

## Q2毛利率继续受压，电梯业务或触底回升

——上海机电2019年中报点评

半年报点评

郭泰(分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

2019H1毛利率同比下降使得公司归母净利润同比降6.6%，预计2019年中国电梯行业呈“量增价稳”趋势，2019H2公司毛利率有望改善、电梯业务或触底回升。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。预计2019-2021年公司归母净利润13.55(-0.82)、15.89(-1.43)和19.23(-0.74)亿元，同比增长6.8%、17.3%和21%；基于国内电梯行业“量增价稳”趋势，上海三菱龙头地位和相对竞争优势提升，仍维持对公司“强烈推荐”的评级。

### ● H1毛利率同比下降约3.3个百分点使得归母净利润同比下降6.6%

2019H1公司总收入107.4亿元、同比增长4.15%，其中电梯收入100.6亿元、同比增长5%、占比93.7%；整体毛利率16.7%、同比下降3.3个百分点，期间费用率7.82%、同比约降1个百分点、主因销售费用率和管理费用率下降；归母净利润6.11亿元、同比下降6.6%、扣非后降9.53%。公司毛利率连续6个季度同比下降，我们认为是2017-2018年电梯行业价格竞争、原材料高位运行所致，预计2019年电梯呈量增价稳趋势，2019H2公司毛利率有望改善。

### ● 预计2019年国内电梯行业量增价稳，H2公司电梯业务或触底回升

国家统计局数据，2019年1-7月电梯及升降机产量64万台、同比增长4.6%；产量为2018年总产量的89%，2016-2018年1-7月产量占上年度总产量平均值为60%。2018年6家国内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%。预计2019年国内电梯行业受旧梯改造、旧楼加梯和地产对电梯密度需求提升，电梯产量将加速增长、电梯价格将改善或触底。截至2018年底中国电梯存量约640万台，上海三菱累计销量超过80万台，预计公司电梯服务收入仍将维持较快增长、2019H2电梯业务或触底回升。

### ● 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	22,808	25,443	28,146
增长率(%)	2.8	9.1	7.4	11.6	10.6
净利润(百万元)	1,390	1,268	1,355	1,589	1,923
增长率(%)	-4.1	-8.8	6.8	17.3	21.0
毛利率(%)	21.8	19.1	17.9	19.4	20.5
净利率(%)	7.1	6.0	5.9	6.2	6.8
ROE(%)	19.0	16.3	15.7	15.6	16.4
EPS(摊薄/元)	1.36	1.24	1.32	1.55	1.88
P/E(倍)	15.2	16.6	15.6	13.3	11.0
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.08.23
收盘价(元):	20.64
一年最低/最高(元):	12.82/20.8
总股本(亿股):	8.07
总市值(亿元):	166.46
流通股本(亿股):	8.07
流通市值(亿元):	166.46
近3月换手率:	44.19%

#### 股价一年走势



#### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	27.3	19.15	24.49
绝对	28.12	25.76	39.57

