

市价 (人民币): 12.98 元  
目标 (人民币): 17.86 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	806.50
总市值(百万元)	13,275.16
年内股价最高最低(元)	12.98/9.17
沪深 300 指数	2978.43
上证指数	2708.81



## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.632	0.455	0.662	0.893	1.162
每股净资产(元)	4.46	4.84	5.42	6.16	7.17
每股经营性现金流(元)	0.51	1.98	1.71	1.32	1.61
市盈率(倍)	12.75	30.04	15.99	13.23	10.17
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	6.77%	-27.97%	45.43%	34.77%	30.13%
净资产收益率(%)	14.17%	9.41%	12.23%	14.49%	16.20%
总股本(百万股)	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **看好公司电梯主业加速发展, 确定性增强:** 受益于新开工面积大幅增长和房地产调控, 竣工面积增速提高有望刺激电梯行业的未来两年需求增速不低于 15%; 上海三菱作为国内最有实力的电梯公司, 目前市场份额约 15%, 现已确立超越奥的斯 (约 20% 份额), 夺取市场份额第一的目标, 势必加快公司电梯业务的发展。
- **不良资产剥离已近尾声:** 近年来, 公司在整合印包机械业务、剥离人造板和焊材业务方面颇费功夫, 开销甚大, 影响了公司的业绩表现。目前有关资产整合已近尾声, 对业绩的负面影响将得以消除。
- **合资子公司质地优良, 收益可观:** 由于合资伙伴多数为所从事业务领域内的世界领先企业, 产品竞争力和市场前景良好, 为公司贡献了可观收益。估计 2010 年公司投资收益约 348 百万元, 同比增长 39%, 预计 2011 年将仍有 30% 的增长。
- **集团的机电资产整合仍有空间:** 从以往上海电气集团注入资产的收购价格和目前产生的效益看, 以及结合近年来对不良资产的剥离, 我们认为集团对公司的扶持态度是比较明显的。现在集团层面上, 仍有一些质地较好的机电资产, 因此我们认为集团仍可能延续以往的整合方式, 未来将部分资产整合到公司这个机电一体化工业设备平台上。

## 投资建议与估值

- 我们预计公司 10~12 年可分别实现销售收入 12,778、15,086 及 17,769 亿元, 同比回增长 16.3%、18.1% 及 17.8%; 可分别实现归属母公司净利润 677、913 及 1,188 百万元, 同比回增长 45.43%、34.77% 及 30.13%。
- 对比其他电梯行业上市公司, 11 年 PE 平均在 30 倍, 考虑到未来两年公司净利润复合增长率超过 30%, 我们给予公司未来 6 个月目标价 17.86 元, 对应 2011 年 20 倍 PE。

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 内容目录

电梯业务增速加快，确定性增强.....	4
电梯业务是公司最重要的主营业务.....	4
电梯行业需求增速有望加快.....	4
上海三菱竞争优势明显.....	7
其它业务稳步发展.....	10
印包机械已走过整合期.....	10
工程机械业务快速增长.....	11
液压气动机械业务投资收益高.....	13
人造板和焊材业务即将剥离.....	14
合资企业质地优良.....	14
集团仍有机电资产整合空间.....	16
仍有资产整合空间.....	17
盈利预测和估值.....	17
风险提示.....	20
附录：电梯技术简介.....	21
附录：三张报表预测摘要.....	22

## 图表目录

图表 1：2010 上半年公司收入构成 .....	4
图表 2：2010 上半年公司毛利构成 .....	4
图表 3：10 年商品房新开工面积快速增长（万平方米） .....	4
图表 4：10 年住宅新开工面积快速增长（万平方米） .....	4
图表 5：10 年商品房竣工面积低增长（平方米） .....	5
图表 6：10 年住宅竣工面积低增长（平方米） .....	5
图表 7：竣工面积/新开工面积 .....	5
图表 8：中国各城市轨道交通规划 .....	6
图表 9：电梯产量 .....	7
图表 10：电梯出口量 .....	7
图表 11：上海三菱电梯商标不同于三菱电梯.....	8
图表 12：10 年中国电梯市场份额构成 .....	8
图表 13：上海三菱市场份额 .....	8
图表 14：三菱电机生产电梯的国内子公司 .....	8
图表 15：中国电梯市场三大巨头 .....	9
图表 16：上海三菱网络覆盖西藏台湾外所有地区 .....	9
图表 17：日立电梯网络集中在东部地区 .....	9

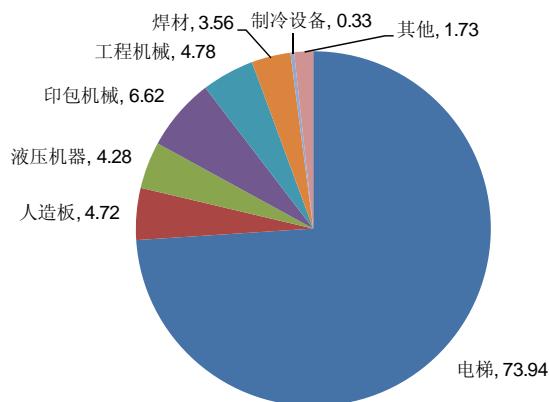
图表 18: 印刷设备行业历年收入 .....	10
图表 19: 印刷设备行业历年利润 .....	10
图表 20: 2009 年印机行业排名 .....	11
图表 21: 整合后毛利率逐步回升 .....	11
图表 22: 中国桩工机械产值 .....	12
图表 23: 连续墙抓斗销量 .....	12
图表 24: 液压和气动机械及元件行业历年收入 .....	13
图表 25: 液压和气动机械及元件行业历年利润 .....	13
图表 26: 液压气动公司结构 .....	13
图表 27: 相关董事会决议 .....	14
图表 28: 合资企业收入和净利润 (百万元) .....	14
图表 29: 制冷设备合资企业 .....	15
图表 30: 2009 年德国法维莱产品结构 .....	15
图表 31: 德国法维莱销售收入分地区 (单位万欧元) .....	15
图表 32: 上海电气集团旗下上市公司 .....	16
图表 33: 06 和 07 年公司资产注入情况 (万元) .....	17
图表 34: 上海电气集团部分机电资产一览 .....	17
图表 36: 分产品收入预测 .....	18
图表 37: 分产品收入预测 (续) .....	19
图表 37: 可比公司估值 .....	20
图表 38: 电梯分类及说明 .....	21
图表 39: 电梯关键技术发展方向 .....	21

## 电梯业务增速加快，确定性增强

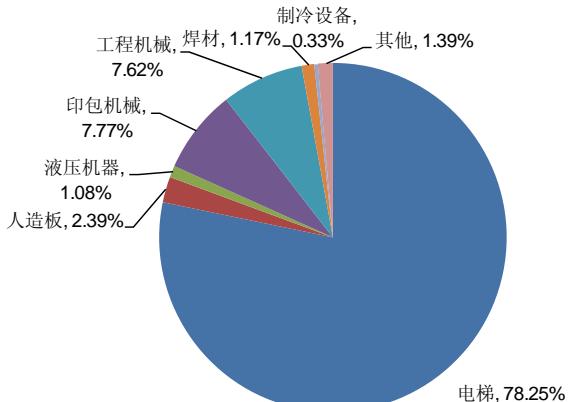
### 电梯业务是公司最重要的主营业务

- 公司目前主业共有七大业务，其中电梯业务贡献最大，2010年上半年占到主营业务收入的74%，主营业务毛利的78%。

图表1：2010年上半年公司收入构成



图表2：2010年上半年公司毛利构成



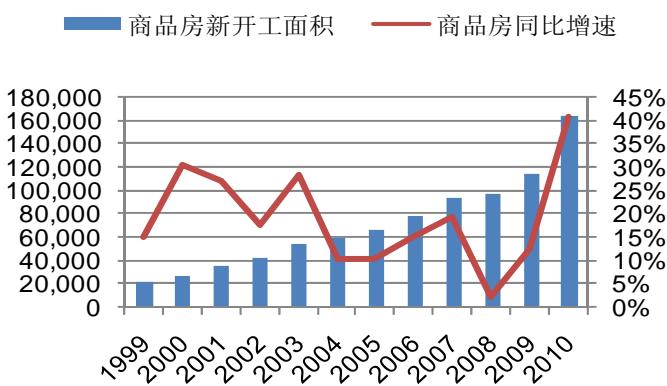
来源：公司公告，国金证券研究所

## 电梯行业需求增速有望加快

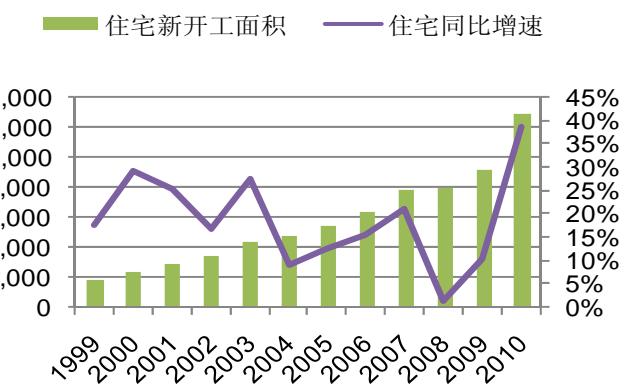
- 处于高位的新开工面积保障未来竣工面积加速增长：

- 电梯需求与商品房竣工面积密切相关，根据一般采购流程，楼房设计时已经预留电梯井，确定电梯规格，然后在开工一年左右下订单采购，最后在竣工前半年左右进行电梯安装。而竣工面积取决于前两年的新开工面积，因此新开工面积可以看作先行指标。
- 2010年国内商品房新开工面积达到16.38亿平方米，同比增长40.7%，处于历史最高水平。2011年住建部确定了1,000万套保障房的开工目标，因此我们认为新开工面积仍会保持在高位。

