

业绩符合预期，短期承压

投资要点

- 事件：**公司发布 2019 年年报，实现营收 221.2 亿元（+4.2%），归母净利润 10.8 亿元（-14.9%），扣非净利润 10 亿元（-16.7%），业绩短期承压，符合预期。
- 短期毛利率承压，盈利能力下降。**2019 年电梯、自动扶梯及升降机行业产量 117.3 万台（+12.8%），公司实现电梯产销量分别为 8.8 万台和 8.9 万台，同比增长 6% 和 10%，略低于市场平均水平。电梯市场竞争仍较为激烈，公司销量提升，但预计价格有所承压，2019 年电梯业务实现营收 208.2 亿元（+4.8%），增速低于销量增速，实现毛利率 16.5%（下降 2.7pp），致使公司整体盈利水平下降。公司 2019Q4 实现营收 55 亿元（+3.3%），归母净利润 2.2 亿元（-7.5%），毛利率 16.4%（同比下降 0.8pp，环比提升 0.1pp），利润下降幅度有所收窄，业绩符合预期。
- 旧梯改造，旧房加装需求向好，值得关注。**旧梯改造方面，2019 年底国内在用梯保有量近 700 万台，其中运行 15 年以上的老旧电梯数量逐年增加，旧梯改造需求正在逐年释放。子公司上海三菱电梯积极参与深圳住宅小区等老旧电梯更新改造，迄今为止已为深圳住宅小区更新了近 700 台老旧电梯，公司预计 2019 年同比增幅将超过 50%。旧房加装方面，由于历史原因，全国各地有大批六、七层楼的多层建筑未安装电梯。为方便居民出行，特别是解决老年人的出行便利问题，各地政府将老房加装电梯作为重大民生工程加以鼓励和扶持。至 2019 年底，子公司上海三菱电梯在全国范围推出 30 家一站式服务中心。2018 年子公司上海三菱电梯完成老房加装电梯 3000 台，2019 年该业务的增长超过 30%。
- 盈利预测与投资建议。**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。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.06/1.19/1.37 元，对应 PE 分别为 13/12/10 倍，维持“持有”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 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 22116.25 | 22156.95 | 23242.00 | 25475.81 |
| 增长率 | 4.16% | 0.18% | 4.90% | 9.61% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1079.53 | 1083.89 | 1216.40 | 1402.81 |
| 增长率 | -14.90% | 0.40% | 12.23% | 15.32% |
| 每股收益 EPS（元） | 1.06 | 1.06 | 1.19 | 1.37 |
| 净资产收益率 ROE | 12.64% | 11.55% | 11.74% | 12.20% |
| PE | 13 | 13 | 12 | 10 |
| PB | 1.05 | 0.95 | 0.86 | 0.78 |

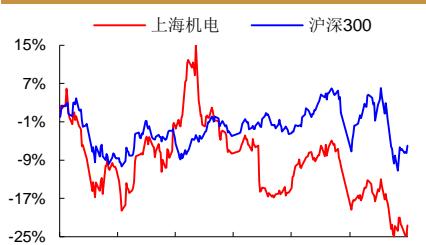
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋
执业证号：S1250520030001
电话：021-58352138
邮箱：nzy@swsc.com.cn

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) | 13.56-20.64 |
| 总市值(亿元) | 142.98 |
| 总资产(亿元) | 341.88 |
| 每股净资产(元) | 11.12 |

相关研究

- 上海机电（600835）：竞争激烈，毛利率短期承压（2019-10-29）
- 上海机电（600835）：业绩稳健，看好电梯龙头长期发展（2019-08-25）

