

公司研究/中报点评

2020年08月23日

机械设备/专用设备 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 17.05  
目标价格(元): 20.52

章诚 SAC No. S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

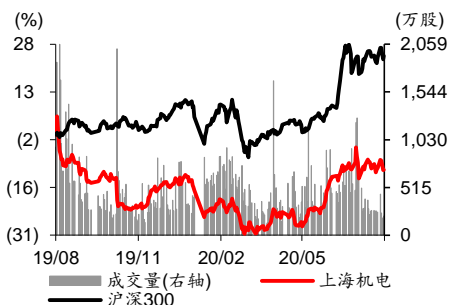
关东奇 SAC No. S0570519040003  
研究员 021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

陈莉 SAC No. S0570520070001  
研究员 SFC No. BMV473  
0755-82766183  
chenli2832@htsc.com

相关研究

- 1《上海机电(600835 SH,增持): 收入稳增, 关注加装电梯与后市场》2020.04
- 2《上海机电(600835 SH,增持): 短期业绩承压, 长期成长潜力不变》2019.10
- 3《上海机电(600835 SH,增持): 中报业绩略降, 关注中长期发展潜力》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 电梯需求修复, Q2 利润稳健增长

## 上海机电(600835)

### Q2 单季收入、利润同比增长 20%、23%, 电梯主业有望恢复稳健发展

2020H1 收入 109.77 亿元/yoy+1%, 归母净利润 5.93 亿元/yoy-7%, 其中 Q2 单季收入 79.07 亿元/yoy+20%, 归母净利润 4.98 亿元/yoy+23%, 电梯需求复苏和价格企稳(毛利率环比改善)是公司 Q2 实现单季利润较快增长的重要因素。我们认为, 短期来看, Q2 市场需求修复较为有效地对冲了 Q1 疫情对全年业绩的负面影响; 中长期来看, 国内电梯市场恢复平稳运行, 老旧小区加装电梯有望贡献一定增量需求, 后市场服务收入或是新增长点, 公司电梯业务具备稳定性、长期成长性, 同时新产业布局前景光明。我们预计 20~22 年 EPS 为 1.08、1.13、1.19 元, 维持“增持”评级。

### Q2 国内电梯市场需求修复, 公司电梯主业明显复苏, 毛利率环比改善

随着国内疫情有效缓解, 受到冲击的地产、基建迅速恢复, 国内电梯需求在 Q2 开始恢复性增长, 据国家统计局数据, 2020 年 4 月国内电梯月产量恢复同比正增长(13%), 1-6 月国内累计电梯产量达 50 万台, 同比增长 2%。受益于需求复苏和公司进一步强化生产、营销、服务等能力, H1 公司实现电梯收入 104 亿元/yoy+3%。公司 2020Q2 单季毛利率达 16.90%, 高于此前 4 个季度(2019Q2~2020Q1 单季毛利率分别为 16.44%、16.27%、16.39%、14.66%), 我们认为, 随着行业景气度修复和价格有所企稳, 下半年公司电梯收入有望保持平稳增长, 毛利率或环比保持稳定。

### 老旧小区改造有望贡献增量需求, 后市场服务收入或是新的增长点

地产开发放缓对新梯需求产生一定影响, 但加装电梯、后市场服务需求推动电梯行业总体容量稳中有升: 1) 7 月 20 日国务院印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》, 明确到十四五期末力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务的目标, 并将加装电梯作为主要改造内容之一。公司推出全生命周期一站式加装电梯服务, 2019 年加装量增长超过 30%, 我们认为加装电梯将持续为公司成长贡献增量。2) 中国企业服务收入占比普遍低于海外, 公司正加快后市场拓展, 2020H1 疫情延迟复工情况下安装、改造、维保收入仍达 32.2 亿元, 收入占比 29%。

### 需求稳健、多元化布局的本土电梯制造龙头, 维持“增持”评级

我们认为, 老旧小区改造、地铁等基础设施投资发力、旧梯更新改造需求释放等积极因素下, 叠加服务型战略转型, 公司电梯业务有望实现长期稳健发展。同时, 公司作为本土龙头, 对成本端管控能力有望好于行业整体, 同时受益于服务收入占比提升, 中长期毛利率或具备修复空间。我们维持此前盈利预测, 预计 2020~2022 年公司分别实现归母净利润 11.1、11.6、12.2 亿元, 对应 PE 为 16、15、14 倍。电梯行业可比公司 2020 年平均 PE (Wind 一致预测) 为 19 倍, 给予公司 2020 年合理 PE 为 19 倍, 对应目标价 20.52 (前值 16.20~19.44) 元。

风险提示: 房地产投资增速不及预期; 老旧小区改造及加装电梯进程不及预期; 新产业及新产品推广和布局不及预期; 原材料价格超预期上涨。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	1,023
流通 A 股 (百万股)	806.50
52 周内股价区间 (元)	13.56-20.64
总市值 (百万元)	17,438
总资产 (百万元)	34,913
每股净资产 (元)	11.20