#### 相关报告

《电梯业务触底回升，改革之路渐行渐近》2019-07-24

《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

## 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>31715</b>	<b>34755</b>	<b>38828</b>	<b>营业收入</b>	<b>19471</b>	<b>21234</b>	<b>22808</b>	<b>25443</b>	<b>28146</b>
现金	14414	13209	14457	16476	17908	营业成本	15227	17179	18718	20517	22365
应收票据及应收账款合计	3130	3597	4305	4742	4939	营业税金及附加	118	88	91	109	115
其他应收款	222	366	260	430	340	营业费用	707	724	707	852	957
预付账款	1892	1484	2317	2309	4088	管理费用	1298	649	661	776	844
存货	<b>8746</b>	<b>8981</b>	<b>9926</b>	<b>10288</b>	<b>11013</b>	研发费用	0	697	730	865	923
其他流动资产	100	813	450	510	541	财务费用	-219	-266	-344	-307	-328
<b>非流动资产</b>	<b>5016</b>	<b>5211</b>	<b>5531</b>	<b>5940</b>	<b>6330</b>	资产减值损失	85	0	105	66	79
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	1523	1560	1571	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	890	883	851	<b>营业利润</b>	<b>2626</b>	<b>2353</b>	<b>2597</b>	<b>3001</b>	<b>3647</b>
<b>资产总计</b>	<b>33520</b>	<b>33662</b>	<b>37246</b>	<b>40694</b>	<b>45158</b>	营业外收入	76	74	75	74	75
<b>流动负债</b>	<b>20717</b>	<b>20156</b>	<b>21825</b>	<b>23096</b>	<b>24891</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>2671</b>	<b>3074</b>	<b>3721</b>
应付票据及应付账款合计	2355	2899	2608	3051	2972	所得税	340	290	315	381	461
其他流动负债	18328	17218	19181	20007	21882	<b>净利润</b>	<b>2361</b>	<b>2136</b>	<b>2356</b>	<b>2693</b>	<b>3260</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	1001	1104	1336
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>1355</b>	<b>1589</b>	<b>1923</b>
其他非流动负债	373	376	386	381	383	EBITDA	2503	2256	2464	2843	3468
<b>负债合计</b>	<b>21090</b>	<b>20532</b>	<b>22211</b>	<b>23477</b>	<b>25274</b>	EPS (元)	1.36	1.24	1.32	1.55	1.88
少数股东权益	2395	2326	3327	4431	5767	<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	7.4	11.6	10.6
留存收益	6898	7734	9256	10995	13100	营业利润(%)	-0.3	-10.4	10.4	15.5	21.5
归属母公司股东权益	10036	10804	11709	12786	14116	归属于母公司净利润(%)	-4.1	-8.8	6.8	17.3	21.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>33520</b>	<b>33662</b>	<b>37246</b>	<b>40694</b>	<b>45158</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	21.8	19.1	17.9	19.4	20.5
						净利率(%)	7.1	6.0	5.9	6.2	6.8
						ROE(%)	19.0	16.3	15.7	15.6	16.4
						ROIC(%)	-30.4	-37.8	-36.4	-33.6	-38.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>1930</b>	<b>188</b>	<b>1477</b>	<b>2455</b>	<b>1933</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	2361	2136	2356	2693	3260	资产负债率(%)	62.9	61.0	59.6	57.7	56.0
折旧摊销	232	224	206	231	261	净负债比率(%)	-113.0	-97.9	-93.8	-93.6	-88.3
财务费用	-219	-266	-344	-307	-328	流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
投资损失	-335	-307	-434	-419	-438	速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运资金变动	-577	-1791	-345	249	-846	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	467	193	38	8	24	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>952</b>	<b>1246</b>	<b>-130</b>	<b>-228</b>	<b>-237</b>	应收账款周转率	7.0	6.3	5.8	5.6	5.8
资本支出	170	264	-51	-1	9	应付账款周转率	7.2	6.5	6.8	7.3	7.4
长期投资	49	0	-410	-30	-390	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	1172	1510	-592	-260	-618	每股收益(最新摊薄)	1.36	1.24	1.32	1.55	1.88
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1242</b>	<b>-1416</b>	<b>-98</b>	<b>-209</b>	<b>-264</b>	每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	0.07	1.44	2.40	1.89
短期借款	5	5	-2	1	-1	每股净资产(最新摊薄)	9.81	10.56	11.45	12.50	13.80
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	15.2	16.6	15.6	13.3	11.0
资本公积增加	-1	-1	0	0	0	P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
其他筹资现金流	-1246	-1420	-96	-210	-263	EV/EBITDA	3.8	4.7	4.2	3.3	2.7
<b>现金净增加额</b>	<b>1611</b>	<b>34</b>	<b>1248</b>	<b>2018</b>	<b>1432</b>						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 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/>