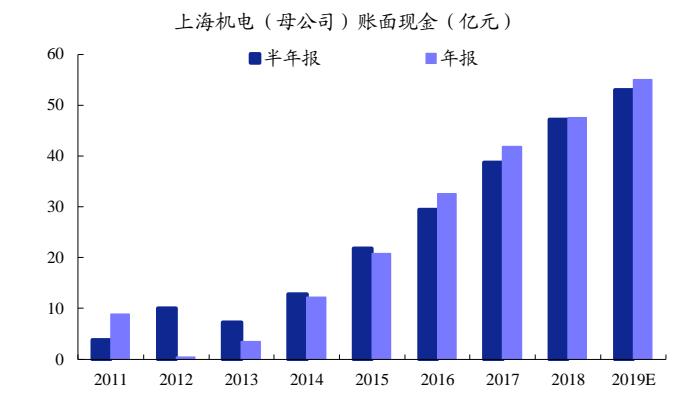
2014-2018 年上海机电（母公司）持续取得上海三菱等控股和参股公司现金分红，母公司扣除当年度向上海机电的股东分红后的剩余现金直接推动母公司账面现金增长，截止 2018 年底母公司账面现金 47.54 亿元、2019Q1 末为 49.17 亿元，我们预计 2019 年底将达到约 55 亿元。至 2018 年底，上海机电（母公司）员工总人数仅 26 人，无经营类资产、几乎无负债和收入，因此母公司账面现金与其控股公司经营无关、即不是运营资金。此外，我们认为上海机电（母公司）账面现金不同于合并报表账面现金，上海机电可以完全自由支配该账面现金。基于上海机电（母公司）获取控股和参股公司等分红现金的持续性、非运营资金和自由支配权利等考量，我们给予 2019 年底该现金资产 1 倍 PB 估值。

图43：2014-2018年上海机电母公司员工人数持续下降



资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所

图44：2014-2018年上海机电母公司账面现金持续增长



资料来源：上海机电公告、新时代证券研究所预测

### 4.3、结合PE、PB和PB-ROE估值法，上调评级至“强烈推荐”

根据可比公司PE估值，给予22倍PE估值。目前A股上市公司中规模较大的有广日股份、康力电梯、快意电梯和梅轮电梯与上海机电业务类似，国外上市可比公司有通力电梯和迅达控股。按照WIND一致预期和彭博资讯预期数据（2019年7月23日），上述可比公司对应2017-2019年算术平均PE分别为24.92倍、36.19倍（剔除康力电梯）和22.5倍，参考可比公司2019年算术平均PE估值，给予上海机电22倍PE估值。

表2：上海机电的可比公司估值比较

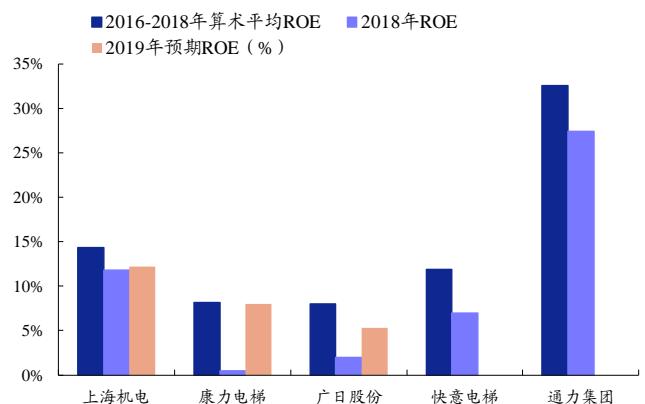
股票代码	公司简称	收盘价(元)		EPS(元、欧元、瑞士法郎)					PE		PB	当前市值(亿元)
		2019/7/23	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2019(LF)	(亿元)
002367.SZ	康力电梯	7.43	0.41	0.02	0.36	0.48	18.12	371.50	20.64	15.48	2.13	59
600894.SH	广日股份	7.42	0.46	0.16	0.45	0.57	16.13	46.38	16.49	13.02	0.84	62
002774.SZ	快意电梯	8.65	0.22	0.21			39.32	41.19			2.80	29
603321.SH	梅轮电梯	8.13	0.25	0.16			32.52	50.81			2.36	24
KONE	通力集团	51.71	1.89	1.63	1.87	2.04	27.36	31.72	27.65	25.35	10.83	225
Schindler	迅达控股	223.4	7.7	8.79	8.76	9.67	29.01	25.42	25.50	23.10	6.33	237
算术平均							27.08	39.10	22.57	19.24	4.22	
600835.SH	上海机电	16.11	1.36	1.24	1.41	1.69	11.85	12.99	11.43	9.53	1.56	165