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	21,234	22,116	22,642	23,502	24,501
+/-%	9.05	4.16	2.38	3.80	4.25
归属母公司净利润 (百万元)	1,268	1,080	1,105	1,155	1,218
+/-%	(8.76)	(14.90)	2.37	4.51	5.50
EPS (元, 最新摊薄)	1.24	1.06	1.08	1.13	1.19
PE (倍)	13.75	16.15	15.78	15.10	14.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 经营指标概览

图表1: 公司营业收入及增速



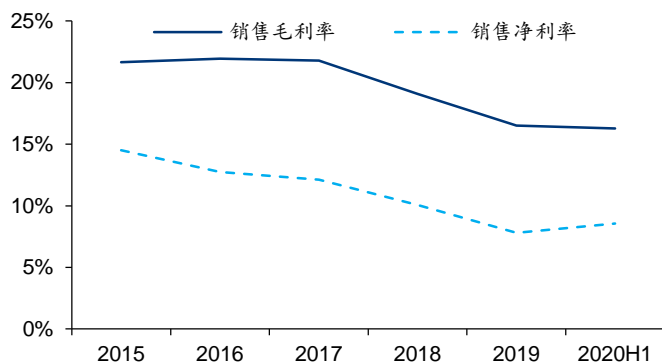
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及增速



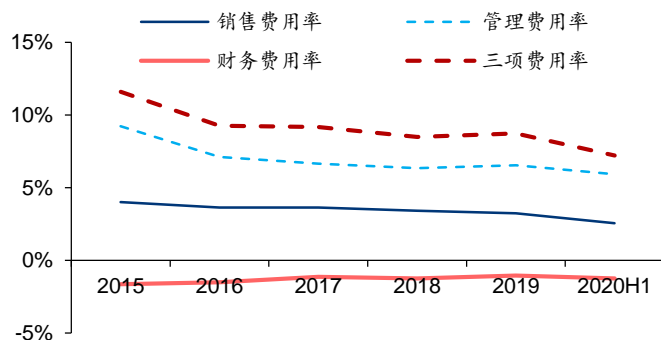
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率与净利率变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司三项费用率 (管理费用含研发) 变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 可比公司估值

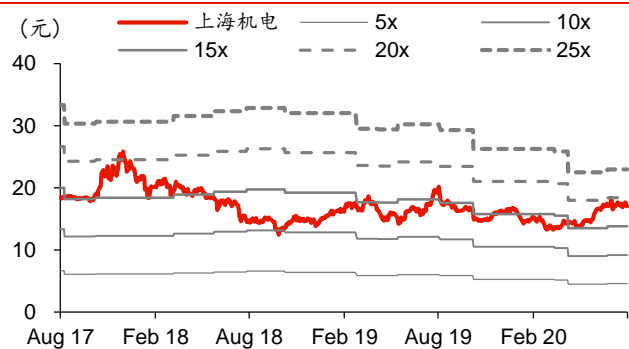
图表5: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	评级	目标价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002367 CH	康力电梯	无评级	-	85	0.32	0.43	0.54	0.60	34	25	20	18
002645 CH	华宏科技	无评级	-	58	0.32	0.53	0.69	0.94	32	19	15	11
600894 CH	广日股份	无评级	-	65	0.50	0.55	0.62	0.73	15	14	12	10
<b>平均值</b>									27	19	16	13