图表3：10年商品房新开工面积快速增长 (万平方米)

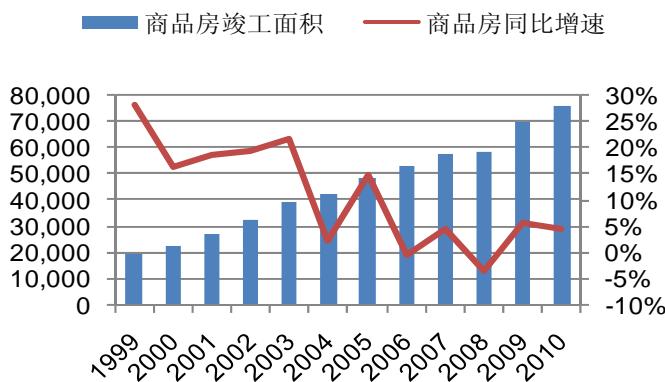
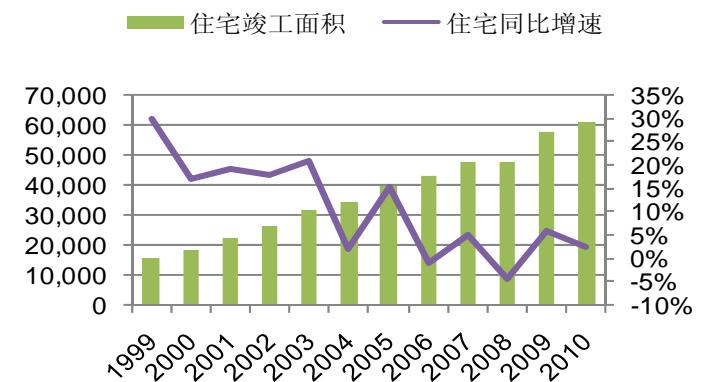


图表4：10年住宅新开工面积快速增长 (万平方米)



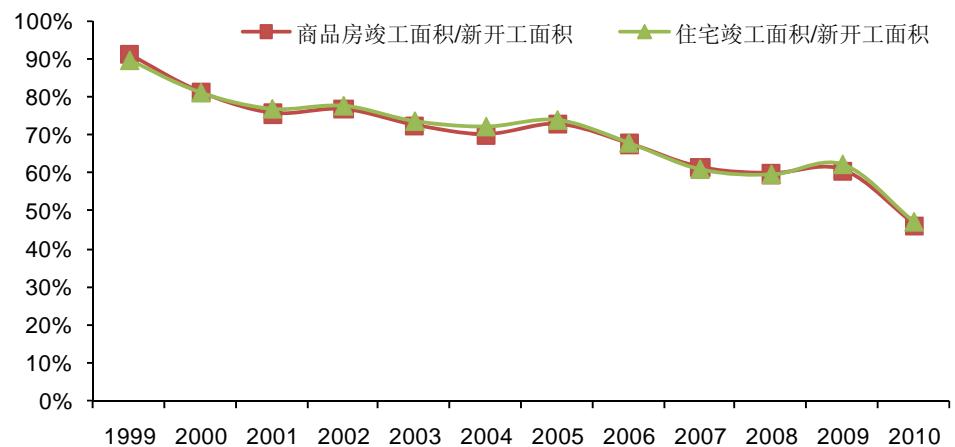
来源：国家统计局，国金证券研究所

- 2010年商品房竣工面积为7.60亿平方米，同比增长4.5%，无论是面积数还是增速，均远低于新开工面积。以当前的新开工面积量，足以保证未来竣工面积的增长。

**图表5: 10年商品房竣工面积低增长(平方米)**

**图表6: 10年住宅竣工面积低增长(平方米)**


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 2010年商品房竣工面积与新开工面积比值为46.38%，已处于历史最低水平。我们认为05年后由于房价快速上涨，开发商“捂盘”导致该比值连年走低，这意味着开发商手中握有越来越多的准现房。

**图表7: 竣工面积/新开工面积**


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 以目前中央对房地产的调控思路，加大供给是调控的重心。2010年12月，中央经济工作会议在部署2011年工作时，明确提出“要加快推进住房保障体系建设，强化政府责任，调动社会各方面力量，加大保障性安居工程建设力度，加快棚户区和农村危房改造，大力发展战略性新兴产业，缓解群众在居住方面遇到的困难，逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”。
- 因此我们认为在信贷政策压缩投资需求和保障房满足刚性需求的双重措施下，开发商原有的“捂盘”模式压力会增大，加快周转将成为新的开发模式，竣工面积增速必将提升。
- 轨道交通建设拉动扶梯需求：
- 根据中国电梯协会统计，电梯产量结构为：垂直电梯约占总产量的85%，自动扶梯和自动人行道约占15%。
- 按照国内主要城市的轨道交通规划，2010~2012年新建地铁运营里程将达到1,205公里，相当于2009年末运营里程的总和。按照每1~1.5公里一站，每站采用8台扶梯，则2010~2012年扶梯需求约6,400~10,000台。按平均每台扶梯单价70万元计算，市场容量约45~70亿元。

图表8：中国各城市轨道交通规划

城市	截至2009年运营里程(公里)	新增运营里程(公里)			2013-2020
		2010	2011	2012	
北京	228	108	36	91	588
上海	360	50	58	145	357
天津	72	23	59		82
广州	150	86		41	389
深圳	25	48	97		149
南京	22	62			176
武汉	29		28	16	142
沈阳			28	22	104
长春	40		30		58
重庆	19	0	38	73	383
杭州				82	172
哈尔滨				27	93
青岛					227
大连	49			67	174
苏州			26		159
西安			26		225
成都		32		22	294
郑州					96
昆明				77	109
厦门					97
南昌					131
宁波					224
合肥					181
无锡					56
福州					85
贵阳					59
东莞					194
总计	994	409	425	664	5005

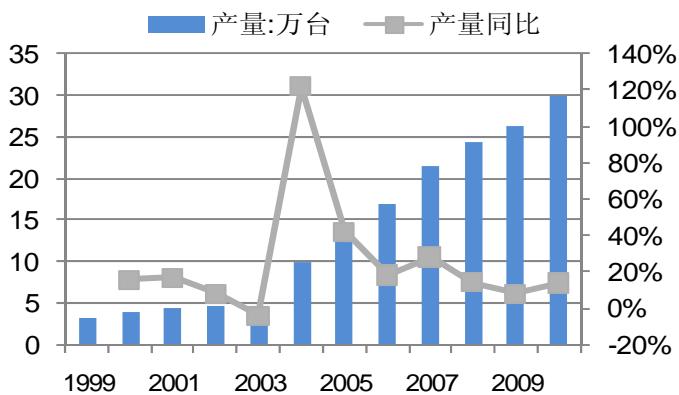
来源：国金证券研究所

## ■ 其它需求驱动因素：

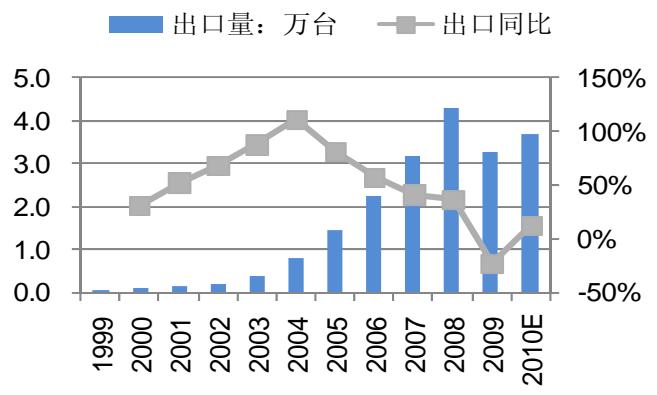
- **电梯更新：**虽然国家对电梯寿命目前没有提出强制标准，但是按国外电梯使用寿命的惯例，一般日本系列电梯设计寿命为15年，欧美电梯设计寿命为25年。根据我国电梯选购的实际情况，采用日本系列产品或技术的比例大约有60%以上，国内在1995年前安装的日系电梯已经到了更新期。此外1995年以前的电梯生产技术相对比较落后，电梯的耗电水平是现在节能电梯的三到四倍。按电梯使用寿命及15年前电梯安装数量看，预计2011年将有近3万台电梯需要更新。
- **节能改造：**电梯是用电大户，目前我国星级酒店每平方米平均年耗电量为150千瓦时，一座3万~5万平方米的星级酒店，其年总能耗大约相当于3,000至4,000吨标准煤，其中将近一半用于电梯供电。为配合国家有关建筑物节能政策的实施，各地方政府纷纷出台了电梯更换或改造计划，将到期需更换的电梯，通过更换或技术改造替换成节能电梯。

- 7层以下老楼加装电梯：随着人民生活水平的提升和城市人口老龄化的来临，老楼加装电梯已经在多个城市试点施行。各地政府也将加装电梯作为一项惠民工程而十分重视，例如广东省提出在6年内完成老楼加装电梯工程。目前主要困难是业主意见不统一、费用较高等问题。如果试点工程能够得到普遍认可，未来加装电梯有可能成为电梯行业新的增长点。
- 预计未来两年国内电梯消费量增速将不低于15%：
- 根据电梯行业协会统计，2010年中国的电梯产量约为30万台，超过全球产量的一半，同比增长约14%。我们估计其中出口约3.69万台，同比增长12%，而09年受金融危机影响电梯出口同比下降23%。