关键假设：

公司电梯业务营收占比超过 90%，是公司主要业绩来源，2019 年行业竞争激烈，公司短期毛利率承压，预计后续将有所恢复。2020 年受疫情影响，下游开工放缓，且公司截至 2019 年末的预收合同金额下降，预计 2020 年销量增速放缓，后续有望回升。假设 2020-2022 年电梯销量增速分别为 0%、5%、10%，价格不变，毛利率分别为 17%、17.5%、18%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 电梯业务 | 收入 | 208.16 | 208.16 | 218.57 | 240.42 |
| | 同比 | 5% | 0% | 5% | 10% |
| | 成本 | 173.77 | 172.77 | 180.32 | 197.15 |
| | 毛利 | 34.39 | 35.39 | 38.25 | 43.28 |
| | 毛利率 | 16.52% | 17.00% | 17.50% | 18.00% |
| 印刷包装业务 | 收入 | 3.01 | 3.31 | 3.64 | 4.01 |
| | 同比 | 29% | 10% | 10% | 10% |
| | 成本 | 2.47 | 2.72 | 2.99 | 3.29 |
| | 毛利 | 0.54 | 0.60 | 0.66 | 0.72 |
| | 毛利率 | 18.10% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 焊材业务 | 收入 | 1.90 | 1.90 | 1.90 | 1.90 |
| | 同比 | -14% | 0% | 0% | 0% |
| | 成本 | 1.57 | 1.58 | 1.58 | 1.58 |
| | 毛利 | 0.33 | 0.32 | 0.32 | 0.32 |
| | 毛利率 | 17.12% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 液压机器业务 | 收入 | 2.12 | 2.23 | 2.34 | 2.45 |
| | 同比 | 5% | 5% | 5% | 5% |
| | 成本 | 1.85 | 1.96 | 2.06 | 2.16 |
| | 毛利 | 0.27 | 0.27 | 0.28 | 0.29 |
| | 毛利率 | 12.55% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 能源工程业务 | 收入 | 1.61 | 1.61 | 1.61 | 1.61 |
| | 同比 | -17% | 0% | 0% | 0% |
| | 成本 | 1.51 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| | 毛利 | 0.10 | 0.11 | 0.11 | 0.11 |
| | 毛利率 | 6.35% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 其他主营业务 | 收入 | 1.96 | 1.96 | 1.96 | 1.96 |
| | 同比 | -28% | 0% | 0% | 0% |
| | 成本 | 1.46 | 1.47 | 1.47 | 1.47 |
| | 毛利 | 0.50 | 0.49 | 0.49 | 0.49 |
| | 毛利率 | 25.63% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 其他业务 | 收入 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 |

| 单位：亿元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 同比 | -1% | 0% | 0% | 0% |
| | 成本 | 2.03 | 2.04 | 2.04 | 2.04 |
| | 毛利 | 0.37 | 0.36 | 0.36 | 0.36 |
| | 毛利率 | 15.57% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 合计 | 收入 | 221.16 | 221.57 | 232.42 | 254.76 |
| | 同比 | 4% | 0% | 5% | 10% |
| | 成本 | 184.66 | 184.03 | 191.95 | 209.18 |
| | 毛利 | 36.50 | 37.54 | 40.47 | 45.58 |
| | 毛利率(%) | 16.50% | 16.94% | 17.41% | 17.89% |