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据日期: 2020年8月21日

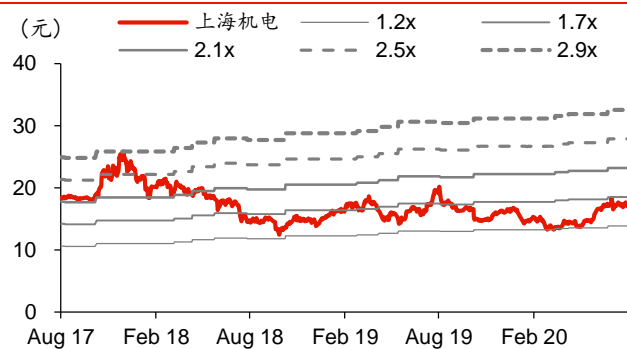
**PE/PB - Bands**

图表6: 上海机电历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 上海机电历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	28,450	28,707	30,864	31,666	34,055
现金	13,209	12,418	12,517	12,624	12,723
应收账款	2,279	2,289	3,830	4,137	5,763
其他应收账款	366.40	75.06	376.89	92.24	396.82
预付账款	1,484	2,018	1,568	2,154	1,726
存货	8,981	8,723	9,406	9,369	10,159
其他流动资产	2,131	3,184	3,166	3,290	3,289
非流动资产	5,211	5,481	5,553	5,621	5,712
长期投资	2,342	2,477	2,477	2,477	2,477
固定投资	1,531	1,684	1,809	1,889	2,022
无形资产	362.40	351.61	337.32	353.25	335.53
其他非流动资产	975.96	968.42	930.53	901.67	877.89
资产总计	33,662	34,188	36,417	37,287	39,768
流动负债	20,156	20,122	20,961	20,361	21,269
短期借款	39.00	42.85	42.85	42.85	42.85
应付账款	2,785	3,131	2,927	3,347	3,179
其他流动负债	17,332	16,948	17,991	16,971	18,048
非流动负债	375.95	395.35	395.35	395.35	395.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	375.95	395.35	395.35	395.35	395.35
负债合计	20,532	20,517	21,356	20,756	21,665
少数股东权益	2,326	2,295	2,959	3,653	4,385
股本	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023
资本公积	2,039	2,038	2,038	2,038	2,038
留存公积	7,734	8,307	9,455	10,656	11,923
归属母公司股东权益	10,804	11,375	12,102	12,879	13,719
负债和股东权益	33,662	34,188	36,417	37,287	39,768

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	188.45	172.96	278.59	296.66	359.39
净利润	2,136	1,728	1,769	1,849	1,950
折旧摊销	226.65	230.55	225.09	264.43	307.94
财务费用	(266.19)	(228.57)	(226.71)	(224.30)	(221.00)
投资损失	(307.40)	(300.23)	(300.23)	(300.23)	(300.23)
营运资金变动	(1,791)	(1,486)	(1,193)	(1,296)	(1,382)
其他经营现金	190.61	229.11	4.06	4.06	4.06
投资活动现金	1,246	873.19	(1.24)	(35.97)	(103.29)
资本支出	264.17	281.78	297.41	332.14	399.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,510	1,155	296.17	296.17	296.17
筹资活动现金	(1,416)	(1,105)	(177.82)	(154.12)	(157.42)
短期借款	4.50	3.85	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.62)	(1.05)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,420)	(1,108)	(177.82)	(154.12)	(157.42)
现金净增加额	34.16	(54.86)	99.52	106.57	98.67

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,234	22,116	22,642	23,502	24,501
营业成本	17,179	18,466	18,909	19,584	20,370
营业税金及附加	88.24	71.30	72.99	75.77	78.99
营业费用	724.49	717.40	731.75	753.70	783.85
管理费用	648.68	714.34	728.63	750.49	780.51
财务费用	(266.19)	(228.57)	(226.71)	(224.30)	(221.00)
资产减值损失	0.49	(6.70)	86.70	106.70	106.70
公允价值变动收益	(9.12)	24.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	307.40	300.23	300.23	300.23	300.23
营业利润	2,353	1,878	1,923	2,012	2,125
营业外收入	74.06	39.90	39.90	39.90	39.90
营业外支出	1.09	0.63	0.63	0.63	0.63
利润总额	2,426	1,917	1,963	2,051	2,164
所得税	290.22	189.17	193.65	202.39	213.51
净利润	2,136	1,728	1,769	1,849	1,950
少数股东损益	867.23	648.52	663.88	693.83	731.97
归属母公司净利润	1,268	1,080	1,105	1,155	1,218
EBITDA	2,259	1,778	1,816	1,941	2,094
EPS (元, 基本)	1.24	1.06	1.08	1.13	1.19

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	9.05	4.16	2.38	3.80	4.25
营业利润	(10.39)	(20.19)	2.42	4.60	5.60
归属母公司净利润	(8.76)	(14.90)	2.37	4.51	5.50
获利能力 (%)					
毛利率	19.10	16.50	16.49	16.67	16.86
净利率	5.97	4.88	4.88	4.91	4.97
ROE	16.27	12.64	11.75	11.18	10.77
ROIC	(37.79)	(39.17)	(48.47)	(66.02)	(104.03)
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.00	60.01	58.64	55.67	54.48
净负债比率 (%)	(97.91)	(87.93)	(80.65)	(74.12)	(68.23)
流动比率	1.41	1.43	1.47	1.56	1.60
速动比率	0.85	0.80	0.86	0.90	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.65	0.64	0.64	0.64
应收账款周转率	6.31	6.07	6.00	5.90	5.80
应付账款周转率	6.54	5.98	5.80	5.60	5.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.06	1.08	1.13	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.28	0.27	0.29	0.35
每股净资产(最新摊薄)	10.56	11.12	11.83	12.59	13.41
估值比率					
PE (倍)	13.75	16.15	15.78	15.10	14.31
PB (倍)	1.61	1.53	1.44	1.35	1.27
EV_EBITDA (倍)	3.06	4.34	4.54	4.55	4.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，章诚、关东奇来、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师章诚、关东奇来、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com