图表9：电梯产量



图表10：电梯出口量



来源：电梯行业协会，国金证券研究所

- 目前我国电梯的社会保有量约150万台，平均每900人拥有一台电梯，相比全球每500人拥有一台和发达国家约每200人拥有一台的水平，保有量仍很低，说明中国电梯需求远未成熟，未来发展潜力仍然很大。
- 05-10年国内电梯的消费量和产量的年均复合增长率约为15%，我们预计在竣工面积加快增长和出口回升刺激下，未来两年电梯产量增速应不会低于该水平。

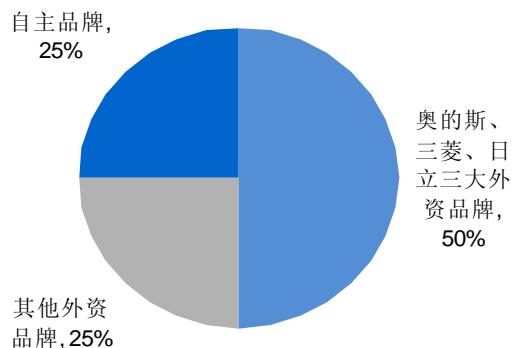
### 上海三菱竞争优势明显

- 技术来源于日本三菱电机：公司的电梯业务是由控股的合资公司上海三菱（股权结构：公司52%，中国机械进出口公司8%，日本三菱电机40%）从事的，外资合作方日本三菱电机属于世界电梯企业中的第一梯队，技术处于世界一流水平：
- 目前世界电梯市场由八大巨头控制着，它们属于第一梯队，其他品牌无论在技术、销量、知名度上都和第一梯队存在重大差距。其中四家欧美企业：美国奥的斯、芬兰通力、瑞士迅达、德国蒂森（属于蒂森克虏伯集团）；四家日本企业：三菱、东芝、日立、富士达。这八家电梯公司的产量占到全球总产量的80%以上。
- 上海三菱成立于1987年，是国内最早的电梯合资企业之一。国内通常提及的“三菱”电梯实际多数是指“上海三菱”电梯。与其它合资厂不同的是，上海三菱的电梯品牌是“上海三菱”而非“三菱”，使用的LOGO是一个三角形上面有两条竖线，而不是“Mitsubishi Electric”的三个菱形标志。上海三菱是在消化吸收日本三菱技术的基础上使用自主技术生产电梯的。

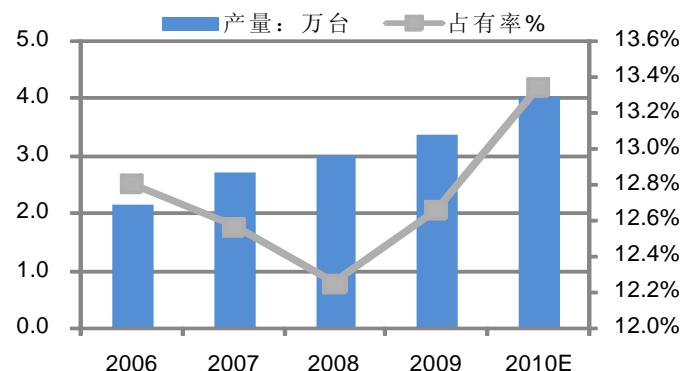
**图表11：上海三菱电梯商标不同于三菱电梯**


来源：公司网站，国金证券研究所

- 国内市场地位稳固：按产量计，10 年中国市场上外资品牌约占 75%的市场份额，本土企业占剩余 25%的市场份额。外资品牌中奥的斯、三菱和日立为前三大，合计占 50%左右的市场份额。10 年上海三菱的市场份额超过 13%，自 08 年金融危机后稳步提高。

**图表12：10 年中国电梯市场份额构成**


来源：电梯行业协会，国金证券研究所

**图表13：上海三菱市场份额**


- 与日本三菱电机确立长期合作关系：

- 包括上海三菱在内，日本三菱电机在国内有 3 家生产电梯的子公司：

**图表14：三菱电机生产电梯的国内子公司**

公司名称	日本三菱电机 持股比例	品牌	产品定位	产品特点	
				产量	质量
上海三菱电梯有限公司	40%	上海三菱	全系列产品	生产电梯和自动扶梯产品；推广适用于保障性住房 LEGY 电梯和公共交通的 K 型自动扶梯	13.6%
三菱电机上海机电电梯有限公司	60%	三菱	高端产品	生产三菱电梯核心部件（永磁同步曳引机），同时也生产 Maxiez 系列三菱高端产品	13.4%
广东菱电电梯有限公司	100%	三菱	高端产品	三菱品牌 NexWay-S 小机房电梯及 ELENESSA 无机房电梯	13.2%

来源：公司网站，国金证券研究所

- 三菱电机上海机电电梯有限公司成立于 2002 年，上海机电占 40% 股权。该公司原有产品是无机房电梯的薄形曳引机，后为满足三菱电机在国内拥有一家控股电梯生产企业的愿望，经双方协议后从 2007 年起开始生产销售电梯整机，从电梯部件制造厂转变为电梯整机制造厂。该公司与上海三菱是由同一管理团队经营，在国内也没有独立的营销网络，生产的电梯整机由上海三菱负责帮助销售。
- 广东菱电电梯公司成立于 1998 年，05 年成为三菱电机香港公司的全资子公司，原先业务主要以安装保养电梯为主，现在也开始少量生产三菱品牌电梯。
- 总体上日本三菱电机的中国电梯业务是由上海三菱主导的，公司与三菱电机的合作可以看作电梯行业的成功案例。一是上海三菱由公司控股，掌握实际控制权，把产品从进口品牌向自有品牌转化；二是上海三菱的合资期从 07 年起又延长了 20 年，维系了长期合作，保证了公

司电梯业务可以长期稳定发展；第三，公司是三菱电梯在中国的唯一合作伙伴，不同于奥的斯、迅达等在中国与多家企业成立了合资公司，这种合作强化了双方的信任感，为长期合作打下了基础。

图表15：中国电梯市场三大巨头

美国奥的斯	西子奥的斯电梯有限公司	与西子电梯集团合资，是奥的斯国内产量最大合资公司，年产量约3万台
	天津奥的斯电梯有限公司	与中国国际信托投资公司和天津市电梯公司合资，年产量超过1万台
	江苏江南快速电梯有限公司	Express为英国品牌，1996年并入奥的斯，为全资子公司，年产量约1万台
	大连星玛电梯有限公司	前身是韩国LG电梯，2005年LG撤出后成为奥的斯全资子公司，年产量约8000台
	广州奥的斯电梯有限公司	与广州机电集团控股有限公司合资，产能约4000台
	西安快速电梯有限公司	与西安电梯厂合资，原名西安安迪斯电梯，现为江南快速子公司
日本三菱	上海三菱电梯有限公司	与上海机电股份有限公司合资（中方控股），产能6万台
	三菱电机上海机电电梯有限公司	与上海机电股份有限公司合资（日方控股），产能1万台
	日本日立	日立电梯(中国)有限公司
		与广州广日股份有限公司合资，产能约4万台

来源：国金证券研究所

■ 与主要竞争对手奥的斯和日立相比，公司具有以下优势：

- 规模、管控优势—上海三菱产量超过奥的斯任一合资厂，奥的斯旗下品牌江南快速、大连星玛、西安快速产品和技术源自英国 Express 和韩国 LG，均非奥的斯原有品牌，真正使用奥的斯品牌的只有天津奥的斯、西子奥的斯和广州奥的斯，总产量与上海三菱相当，各合资公司之间相对独立。相比之下上海三菱与三菱电机上海机电电梯这两家公司统一管理，生产基地也集中于上海，在管理和规模上均具有优势。上海三菱的营销服务网络比西子奥的斯等覆盖的更广泛，管控方面也具有优势。
- 市场网络优势：日立电梯（中国）和上海三菱档次相当，与上海三菱竞争较为激烈。上海三菱在销售和服务网络纵深上比日立电梯更广，尤其是在中西部地区。从目前电梯保有量分布上，中西部地区保有量低，将成为电梯销售的重点区域，上海三菱提前布局的战略有力促进日后在中西部的发展。

图表16：上海三菱网络覆盖西藏台湾外所有地区



来源：公司网站，国金证券研究所

图表17：日立电梯网络集中在东部地区



- 三菱电机已制订3-5年内将三菱电梯做成中国电梯市场份额第一的目标：

- 主要采取措施首先是将电梯销售据点由沿海向内陆转移，在东北地区和内陆地区增加新据点；其次为提高电梯产品的高科技含量；第三是在进行电梯外观设计时更加注重中国传统美感。
- 产能已能满足未来发展需求。近年来上海三菱和三菱电机上海机电电梯公司陆续进入了扩产，产能分别达到6万台和1万台，由于产品采取柔性化生产，生产周期较短，可以及时调整排产计划并满足市场需求。因此公司近年内电梯生产将不存在产能瓶颈，可以充分享受行业的成长机会。
- 公司在与日本三菱电机保持良好合作关系、产能瓶颈问题解决和拥有管控优势的有利条件下，将充分享受电梯行业快速成长带来的机会，成长速度应可超过行业平均水平，市场份额得以继续提升，我们认为公司电梯业务2011-2012年增速可超过20%。