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 22116.25 | 22156.95 | 23242.00 | 25475.81 | 净利润 | 1728.04 | 1735.03 | 1947.14 | 2245.53 |
| 营业成本 | 18466.29 | 18403.31 | 19194.84 | 20917.98 | 折旧与摊销 | 230.55 | 44.17 | 59.01 | 78.31 |
| 营业税金及附加 | 71.30 | 78.31 | 79.74 | 88.28 | 财务费用 | -228.57 | -205.32 | -225.82 | -248.84 |
| 销售费用 | 717.40 | 753.34 | 792.55 | 871.27 | 资产减值损失 | -6.70 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 管理费用 | 714.34 | 1506.67 | 1557.21 | 1681.40 | 经营营运资本变动 | -2142.04 | 4001.54 | 402.37 | 613.26 |
| 财务费用 | -228.57 | -205.32 | -225.82 | -248.84 | 其他 | 591.68 | -645.84 | -165.90 | -272.45 |
| 资产减值损失 | -6.70 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 经营活动现金流净额 | 172.96 | 4939.56 | 2026.80 | 2425.80 |
| 投资收益 | 300.23 | 300.00 | 300.00 | 300.00 | 资本支出 | 1837.98 | -250.00 | -250.00 | -250.00 |
| 公允价值变动损益 | 24.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -964.79 | 395.72 | 300.00 | 300.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 873.19 | 145.72 | 50.00 | 50.00 |
| 营业利润 | 1877.94 | 1910.65 | 2133.47 | 2455.72 | 短期借款 | 3.85 | -42.85 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 39.27 | 39.23 | 49.22 | 59.25 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1917.21 | 1949.88 | 2182.69 | 2514.96 | 股权融资 | -1.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 189.17 | 214.85 | 235.56 | 269.44 | 支付股利 | 0.00 | -377.83 | -379.36 | -425.74 |
| 净利润 | 1728.04 | 1735.03 | 1947.14 | 2245.53 | 其他 | -1108.11 | 170.85 | 225.82 | 248.84 |
| 少数股东损益 | 648.52 | 651.14 | 730.74 | 842.72 | 筹资活动现金流净额 | -1105.32 | -249.84 | -153.54 | -176.89 |
| 归属母公司股东净利润 | 1079.53 | 1083.89 | 1216.40 | 1402.81 | 现金流量净额 | -54.86 | 4835.45 | 1923.26 | 2298.90 |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 12417.75 | 17253.20 | 19176.46 | 21475.36 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 5707.72 | 5733.89 | 5890.09 | 6481.51 | 销售收入增长率 | 4.16% | 0.18% | 4.90% | 9.61% |
| 存货 | 8722.62 | 9003.56 | 9286.70 | 10166.60 | 营业利润增长率 | -20.19% | 1.74% | 11.66% | 15.10% |
| 其他流动资产 | 1858.61 | 329.41 | 322.24 | 361.72 | 净利润增长率 | -19.09% | 0.40% | 12.23% | 15.32% |
| 长期股权投资 | 2476.52 | 2476.52 | 2476.52 | 2476.52 | EBITDA 增长率 | -18.74% | -6.94% | 12.41% | 16.20% |
| 投资性房地产 | 84.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 0.00 | 242.32 | 469.80 | 677.98 | 毛利率 | 16.50% | 16.94% | 17.41% | 17.89% |
| 无形资产和开发支出 | 351.61 | 315.40 | 279.19 | 242.99 | 三费率 | 5.44% | 9.27% | 9.14% | 9.04% |
| 其他非流动资产 | 2567.83 | 2567.55 | 2567.26 | 2566.98 | 净利率 | 7.81% | 7.83% | 8.38% | 8.81% |
| 资产总计 | 34187.57 | 37921.85 | 40468.26 | 44449.66 | ROE | 12.64% | 11.55% | 11.74% | 12.20% |
| 短期借款 | 42.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 5.05% | 4.58% | 4.81% | 5.05% |
| 应付和预收款项 | 4142.72 | 21844.00 | 22895.99 | 25059.34 | ROIC | -116.59% | -45.54% | -32.83% | -36.26% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 8.50% | 7.90% | 8.46% | 8.97% |
| 其他负债 | 16331.76 | 1058.78 | 985.42 | 983.68 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 20517.32 | 22902.77 | 23881.41 | 26043.02 | 总资产周转率 | 0.65 | 0.61 | 0.59 | 0.60 |
| 股本 | 1022.74 | 1022.74 | 1022.74 | 1022.74 | 固定资产周转率 | 28.89 | 377.72 | 116.32 | 68.71 |
| 资本公积 | 2037.59 | 2037.59 | 2037.59 | 2037.59 | 应收账款周转率 | 7.88 | 6.85 | 7.27 | 7.48 |
| 留存收益 | 8306.58 | 9012.64 | 9849.67 | 10826.74 | 存货周转率 | 2.07 | 2.06 | 2.08 | 2.13 |
| 归属母公司股东权益 | 11375.27 | 12072.96 | 12910.00 | 13887.06 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.68% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 2294.98 | 2946.11 | 3676.85 | 4519.58 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 13670.25 | 15019.08 | 16586.85 | 18406.64 | 资产负债率 | 60.01% | 60.39% | 59.01% | 58.59% |
| 负债和股东权益合计 | 34187.57 | 37921.85 | 40468.26 | 44449.66 | 带息债务/总负债 | 0.21% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 流动比率 | 1.43 | 1.44 | 1.48 | 1.50 |
| EBITDA | 1879.92 | 1749.49 | 1966.67 | 2285.18 | 速动比率 | 0.99 | 1.04 | 1.08 | 1.10 |
| PE | 13.24 | 13.19 | 11.75 | 10.19 | 股利支付率 | 0.00% | 34.86% | 31.19% | 30.35% |
| PB | 1.05 | 0.95 | 0.86 | 0.78 | 每股指标 | | | | |
| PS | 0.65 | 0.65 | 0.62 | 0.56 | 每股收益 | 1.06 | 1.06 | 1.19 | 1.37 |
| EV/EBITDA | -0.46 | -3.16 | -3.78 | -4.26 | 每股净资产 | 13.37 | 14.69 | 16.22 | 18.00 |
| 股息率 | 0.00% | 2.64% | 2.65% | 2.98% | 每股经营现金 | 0.17 | 4.83 | 1.98 | 2.37 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.37 | 0.37 | 0.42 |

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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 |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 王梓乔 | 销售经理 | 13488656012 | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |