

方正证券研究所证券研究报告

上海机电(600835)

公司研究

机械设备行业

公司深度报告

2017.12.10/强烈推荐(首次)

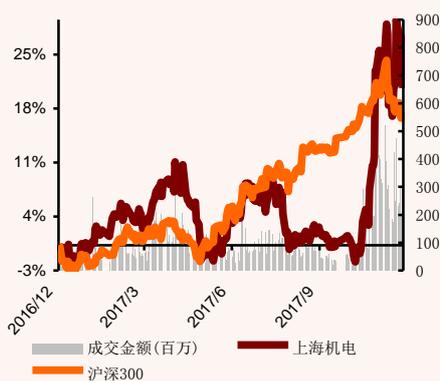
首席分析师 吕娟
 执业证书编号: S1220517020002
 TEL: 021-6838850
 E-mail: lvjuan@foundersc.com

分析师 高鹏
 执业证书编号: S1220517040007
 TEL: 021-6838850
 E-mail: gaopeng@foundersc.com

联系人: 高鹏

TEL: 021-6838850
 E-mail: gaopeng@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《电梯业务持续好转》2014.03.28
 《5.7 亿收购高斯国际物有所值, 印包机械一体化整合完毕》2012.02.10
 《主营增长符合预期, 维持买入评级》2011.10.21

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司有可能成为 A 股智能制造龙头: ①公司与全球排名第一的日本纳博合资从事 RV 减速机业务: 日本纳博生产的 RV 减速机是工业机器人的核心零部件, 占工业机器人本体成本约 35%, 日本纳博全球市场份额 60% 左右。公司与日本纳博的合资公司包括上海纳博 (中方 51% 股权) 和纳博精机 (中方 33% 股权), 分别从事 RV 减速机的销售和生业务。上海纳博预计 2017 年净利润 2000 万元左右; 纳博精机预计 2017 年产量 7 万台左右, 产能 10 万台, 预计盈利 1200 万元左右, 预计 2018 年年底产能将达 20 万台。②控股股东与工业机器人“四大家族”之一的日本发那科合资从事机器人本体销售和系统集成业务: 日本发那科是全球工业机器人“四大家族”之一, 是全球唯一一家用机器人生产机器人的企业。公司控股股东上海电气 (601727.SH) 与日本发那科的合资公司上海发那科, 在中国市场从事机器人本体销售和系统集成业务, 受益中国 3C、汽车等市场需求的快速增长, 预计 2017 年净利润有望超 10 亿, 2012-2017 年净利润年均复合增长 30%。③上海电气 (集团) 总公司 (下文简称“集团”) 国企改革有可能加速。首先, 集团 2017 年 8 月终止转让旗下上市公司海立股份 600619.SH 控股权。其次, 集团 9 月发生人事变动——原集团总裁郑建华接任集团董事长。再次, 控股股东上海电气 (601727.SH) 拟通过公司发行不超过 30 亿可交债。我们认为这些都是集团国企改革将要加速的信号。④集团国企改革能否打破机器人资产分布在不同上市平台的局面? 国家持续出台智能制造相关的产业政策, 上海制造业升级大力培育机器人产业, 期待本地企业发挥更大作用。如果集团旗下机器人资产可以整合到同一平台, 将有利于集团在机器人产业中发挥领头角色。我们分析集团旗下 5 家上市公司, 上海机电将是最好的整合平台——上海机电本身有机器人核心零部件业务, 现有电梯主业与工业机器人协同效应相对较强, 体量不大不小容易做增量。

现有电梯业务提供足够的安全边际: ①尽管对 2018 年投资持谨慎态度, 但是受益电梯整机品牌优势以及维保业务快速增长, 公司电梯主业仍能保持平稳增长。②电梯是机械设备中的现金牛业务, 目前公司账面上货币资金 140 亿左右, 市值现金含量超过 60%, 其中母公司货币资金超过 40 亿。

投资评级与估值: 预计公司 2017-19 年净利润分别为 14.01、15.08、16.23 亿元, 对应 2017-19 年 EPS 分别为 1.37、1.47、1.59 元, 对应 PE 分别为 17、16、15X, 目前市值有足够的安全边际。如果上海发那科注入公司, 则公司是被显著低估的智能制造龙

头。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：国企改革和资产整合的逻辑判断不成立、房地产投资大幅低于预期。