## 其它业务稳步发展

### 印包机械已走过整合期

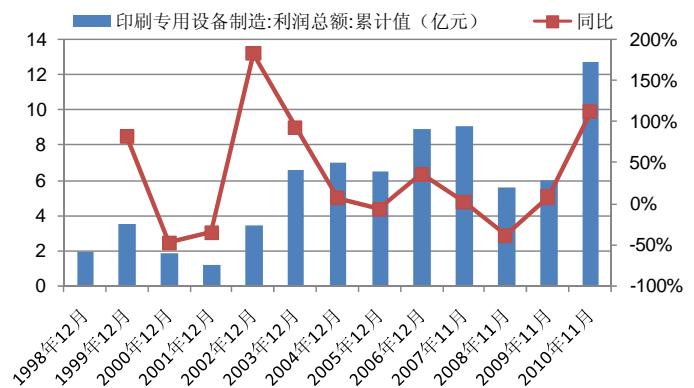
- 印刷包装机械制造行业作为为印刷包装业提供设备的行业，受宏观经济环境影响较大。在08年以前，印包机械年增长速度保持在15%左右，对外出口增长明显；08年受金融危机冲击较大，印刷机械国内外市场需求萎缩，行业发展减速趋势明显；09和10年下游印刷业有明显复苏迹象，市场有所回暖，利润大幅增加。

图表18：印刷设备行业历年收入



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表19：印刷设备行业历年利润



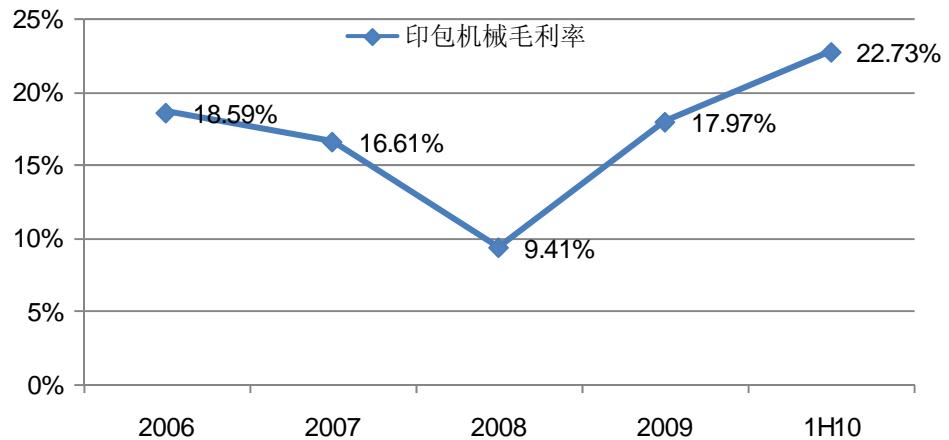
- 公司在2007年就拥有国产印机市场37%的份额，产品出口占中国印机行业出口总量的73%，销售、出口创汇、利润等主要经济指标对于国内其他同行的领先优势比较明显。公司旗下印包机械业务归属于全资子公司上海电气集团印刷包装机械有限公司，下面控股上海亚华、上海紫光、上海申威达和上海光华，上海高斯为联营企业（公司拥有40%股权）。

**图表20: 2009年印机行业排名**

2009年产品销售收入前十名			2009年出口交货值前十名		
序号	单位名称	销售收入(万元)	序号	单位名称	出口交货值(万元)
1	北人集团公司	97342	1	上海高斯印刷设备有限公司	15192
2	上海高斯印刷设备有限公司	51080	2	北人集团公司	7193
3	辽宁大族冠华印刷科技股份有限公司	35862	3	上海亚华印刷机械有限公司	4426
4	上海光华印刷机械有限公司	34298	4	神力集团有限公司	3875
5	天津长荣印刷设备股份有限公司	30221	5	青岛瑞普电气有限责任公司	2774
6	陕西北人印刷机械有限责任公司	24002	6	浙江蓝宝机械有限公司	2678
7	江西中景集团有限公司	21990	7	天津长荣印刷设备股份有限公司	2226
8	潍坊华光精工设备有限公司	21390	8	上海德拉根印刷机械有限公司	2156
9	中山市松德包装机械股份有限公司	20158	9	陕西北人印刷机械有限责任公司	2004
10	江苏昌昇集团股份有限公司	18956	10	威海滨田印刷机械有限公司	1905

来源: 中国印刷及设备器材工业协会, 国金证券研究所

- 前两年公司印包机械业务亏损, 一是受宏观环境影响; 二是公司资源整合影响。原来技术、采购、销售不统一, 公司通过并购重组基本理顺了产权结构, 通过对印刷机械业务的整合, 对相关产品集中调配、采购、销售, 现在整合已经完成, 人员安置也已经落实。印包机械板块正在逐渐好转, 体现在毛利率逐渐提升, 恢复并超过了金融危机前水平。

**图表21: 整合后毛利率逐步回升**


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 母公司上海电气集团对于印包机械板块日益重视, 2010年收购了美国高斯国际集团100%股权。美国高斯是一家生产精密印刷机械设备的供应商, 有170年历史, 全球有4000名员工, 主要业务是生产滚筒式胶印设备。印刷企业使用其设备, 可在1个小时内印刷完毕并装订好9万本杂志。美国高斯的印刷机械已可实现行业内最高级应用“熄灯操作”和“个性化定制”。在进入中国市场十几年里, 美国高斯在中国已经有了很强的客户基础, 几乎所有的纸媒集团都采购了高斯的设备。
- 相比之前的央企出海收购有很大不同, 这是一起软资产收购, 目的是获取对方企业的技术和人员。美国高斯已经关掉个别欧洲工厂, 下一步就是与国内对接。公司作为上海电气集团印包机械板块的整合平台, 将是这次收购的最大受益者, 从技术到人才都将得到丰富。同时也存在集团将美国高斯注入公司的可能。目前美国高斯订单情况良好, 正处在金融危机后的恢复期。

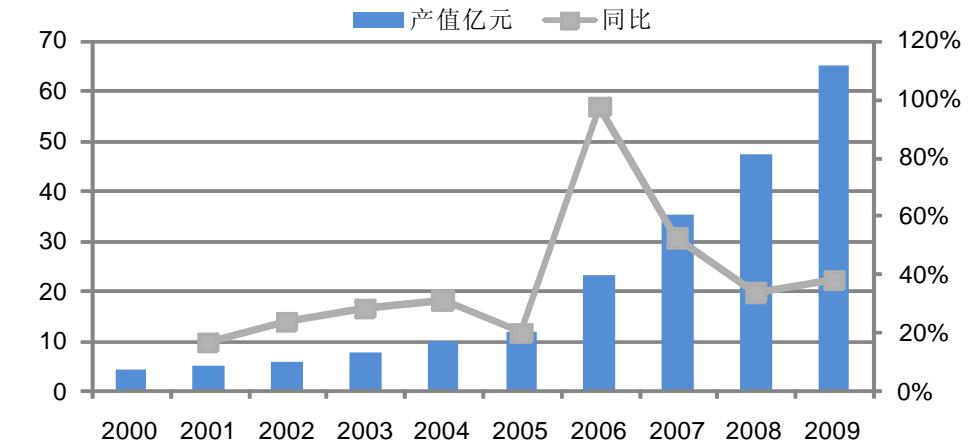
### 工程机械业务快速增长

- 子公司金泰工程机械有限公司是国内最早进入地下施工机械领域的工程机械企业, 在工程机械领域属于桩工机械行业, 相对于装载机、挖掘机等工

程机械市场规模较小，竞争也相对较弱。公司在该细分行业中处于龙头地位，连续墙液压抓斗的市场占有率达到 80%以上，ZKD 钻机市场占有率达到 65%以上。

- 近年来中国桩工机械受益于基础建设对地下施工机械的旺盛需求，如高速铁路、城市轨道交通、水利工程建设等。包括京沪客运专线为代表的高铁建设，福州、南宁、昆明等城市的轨道交通建设，新增投入 400 亿元南水北调工程为代表的水利工程建设。这些都为金泰工程业绩增长，创造了有利条件。

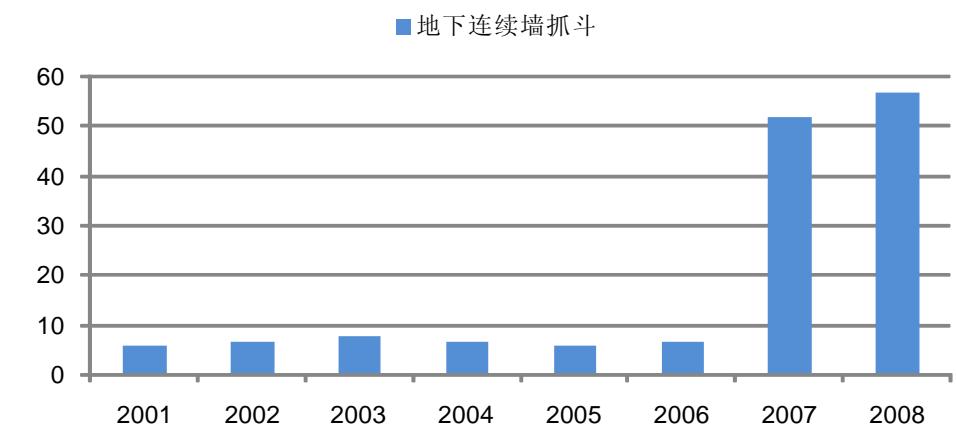
图表22：中国桩工机械产值



来源：《我国桩工机械的十年发展回顾与展望》，国金证券研究所

- 连续墙抓斗主要用于地铁、地下车库、地下广场、隧道等地形工程，特别是在上海、天津、南京、苏州、杭州、武汉、深圳等大型城市对地下空间的应用较多，尤其是地铁建设、堤坝防渗漏以及方型灌注桩等需求较大。由于金泰的液压抓斗技术在国内处于领先地位，液压抓斗在市场上有很强的竞争优势。