资料来源：上海机电来自新时代证券研究所预测，其他可比公司数据来自于WIND和彭博，通力集团单位为欧元、迅达控股单位为瑞士法郎

根据可比公司PB估值，给予3倍PB估值。上海机电持有上海三菱52%股权，且上海三菱是中国电梯行业中唯一一家中方控股、中方管理的合资电梯企业，上海机电对上海三菱拥有绝对的控制力。2018年底上海三菱净资产46.76亿元，参考通力集团与迅达控股PB给予上海三菱7.5倍PB估值。基于谨慎性原则，我们给予上海机电（母公司）账面现金和其他类净资产1倍PB估值。综合考量，给予上海机电3倍PB估值。

根据 PB-ROE 估值，给予 3.5 倍 PB 估值。2016-2018 年上海机电算术平均 ROE 为 14.38%、高于国内可比上市公司，虽然 2017-2018 年有所下降，但我们认为 2019 年国内电梯行业呈现“量增价稳”趋势，受益于此上海机电盈利有望加速，预计 2019 年上海机电归母净利润 14.37 亿元、归母净资产 117.91 亿元、ROE 为 12.19%。根据 PB-ROE 估值，参考中国 10 年、15 年和 20 年期国债到期收益率算术平均值 3.44%，给予上海机电 3.5 倍 PB 估值。

图45：上海机电 ROE 高于国内可比上市公司



资料来源：上海机电等公司公告、WIND、新时代证券研究所

图46：2014-2018年上海机电母公司账面现金持续增长



资料来源：中债估值中心、新时代证券研究所预测

综合 PE、PB 和 PB-ROE 估值，上调评级至“强烈推荐”。综合 PE、PB 和 PB-ROE 估值方法，我们认为上海机电合理估值均低于可比公司算术平均估值。2019 年 5 月，上海电气限制性股票激励已完成授予，上海机电是上海电气最重要的子公司之一和未来上海电气实现业绩考核的保障，上海机电的改革也渐行渐近；基于中国电梯行业趋势向上、上海三菱电梯龙头地位和改革渐近，我们上调对上海机电的评级至“强烈推荐”。

## 5、风险因素

### 5.1、房屋开发及公共基础设施建设周期拉长

房地产开发往往涉及到拿地、开工、施工和竣工等环节，电梯作为非标定制化产品，一般在房屋设计阶段就进行招标采购，但电梯企业确认只有在完成电梯安全和质量审核后才确认收入，因此房地产开发中任何一个环节被延长将迟滞电梯企业新梯销售收入的确认。类似，公共基础设施建设周期往往是跨年度，建设周期拉长亦将迟滞电梯企业收入确认。