盈利预测：

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18938.55	19154.12	19875.50	20959.44
(+/-)(%)	-1.85	1.14	3.77	5.45
净利润	1449.09	1401.62	1508.15	1623.03
(+/-)(%)	-21.01	-3.28	7.60	7.62
EPS(元)	1.42	1.37	1.47	1.59
P/E	13.78	17.25	16.03	14.90

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	公司有可能成为 A 股智能制造龙头.....	5
1.1	公司与全球排名第一的日本纳博合资从事 RV 减速机业务.....	5
1.2	控股股东与工业机器人“四大家族”之一的日本发那科合资从事工业机器人本体销售和系统集成业务.....	6
1.3	近期集团国企改革呈现出加速的态势.....	8
1.4	集团国企改革能否打破机器人资产分布在不同平台的局面?.....	9
2	现有电梯业务提供足够的安全边际.....	11
2.1	受益电梯品牌和维保优势,公司电梯业务至少能保持平稳增长.....	11
2.2	电梯是“现金牛”业务,公司市值现金含量超过 60%.....	12
3	投资建议.....	13
4	风险因素.....	15

图表目录

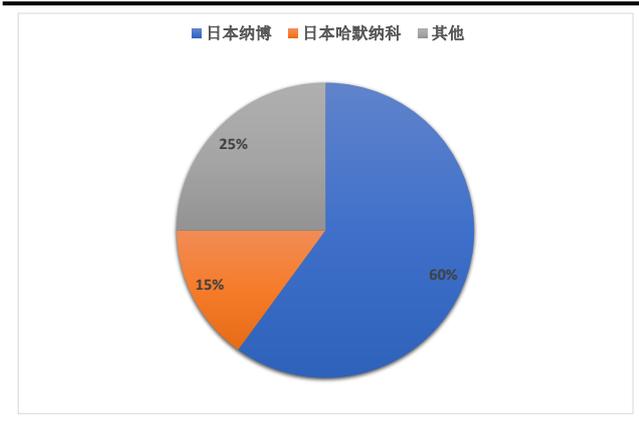
图表 1:	日本占据减速机垄断地位	5
图表 2:	中国本土生产的工业机器人原材料成本构成（以 50KG 机器人为例）	错误!未定义书签。
图表 3:	公司和日本纳博合作成立纳博精机和上海纳博.....	5
图表 4:	上海纳博传动收入快速增长	6
图表 5:	2016 年上海纳博传动净利润 1.62 亿元.....	6
图表 6:	近年日本发那科收入情况	6
图表 7:	近年日本发那科净利润情况	6
图表 8:	日本发那科净利率处于高位	7
图表 9:	日本发那科毛利率处于高位	7
图表 10:	上海电气和日本发那科合资成立上海发那科.....	7
图表 11:	2008-2012 年上海发那科收入利润情况	7
图表 12:	2017H1 上海发那科收入位居行业前列.....	7
图表 13:	2017H1 上海发那科净利润位居行业前列.....	8
图表 14:	2017H1 上海发那科净利率位居行业前列.....	8
图表 15:	2017 年机器人产量爆发式增长.....	8
图表 16:	工业机器人“四大家族”占据半壁江山	8
图表 17:	制造强国“三步走”战略.....	9
图表 18:	制造强国相关政策逐步落地	9
图表 19:	上海机器人产业园入驻的企业	10
图表 20:	集团旗下上市公司分布	10
图表 21:	工业机器人产业链构成	11
图表 22:	公司电梯业务布局	11
图表 23:	公司电梯业务贡献的净利润比重情况.....	11
图表 24:	公司电梯业务人均产值远高于同行业.....	12
图表 25:	公司电梯业务近三年收入增速保持平稳.....	12
图表 26:	2016 年公司维保服务占比达到 25%	12
图表 27:	电梯业务提供的充裕的现金流	13
图表 28:	分业务预测（单位：百万元）	14
图表 29:	可比公司估值表	15

1 公司有可能成为 A 股智能制造龙头

1.1 公司与全球排名第一的日本纳博合资从事 RV 减速机业务

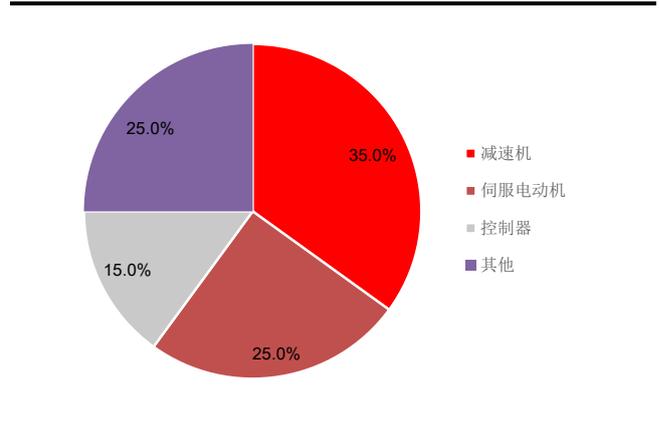
日本纳博生产的 RV 减速机是工业机器人的核心零部件，占工业机器人本体成本约 35%。日本纳博是 RV 减速机市场的领导者，全球市场份额 60%左右。2016 年日本纳博收入约 146 亿元人民币，净利润约 10 亿元人民币。

图表1：日本占据减速机垄断地位



资料来源：搜狐网 方正证券研究所

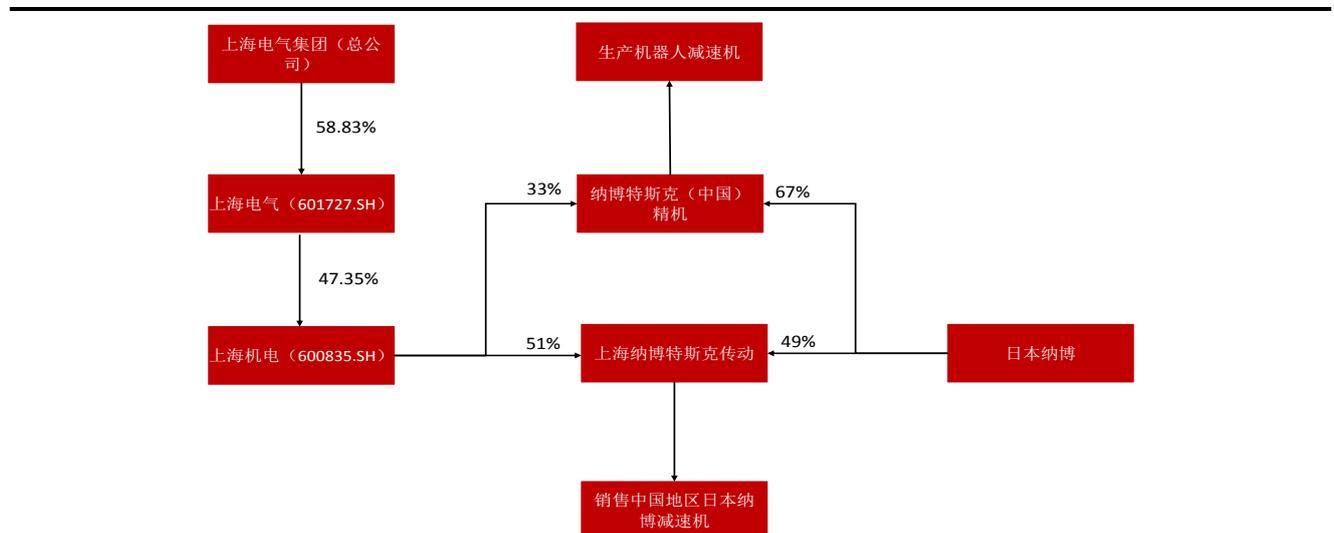
图表2：核心零部件占工业机器人本体的成本



资料来源：腾讯科技 方正证券研究所

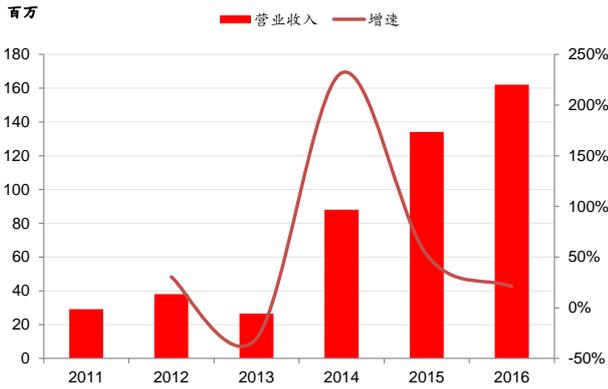
公司与日本纳博的合资公司包括上海纳博（中方 51% 股权）和纳博精机（中方 33% 股权），其中上海纳博负责中国地区范围内日本纳博精密减速机的销售，产品主要供应于多关节工业机器人制造商及工业自动化系统集成应用行业制造商等，上海纳博 2017 年中报上海纳博传动收入 8381 万元，净利润 1315 万元，净利率 15.69%，预计 2017 年全年净利润 2000 万元左右；纳博精机主营业务为生产 RV 减速机，2016 年 5 月开始投产，目前产能 10 万台，预计 2017 年产量 7 万台左右，预计盈利 1200 万元左右，预计 2018 年年底产能将达 20 万台。