图表23：连续墙抓斗销量



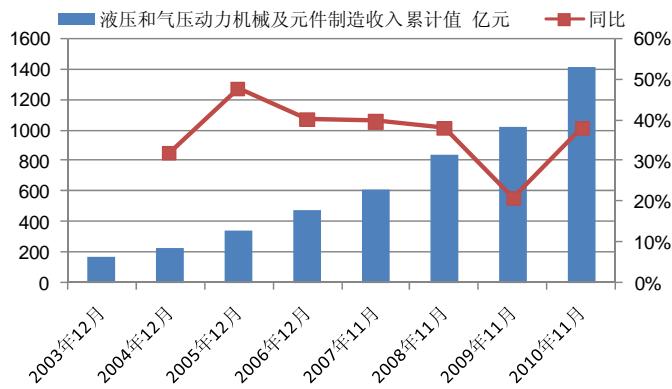
来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

- 金泰工程近几年桩工机械业务虽然发展迅速，但受制于产能，不能完全满足市场需求，后来建了新工厂，淘汰 50 年代老厂房，增加加工中心、数控机床等新设备，2010 年 10 月搬进新厂房。2011 年将是产能开始释放的一年，未来产值目标有望达到 10 亿元。

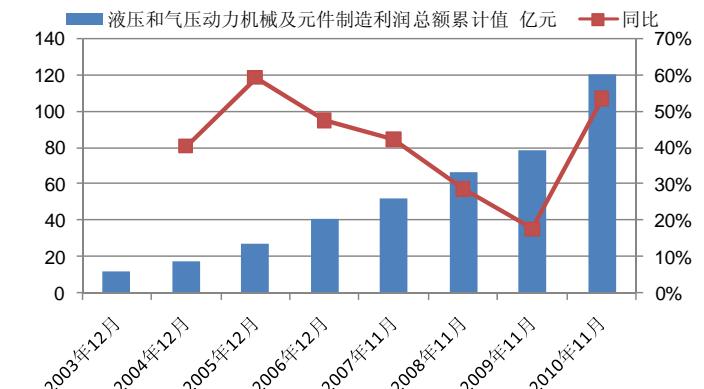
### 液压气动机械业务投资收益高

- 液压技术是各类机械产品的核心技术之一。中国已成为世界流体传动产品市场需求和制造的大国，液气密产品及成套能力已经实现中低端市场自给自足，并在国际市场中形成竞争之势。从 05~10 年，除了 09 年行业增速仅 21%以外，历年行业增速均接近 40%。

图表24：液压和气动机械及元件行业历年收入



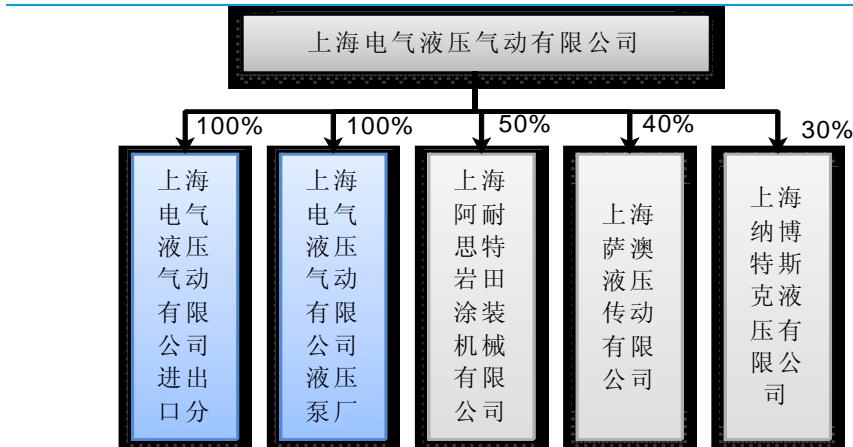
图表25：液压和气动机械及元件行业历年利润



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 公司液压气动机械业务集中在全资子公司上海电气液压气动有限公司，下属两家分公司和三家合资公司（岩田、博纳特斯克和萨澳公司）。液压气动行业最新统计显示，公司主营收入行业排名第一，2010年上半年，液压气动公司的净利润较去年同期增长 71%。

图表26：液压气动公司结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司披露的液压机器业务收入增长和毛利率均较低，主要原因是合并报表只包括子公司液压泵厂和进出口公司，其中进出口公司约占到 90%的销售收入，而进出口公司主要为博纳特斯克和萨澳公司采购元器件，毛利率较低，导致收入增长和毛利率较低。
- 博纳特斯克和萨澳公司在国内液压设备方面占据龙头地位：
  - 上海纳博特斯克液压有限公司是一家拥有世界先进加工、测试能力的中日合资企业。公司主要产品是集减速装置与液压装置为一体的液压行走、回转马达，采用日本纳博特斯克和日本小松的技术，是目前世界上最具先进水平的产品，被国内挖掘机生产厂家所广泛采用，在中国市场占有率第一，拥有国内 30%以上的市场份额，在中国本土企业中，市场占有率更高达 70%以上，主要竞争对手是德国力士乐公司。

- 上海萨澳液压传动有限公司是和世界著名的静液压传动装置跨国制造集团美国萨澳公司合资组建的，是目前国内投资规模最大，产品技术最新，专业从事液压柱塞泵和马达生产的合资企业。公司生产的技术先进的静压传动产品占领了工程机械、建筑机械等高档液压市场，通轴式柱塞泵国内市场占有率为32%。同时，还出口至亚太地区，并大量返销至在北美和欧洲的萨澳公司。和纳博特相似，主要竞争对手也是德国力士乐公司。
- 纳博特斯克、萨澳公司主要贡献投资收益，二者的液压产品盈利能力都很强。2010年上半年两公司收入都接近了09年全年，两公司投资收益增长很快，2010年上半年两公司投资收益约6,200万元，占上半年总投资收益的40%。未来两年它们一方面将受益于工程机械行业的成长，一方面将受益于对进口产品的替代，我们认为二者可以保持每年约30%的增速。

### 人造板和焊材业务即将剥离

- 由于不符合公司机电一体化主业的发展方向，以及经营效益不佳，公司正在进行剥离人造板和焊材业务，在此过程中产生的费用对10年的业绩有一定影响。

**图表27：相关董事会决议**

2009年12月30日	同意处置公司下属的上海焊接器材有限公司(经营困难，且面临亏损，下称：焊材公司)部分固定资产和存货。
2010年4月7日	同意上海焊接器材有限公司以不低于675.73万元的价格挂牌转让所持中国南非焊接材料有限公司100%股权。
2010年8月9日	同意公司全资附属企业上海绿洲实业有限公司在上海联合产权交易所挂牌转让其所持安徽绿洲人造板有限公司(注册资本5500万元人民币)全部61%的股权
2010年9月20日	同意公司全资附属企业江西绿洲人造板有限公司在上海联合产权交易所挂牌转让其所持遂川绿洲人造板有限公司全部51%股权

来源：公司公告，国金证券研究所

### 合资企业质地优良

- 公司来自合资企业的投资收益对利润贡献较大，09年和10年上半年投资收益分别占税前利润的26.68%和26.82%。

**图表28：合资企业收入和净利润（百万元）**

公司名称	持股比例	2009年		2010年上半年	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
三菱电机上海机电电梯有限公司	40%	787.79	15.94	583.07	6.22
上海高斯电梯设备有限公司	40%	510.80	60.11	241.23	25.07
开利空调销售服务(上海)有限公司	30%	2,083.00	14.97	1,084.87	13.99
上海一冷开利空调设备有限公司	30%	2,293.19	242.20	1,312.64	141.05
上海麦唯莱交通车辆设备有限公司	49%	636.78	42.39	298.48	42.86
上海萨澳液压传动有限公司	40%	263.18	67.78	259.61	92.02
上海利斯电梯有限公司	30%	1,033.36	106.36	859.06	85.55
上海ABB电机有限公司	25%	796.52	86.89	468.40	36.39
上海日用友捷汽车电气有限公司	40%	609.71	50.58	361.78	43.32
上海马立松革新电气有限公司	45%	176.01	40.52	139.89	25.68
长春日用友捷汽车电气有限公司	20%	138.59	3.63	80.11	1.57

来源：公司公告，国金证券研究所

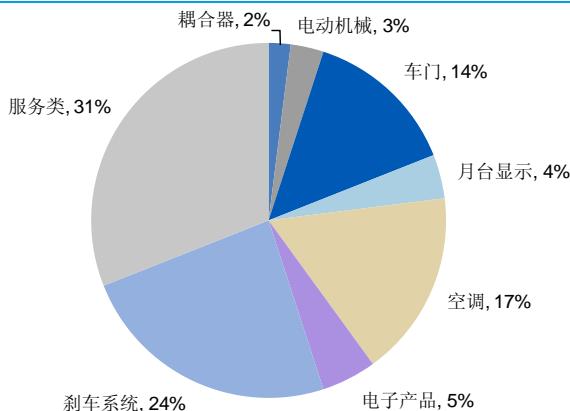
- 制冷设备板块的合资公司主要有上海一冷开利空调设备有限公司、开利空调销售服务（上海）有限公司、上海法维莱交通车辆设备有限公司。