### 5.2、钢材等原材料价格上涨使得毛利率承压

2017 年中期以来，因供给侧结构性改革和环保趋严等因素，钢材价格上涨明显。虽然上海机电的主要子公司上海三菱通过降本增效、集中采购等措施抵消了原材料价格上涨的压力；但未来若钢材价格仍维持高位或反弹，可能对公司电梯业务的毛利率造成压力。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>28504</b>	<b>28450</b>	<b>31422</b>	<b>35498</b>	<b>39503</b>	<b>营业收入</b>	<b>19471</b>	<b>21234</b>	<b>23064</b>	<b>25746</b>	<b>28603</b>
现金	14414	13209	14010	16333	19028	营业成本	15227	17179	18525	20500	22644
应收票据及应收账款合计	3130	3597	3808	4133	4529	营业税金及附加	118	88	104	111	117
其他应收款	222	366	267	431	351	营业费用	707	724	784	862	972
预付账款	1892	1484	2867	3191	3310	管理费用	1298	649	715	785	858
存货	8746	8981	10019	10900	11744	研发费用	0	697	807	875	938
其他流动资产	100	813	450	510	541	财务费用	-219	-266	-270	-296	-339
<b>非流动资产</b>	<b>5016</b>	<b>5211</b>	<b>5553</b>	<b>5963</b>	<b>6362</b>	<b>资产减值损失</b>	<b>85</b>	<b>0</b>	<b>74</b>	<b>67</b>	<b>80</b>
长期投资	2311	2342	2752	3142	3533	公允价值变动收益	0	-9	-2	-3	-4
固定资产	1557	1531	1542	1580	1600	其他收益	38	38	38	38	38
无形资产	394	362	366	355	374	投资净收益	335	307	434	419	438
其他非流动资产	754	976	893	885	855	<b>营业利润</b>	<b>2626</b>	<b>2353</b>	<b>2782</b>	<b>3278</b>	<b>3790</b>
<b>资产总计</b>	<b>33520</b>	<b>33662</b>	<b>36974</b>	<b>41460</b>	<b>45865</b>	营业外收入	76	74	75	74	75
<b>流动负债</b>	<b>20717</b>	<b>20156</b>	<b>21410</b>	<b>23476</b>	<b>25087</b>	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	35	39	37	38	37	<b>利润总额</b>	<b>2701</b>	<b>2426</b>	<b>2856</b>	<b>3351</b>	<b>3864</b>
应付票据及应付账款合计	2355	2899	2551	3103	2995	所得税	340	290	357	416	479
其他流动负债	18328	17218	18822	20335	22054	<b>净利润</b>	<b>2361</b>	<b>2136</b>	<b>2499</b>	<b>2936</b>	<b>3385</b>
<b>非流动负债</b>	<b>373</b>	<b>376</b>	<b>386</b>	<b>381</b>	<b>383</b>	少数股东损益	971	867	1062	1204	1388
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1390</b>	<b>1268</b>	<b>1437</b>	<b>1732</b>	<b>1997</b>
其他非流动负债	373	376	386	381	383	EBITDA	2503	2256	2657	3132	3601
<b>负债合计</b>	<b>21090</b>	<b>20532</b>	<b>21795</b>	<b>23857</b>	<b>25470</b>	EPS (元)	1.36	1.24	1.41	1.69	1.95
少数股东权益	2395	2326	3388	4591	5979	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1023	1023	1023	1023	1023	<b>成长能力</b>					
资本公积	2039	2039	2039	2039	2039	营业收入(%)	2.8	9.1	8.6	11.6	11.1
留存收益	6898	7734	9349	11244	13431	营业利润(%)	-0.3	-10.4	18.2	17.8	15.6
归属母公司股东权益	10036	10804	11791	13012	14416	归属于母公司净利润(%)	-4.1	-8.8	13.3	20.5	15.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>33520</b>	<b>33662</b>	<b>36974</b>	<b>41460</b>	<b>45865</b>	<b>盈利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	21.8	19.1	19.7	20.4	20.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>1930</b>	<b>188</b>	<b>1126</b>	<b>2774</b>	<b>3197</b>	净利率(%)	7.1	6.0	6.2	6.7	7.0
净利润	2361	2136	2499	2936	3385	ROE(%)	19.0	16.3	16.5	16.7	16.6
折旧摊销	232	224	207	233	265	ROIC(%)	-30.4	-37.8	-43.4	-39.4	-36.0
财务费用	-219	-266	-270	-296	-339	<b>偿债能力</b>					
投资损失	-335	-307	-434	-419	-438	资产负债率(%)	62.9	61.0	58.9	57.5	55.5
营运资金变动	-577	-1791	-914	312	301	净负债比率(%)	-113.0	-97.9	-89.9	-90.8	-91.5
其他经营现金流	467	193	38	8	24	流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
<b>投资活动现金流</b>	<b>952</b>	<b>1246</b>	<b>-153</b>	<b>-232</b>	<b>-250</b>	速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0
资本支出	170	264	-30	0	19	<b>营运能力</b>					
长期投资	49	0	-410	-30	-390	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
其他投资现金流	1172	1510	-593	-262	-622	应收账款周转率	7.0	6.3	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1242</b>	<b>-1416</b>	<b>-173</b>	<b>-219</b>	<b>-252</b>	应付账款周转率	7.2	6.5	0.0	0.0	0.0
短期借款	5	5	-2	1	-1	<b>每股指标(元)</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.36	1.24	1.41	1.69	1.95
普通股增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	0.07	1.10	2.71	3.13
资本公积增加	-1	-1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.81	10.56	11.53	12.72	14.10
其他筹资现金流	-1246	-1420	-171	-220	-251	<b>估值比率</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>1611</b>	<b>34</b>	<b>801</b>	<b>2323</b>	<b>2695</b>	P/E	11.9	13.0	11.5	9.5	8.2
						P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
						EV/EBITDA	1.9	2.6	2.3	1.6	1.1

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>