**图表29：制冷设备合资企业**

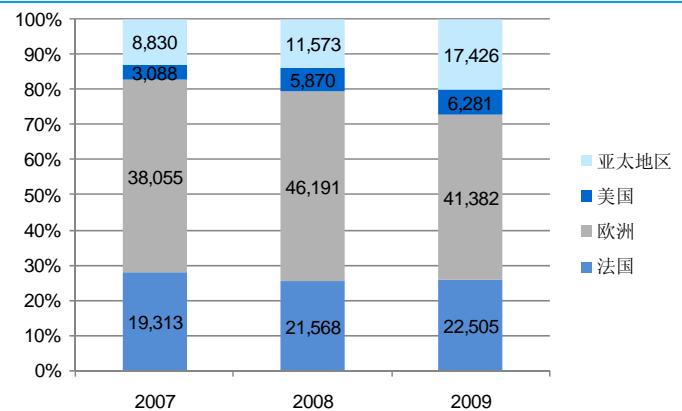
公司名称	公司简介	持股比例
上海一冷开利空调设备有限公司	一冷开利是美国开利在亚洲的主要生产基地，生产空调制冷、采暖、通风设备及压缩机。年产集中式中央空调机组6000套，轻型商用空调25000套，压缩机50000台。工厂依托开利的技术支持，引进吸收美国开利新项目，当前工厂的30RB/Q涡旋式机组和30XA螺杆式机组都是与美国同步上市的新产品。	30%
开利空调销售服务（上海）有限公司	1995成立，10多年以来，已建立了覆盖全国100多个城市的销售服务网络。	30%
上海法维莱交通车辆设备有限公司	与德国法维莱空调有限公司合资，生产供铁路干线，城市轨道交通使用的加热设备、通风设备、空调设备和车门系统等产品方面处于国内领先地位。45%的轨道交通空调系统市场占有率稳居行业第一。	49%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 与世界最大的空调产品制造商、全球销售总额居行业第一的开利合资的公司年收入超过20亿元。中央空调系统技术复杂，其最核心的技术-压缩机生产技术主要掌握在美、日企业手中，开利是中国市场与约克、特灵、麦克维尔齐名的四大美资传统中央空调品牌，在中国市场一直以来都处于技术领先地位。中央空调专业技术水平较家用空调高的特点决定其利润丰厚，当前市场规模约400亿元，市场前景看好。
- 上海法维莱交通车辆设备有限公司与德国法维莱空调设备有限公司（51%的股份）合资组建，在生产供铁路干线，城市轨道交通使用的加热设备、通风设备、空调设备和车门系统等产品方面处于国内领先地位。空调机组项目包括大连轻轨、上海莘闵线、深圳地铁等，车门系统包括广州地铁二号线、大连轻轨和大连电车、北京地铁和深圳地铁等。另外向菲律宾、伊朗、伊拉克和马来西亚出口了大约400套空调机组。

**图表30：2009年德国法维莱产品结构**


来源：公司年报，国金证券研究所

**图表31：德国法维莱销售收入分地区（单位万欧元）**


- 上海马拉松·革新电气是与美国马拉松电气公司共同投资的合资企业。美方占55%股份，中方占45%股份。公司引进美国马拉松电气公司的设计和制造工艺技术，生产具有国际先进水平的无刷单、三相交流发电机，用于船只、医院等领域，技术含量高，毛利率高。公司正在宝山工业园建设新工厂，将与11年竣工并进行新产品的生产，届时公司产能将翻番，长期发展看好。
- 上海日用-友捷汽车电气公司主要生产汽车散热器风扇、空调鼓风机及交流特殊微电机。公司特点是能够锁定大客户，如一汽大众、上海大众

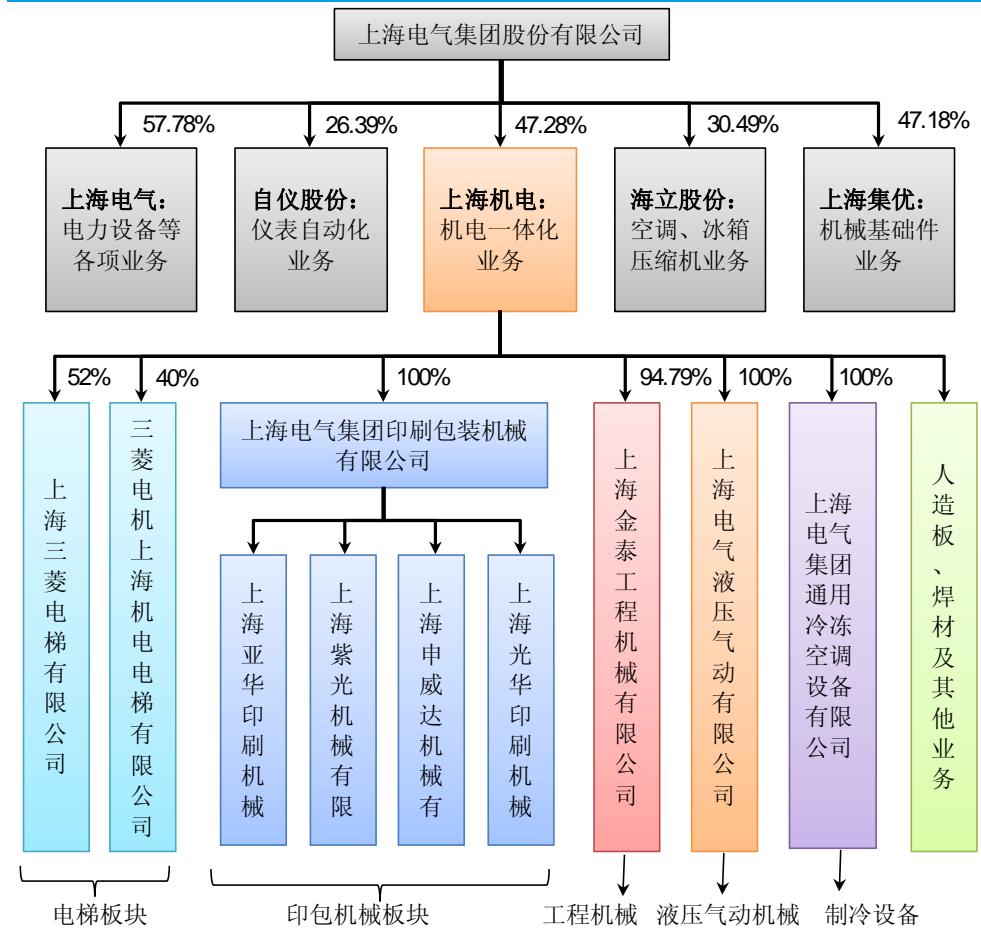
等。公司具有强大的产品开发和生产能力，是上海大众桑塔纳 B2 轿车、桑塔纳 2000 型轿车和 98 款桑塔纳 2000GSI 时代超人轿车、帕萨特 B5、桑塔纳 2000Ag4 的独家供货商；同时还为一汽小红旗、一汽大众捷达 A2、捷达 At、奥迪 A6、BoraA4 轿车、等配套产品。近年来成功研发了上海大众的新领驭、途安；上海通用的雪佛兰、一汽大众 BoraA5、福特的 FordC307/J48c 等车辆的散热器风扇总成。受益于我国汽车的旺销，公司未来两年仍能有 20%~30% 的增长。

- 上海 ABB 电机有限公司专门生产和销售低压交流三相异步电动机，属于中小型电动机行业，2010 年行业市场容量超过 300 亿元。公司产品能效比市场同类产品的平均水平要高 1.5 至 3 个百分点，产品高可靠性和增效节能的特点得到了市场的广泛认可，该类电机的需求增速要远高于行业平均水平。公司生产的 45% 的电机通过 ABB 国际销售网络出口国外，主要是欧洲市场。
- 投资收益整体预测：估计 2010 年公司投资收益约 348 百万元，同比增长 39%，预计 2011 年将仍有 30% 的增长。

### 集团仍有机电资产整合空间

- 公司的控股股东上海电气集团是中国最大的装备制造业集团，旗下拥有上海电气、上海集优、自仪股份等上市公司，公司是其中机电一体化设备领域的上市平台。

图表32：上海电气集团旗下上市公司



来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司现金充沛，10年3季度末帐面现金达70亿元，前3季度经营活动产生的现金流为17亿元，并且大多数合资公司盈利能力较强，都是行业龙头。因此从提高资产效率角度出发，公司有必要进行适当的投资。由于公司的国有背景和地位，倾向于投资壁垒高一些的产业，主要围绕技术含量高的制造业。

### 仍有资产整合空间

- 上海电气集团曾在06和07年陆续将部分合资公司股权注入公司，之后集团注意力转向上海电气的A股发行，公司则以剥离不良资产的内部整合为主。从当年的收购价格和目前产生的效益看，以及结合近年来对不良资产的剥离，我们认为大股东对公司的扶持态度是比较明显的。

图表33: 06和07年公司资产注入情况(万元)

	2006年	投资额	09年贡献收益
收购上海三菱电梯工程技术有限公司40% 股权	2,634	637	
收购上海电气液压气动有限公司100% 股权	26,529	5,902	
2007年			
收购上海ABB电机有限公司25% 股权。	9,684	2,172	
收购上海马拉松·革新电气有限公司45% 股权	4,354	1,824	
收购上海日用-友捷汽车电气有限公司40% 股权	9,095	2,023	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 现在集团层面上，仍有一些质地较好的机电资产，因此我们认为集团仍可能延续以往的整合方式，未来将部分资产整合到公司这个机电一体化工业设备平台上。

图表34：上海电气集团部分机电资产一览

公司名称	注册资本(千元)	业务简介
上海建设路桥机械设备有限公司	美元10000	开发、生产各种破碎设备、冶金设备、城市煤气设备等
上海林泉先锋电机有限公司	109,500	各种交直流电动机，发电机的开发、制造的和销售及技术服务等。
上海电气压缩机泵业有限公司	70,000	各类气体压缩机、高压泵设计、制造、销售及服务
上海鼓风机厂有限公司	71,260	专业生产各种离心压缩机、离心式和轴流式通风机、离心式和罗茨式鼓风机
上海电气国际消防装备有限公司	72,450	移动式消防系统、消防车、机动泵、固定式消防系统等
上海华夏震旦消防设备有限公司	137,945	生产、销售消防车，消防泵，消防泡沫设备，自有房屋出租等
上海工程机械厂有限公司	114,735	工程机械，水文水井钻机，地质勘探设备，矿山机械，环保机械及配件生产等
上海格拉曼国际消防装备有限公司	24,000	设计、制造各种中、重型消防车、各种消防泵、固定灭火装置
上海上机机电技术服务公司	902	机电液压计量仪器技术咨询
上海上机电气自动化有限公司	1,000	电气自动化设备，机械设备，通讯设备，电子电气产品、设计
上海发那科机器人有限公司	美元1200	生产组装、维修机器人及自动化系统
上海耐莱斯詹姆斯伯雷阀门有限公司	美元6882	生产各种球阀蝶阀和相应的驱动装置

来源：公司网站，国金证券研究所

### 盈利预测和估值

- 我们预计公司10~12年可分别实现销售收入12,778、15,086及17,769亿元，同比分别增长16.3%、18.1%及17.8%；可分别实现归属母公司净利润677、913及1,188百万元，同比分别增长45.43%、34.77%及30.13%，每股收益分别为0.66、0.89及1.16元。

图表35: 分产品收入预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>电梯业务</b>					
销售收入 (百万元)	7,539.83	8,225.90	9,706.57	11,842.01	14,802.51
增长率 (YOY)	23.07%	9.10%	18.00%	22.00%	25.00%
毛利率	21.31%	20.39%	20.50%	20.50%	20.50%
销售成本 (百万元)	5,933.13	6,548.32	7,716.72	9,414.40	11,768.00
增长率 (YOY)	26.56%	10.37%	17.84%	22.00%	25.00%
毛利 (百万元)	1,606.70	1,677.59	1,989.85	2,427.61	3,034.52
增长率 (YOY)	11.72%	4.41%	18.61%	22.00%	25.00%
占总销售额比重	72.17%	74.87%	75.96%	78.50%	83.31%
占主营业务利润比重	82.05%	79.96%	80.03%	81.03%	83.37%
<b>人造板业务</b>					
销售收入 (百万元)	701.17	629.18	566.26	396.38	0.00
增长率 (YOY)	-15.44%	-10.27%	-10.00%	-30.00%	-100.00%
毛利率	13.08%	11.61%	9.81%	9.71%	9.61%
销售成本 (百万元)	609.43	556.12	510.71	357.90	0.00
增长率 (YOY)	-9.68%	-8.75%	-8.16%	-29.92%	-100.00%
毛利 (百万元)	91.74	73.07	55.55	38.49	0.00
增长率 (YOY)	-40.62%	-20.35%	-23.97%	-30.71%	-100.00%
占总销售额比重	6.71%	5.73%	4.43%	2.63%	0.00%
占主营业务利润比重	4.68%	3.48%	2.23%	1.28%	0.00%
<b>液压机器业务</b>					
销售收入 (百万元)	497.06	512.89	560.00	616.00	677.60
增长率 (YOY)	31.23%	3.19%	9.18%	10.00%	10.00%
毛利率	7.12%	4.52%	4.89%	4.89%	4.89%
销售成本 (百万元)	461.66	489.74	532.62	585.88	644.47
增长率 (YOY)	32.57%	6.08%	8.76%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	35.40	23.16	27.38	30.12	33.13
增长率 (YOY)	15.90%	-34.59%	18.24%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	4.76%	4.67%	4.38%	4.08%	3.81%
占主营业务利润比重	1.81%	1.10%	1.10%	1.01%	0.91%
<b>印刷包装业务</b>					
销售收入 (百万元)	431.88	487.89	707.44	884.30	1,061.16
增长率 (YOY)	-25.33%	12.97%	45.00%	25.00%	20.00%
毛利率	9.41%	17.97%	22.73%	22.50%	22.50%
销售成本 (百万元)	391.24	400.22	546.64	685.33	822.40
增长率 (YOY)	-18.88%	2.29%	36.59%	25.37%	20.00%
毛利 (百万元)	40.64	87.67	160.80	198.97	238.76
增长率 (YOY)	-57.71%	115.74%	83.41%	23.74%	20.00%
占总销售额比重	4.13%	4.44%	5.54%	5.86%	5.97%
占主营业务利润比重	2.08%	4.18%	6.47%	6.64%	6.56%

来源：国金证券研究所

图表36: 分产品收入预测 (续)

**工程机械业务**

销售收入 (百万元)	377.43	480.37	600.46	750.58	900.70
增长率 (YOY)	24.91%	27.27%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率	29.06%	32.78%	31.00%	31.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	267.77	322.89	414.32	517.90	621.48
增长率 (YOY)	24.29%	20.59%	28.32%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)	109.67	157.48	186.14	232.68	279.22
增长率 (YOY)	26.45%	43.60%	18.20%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	3.61%	4.37%	4.70%	4.98%	5.07%
占主营业务利润比重	5.60%	7.51%	7.49%	7.77%	7.67%

**焊条业务**

销售收入 (百万元)	588.98	408.97	388.52	310.82	0.00
增长率 (YOY)	-10.07%	-30.56%	-5.00%	-20.00%	-100.00%
毛利率	5.50%	8.03%	6.50%	6.50%	6.40%
销售成本 (百万元)	556.59	376.12	363.27	290.62	0.00
增长率 (YOY)	-6.54%	-32.42%	-3.42%	-20.00%	-100.00%
毛利 (百万元)	32.39	32.85	25.25	20.20	0.00
增长率 (YOY)	-45.49%	1.42%	-23.13%	-20.00%	-100.00%
占总销售额比重	5.64%	3.72%	3.04%	2.06%	0.00%
占主营业务利润比重	1.65%	1.57%	1.02%	0.67%	0.00%

**冷气机业务**

销售收入 (百万元)	44.06	53.04	42.00	48.30	53.13
增长率 (YOY)	24.62%	20.39%	-20.82%	15.00%	10.00%
毛利率	16.49%	28.14%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	36.79	38.12	33.60	38.64	42.50
增长率 (YOY)	22.25%	3.59%	-11.85%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	7.26	14.92	8.40	9.66	10.63
增长率 (YOY)	38.20%	105.48%	-43.71%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	0.42%	0.48%	0.33%	0.32%	0.30%
占主营业务利润比重	0.37%	0.71%	0.34%	0.32%	0.29%

**其他**

销售收入 (百万元)	266.97	187.98	206.78	237.79	273.46
增长率 (YOY)	-4.98%	-29.59%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	12.92%	16.67%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	232.49	156.65	173.69	199.75	229.71
增长率 (YOY)	-4.22%	-32.62%	10.88%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	34.48	31.33	33.08	38.05	43.75
增长率 (YOY)	-9.79%	-9.13%	5.59%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	2.56%	1.71%	1.62%	1.58%	1.54%
占主营业务利润比重	1.76%	1.49%	1.33%	1.27%	1.20%

销售总收入 (百万元)	10447.38	10986.24	12778.04	15086.19	17768.57
销售总成本 (百万元)	8489.10	8888.16	10291.57	12090.41	14128.56
毛利 (百万元)	1958.28	2098.08	2486.46	2995.78	3640.01
平均毛利率	18.74%	19.10%	19.46%	19.86%	20.49%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 对比其他电梯行业上市公司，11年PE平均在30倍，考虑到未来两年公司净利润复合增长率超过30%，我们给予公司未来6个月目标价17.86元，对应2011年20倍PE。

图表37：可比公司估值

公司名称	收盘价	EPS10E	EPS	EPS11E	PE10E	PE11E
	元	元	11%10	元		
康力电梯	26.00	0.81	31.44%	1.06	32.23	24.52
长江润发	15.19	0.36	19.44%	0.43	42.19	35.33
平均	<b>20.60</b>	<b>0.58</b>	25.44%	<b>0.75</b>	<b>37.21</b>	<b>29.92</b>

来源：WIND，国金证券研究所

## 风险提示

- 电梯和工程机械业务受益于房地产投资和轨道交通的大规模建设，如果受调控影响未来投资放缓将影响公司相应板块的收入水平。
- 股权激励：由于国企背景，尽管公司曾多次考虑并制定了激励方案，但决定权仍在国资委手中。一旦国资委同意，股权激励应会很快施行。

## 附录：电梯技术简介

- 电梯是一种以电动机为动力的升降机，用于多层建筑乘人或载运货物。它包括垂直升降电梯（直梯）、也包括台阶式、踏步板装在履带上连续运行的（扶梯）。

图表38：电梯分类及说明

分类方法	电梯种类	电梯特点
运动方向	电梯	用于高层建筑物中的固定式升降运输设备，它有一个装载乘客的轿厢，沿着垂直或倾角小于15度的导轨在各楼层间运行。
	自动扶梯	带有循环运行的梯级，用于倾斜向上或向下连续输送乘客的运输设备。
	自动人行道	循环运行的走道，就像放平了的自动扶梯，一般用于水平或倾角不大于12度的乘客和货物运输。
速度	低速梯	常指低于1.00m/s速度的电梯。
	中速梯	常指速度在1.00~2.00m/s的电梯。
	高速梯	常指速度大于2.00m/s的电梯。
用途	乘客电梯	为运送乘客设计的电梯，要求有完善的安全设施以及一定的轿内装饰。
	载货电梯	主要为运送货物而设计，通常有人伴随的电梯。
	医用电梯	为运送病床、担架、医用车而设计的电梯，轿厢具有长而窄的特点。
	观光电梯	轿厢壁透明，供乘客观光用的电梯。

来源：国金证券研究所

图表39：电梯关键技术发展方向

关键技术	技术解析
电能回馈	将运动中负载上的机械能（含位能和动能）通过专用装置变换成电能并回馈给交流局域电网，供附近其他用电设备使用，使系统在单位时间内消耗电量下降，从而达到节约电能的目的。国外如西门子、富士公司已有成熟产品，而我国针对电梯能耗及电梯能量回馈装置的相关标准、管理规定等尚未出台，国内电能回馈装置产品良莠不齐，节能效果不理想。
电梯群控系统	电梯群控系统是指在一座大楼内安装多台电梯，并将这些电梯与一个计算机连接起来。该计算机可以采集到每个电梯的各种信号，经过调度算法的计算向每个电梯发出控制指令。通过优化调度达到减少等待时间和节能的效果。当前国内的群控系统主要以进口为主。
无机房电梯	在不设机房的条件下，将轿厢、对重、驱动主机、控制柜、限速器等关键部件布置在一般电梯井道内。解决无机房井道布置的主要途径是利用井道空间、研制特殊电梯部件和开发新型驱动方式。
永磁同步无齿轮曳引机	从永磁同步电机工作原理可知其励磁是由永磁铁来实现的。不需要定子额外提供励磁电流，因而电机的功率因数可以达到很高，理论上可以达到1。同时永磁同步电机的转子无电流通，不存在转子耗损问题，一般比异步电机降低45%~60%耗损。由于没有效率低、高能耗蜗轮蜗杆传动副，能耗进一步降低。
远程监控技术	在电梯轿厢内装设摄像和通讯系统，被困轿厢中的乘客可以同大楼的监视人员建立联系。这种先进装置集通讯、故障诊断、微处理机为一体，远程维修监控中心始终监控着他们所承包的电梯，随时可以知道电梯的运行状态和发生故障的属性。

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,186</b>	<b>10,447</b>	<b>10,986</b>	<b>12,778</b>	<b>15,086</b>	<b>17,769</b>
增长率	13.7%	5.2%	16.3%	18.1%	17.8%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,277</b>	<b>-8,489</b>	<b>-8,888</b>	<b>-10,292</b>	<b>-12,090</b>	<b>-14,129</b>
% 销售收入	79.2%	81.3%	80.9%	80.5%	80.1%	79.5%
<b>毛利</b>	<b>1,909</b>	<b>1,958</b>	<b>2,098</b>	<b>2,486</b>	<b>2,996</b>	<b>3,640</b>
% 销售收入	20.8%	18.7%	19.1%	19.5%	19.9%	20.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	<b>-48</b>	<b>-57</b>	<b>-67</b>
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>营业费用</b>	<b>-492</b>	<b>-451</b>	<b>-521</b>	<b>-575</b>	<b>-671</b>	<b>-773</b>
% 销售收入	5.4%	4.3%	4.7%	4.5%	4.5%	4.4%
<b>管理费用</b>	<b>-639</b>	<b>-759</b>	<b>-900</b>	<b>-1,022</b>	<b>-1,192</b>	<b>-1,377</b>
% 销售收入	7.0%	7.3%	8.2%	8.0%	7.9%	7.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>749</b>	<b>718</b>	<b>641</b>	<b>841</b>	<b>1,076</b>	<b>1,423</b>
% 销售收入	8.2%	6.9%	5.8%	6.6%	7.1%	8.0%
<b>财务费用</b>	<b>37</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>81</b>	<b>93</b>	<b>111</b>
% 销售收入	-0.4%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-43</b>	<b>-115</b>	<b>-115</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>251</b>	<b>412</b>	<b>252</b>	<b>348</b>	<b>453</b>	<b>553</b>
% 税前利润	24.4%	36.8%	26.7%	27.3%	27.6%	26.2%
<b>营业利润</b>	<b>994</b>	<b>1,096</b>	<b>865</b>	<b>1,256</b>	<b>1,620</b>	<b>2,084</b>
<b>营业利润率</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>39</b>	<b>24</b>	<b>78</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,032</b>	<b>1,120</b>	<b>942</b>	<b>1,278</b>	<b>1,644</b>	<b>2,110</b>
<b>利润率</b>	<b>11.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.9%</b>
<b>所得税</b>	<b>-139</b>	<b>-153</b>	<b>-136</b>	<b>-192</b>	<b>-247</b>	<b>-316</b>
<b>所得税率</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>893</b>	<b>967</b>	<b>807</b>	<b>1,087</b>	<b>1,397</b>	<b>1,793</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>287</b>	<b>321</b>	<b>341</b>	<b>409</b>	<b>484</b>	<b>605</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>606</b>	<b>647</b>	<b>466</b>	<b>677</b>	<b>913</b>	<b>1,188</b>
<b>净利率</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.7%</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>4,079</b>	<b>4,158</b>	<b>5,906</b>	<b>7,400</b>	<b>8,676</b>	<b>10,597</b>
<b>应收款项</b>	<b>975</b>	<b>1,264</b>	<b>1,320</b>	<b>1,809</b>	<b>2,136</b>	<b>2,516</b>
<b>存货</b>	<b>1,791</b>	<b>1,843</b>	<b>2,105</b>	<b>2,256</b>	<b>2,650</b>	<b>3,097</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>271</b>	<b>304</b>	<b>348</b>	<b>517</b>	<b>607</b>	<b>708</b>
<b>流动资产</b>	<b>7,116</b>	<b>7,569</b>	<b>9,678</b>	<b>11,981</b>	<b>14,069</b>	<b>16,918</b>
% 总资产	71.0%	72.2%	73.8%	77.6%	80.9%	84.1%
<b>长期投资</b>	<b>1,261</b>	<b>1,145</b>	<b>1,279</b>	<b>1,467</b>	<b>1,466</b>	<b>1,466</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,313</b>	<b>1,441</b>	<b>1,628</b>	<b>1,479</b>	<b>1,354</b>	<b>1,218</b>
% 总资产	13.1%	13.8%	12.4%	9.6%	7.8%	6.1%
<b>无形资产</b>	<b>280</b>	<b>262</b>	<b>440</b>	<b>508</b>	<b>507</b>	<b>506</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,910</b>	<b>2,908</b>	<b>3,433</b>	<b>3,456</b>	<b>3,330</b>	<b>3,192</b>
% 总资产	29.0%	27.8%	26.2%	22.4%	19.1%	15.9%
<b>资产总计</b>	<b>10,026</b>	<b>10,477</b>	<b>13,112</b>	<b>15,437</b>	<b>17,398</b>	<b>20,110</b>
<b>短期借款</b>	<b>369</b>	<b>356</b>	<b>446</b>	<b>318</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>3,563</b>	<b>3,563</b>	<b>5,251</b>	<b>6,907</b>	<b>7,839</b>	<b>8,851</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>396</b>	<b>343</b>	<b>428</b>	<b>396</b>	<b>499</b>	<b>559</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,328</b>	<b>4,262</b>	<b>6,124</b>	<b>7,621</b>	<b>8,338</b>	<b>9,409</b>
<b>长期贷款</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>160</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>51</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>29</b>	<b>15</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>4,367</b>	<b>4,282</b>	<b>6,344</b>	<b>7,671</b>	<b>8,388</b>	<b>9,460</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,064</b>	<b>4,565</b>	<b>4,950</b>	<b>5,539</b>	<b>6,299</b>	<b>7,333</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1,594</b>	<b>1,630</b>	<b>1,818</b>	<b>2,227</b>	<b>2,711</b>	<b>3,317</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,026</b>	<b>10,477</b>	<b>13,112</b>	<b>15,437</b>	<b>17,398</b>	<b>20,110</b>

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.711	0.632	0.455	0.662	0.893	1.162
每股净资产	4.769	4.463	4.840	5.416	6.159	7.170
每股经营现金净流	1.241	0.505	1.983	1.705	1.321	1.607
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.90%	14.17%	9.41%	12.23%	14.49%	16.20%
总资产收益率	6.04%	6.17%	3.55%	4.39%	5.25%	5.91%
投入资本收益率	10.68%	9.44%	7.40%	8.79%	10.09%	11.30%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	26.08%	13.73%	5.16%	16.31%	18.06%	17.78%
EBIT增长率	21.72%	-4.08%	-10.71%	31.13%	27.91%	32.28%
净利润增长率	50.82%	6.77%	-27.97%	45.43%	34.77%	30.13%
总资产增长率	17.60%	4.50%	25.15%	17.74%	12.70%	15.59%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	26.3	26.4	29.7	39.0	39.0	39.0
存货周转天数	81.8	78.1	81.1	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	38.5	49.1	55.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	48.4	47.2	50.1	34.9	27.8	21.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-65.39%	-61.30%	-78.31%	-90.55%	-95.74%	-99.02%
EBIT利息保障倍数	-20.4	-8.9	-7.4	-10.4	-11.5	-12.8
资产负债率	43.56%	40.87%	48.38%	49.69%	48.21%	47.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	3	3	3	4
买入	0	0	0	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.09</b>	<b>1.18</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 200011  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: (8610)-66215599-8832  
传真: (8610)-61038200  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100032  
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: (86755)-82805115  
传真: (86755)-61038200  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室