图表3：公司和日本纳博合作成立纳博精机和上海纳博



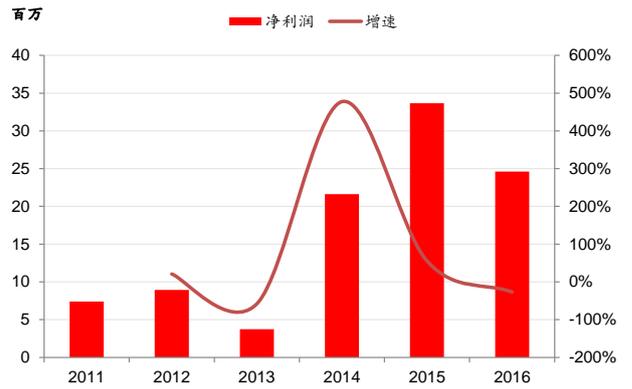
资料来源：公司公告、方正证券研究所整理

图表4：上海纳博传动收入快速增长



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表5：2016年上海纳博传动净利润1.62亿元

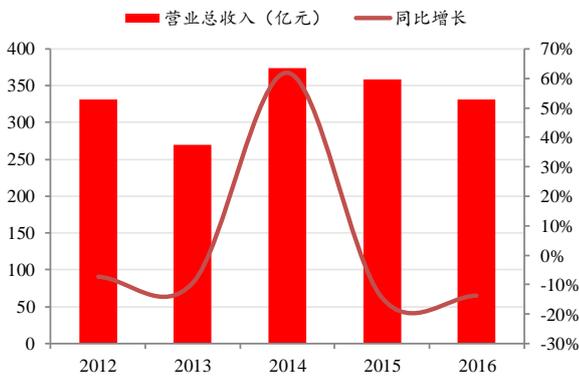


资料来源：公司公告、方正证券研究所

1.2 控股股东与工业机器人“四大家族”之一的日本发那科合资从事工业机器人本体销售和系统集成业务

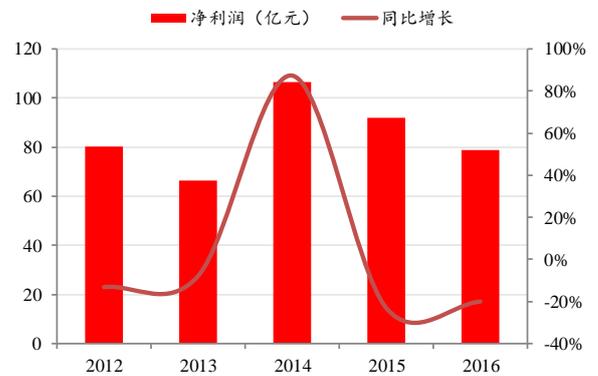
日本发那科是全球工业机器人“四大家族”之一，是全球唯一一家用机器人生产机器人的企业。日本发那科本部位于富士山下，其中24个工厂中的22个都分布在这里，其无人智能工厂已实现机器人生产机器人，发那科所有的产品都是在日本生产，然后运输到全世界进行销售。日本发那科2016年度收入331.65亿元人民币，净利润78.87亿元人民币，净利率23.77%，在工业机器人“四大家族”中处于龙头地位。

图表6：近年日本发那科收入情况



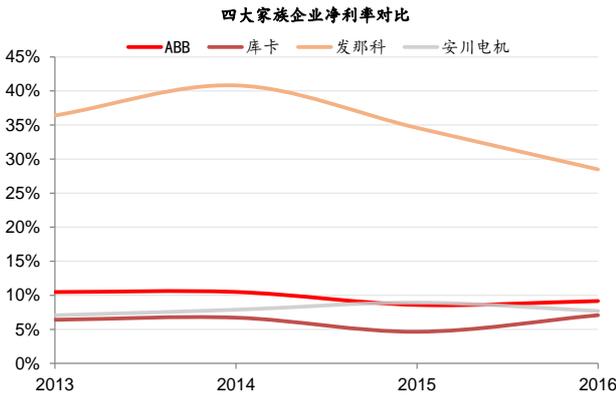
资料来源：wind，方正证券研究所

图表7：近年日本发那科净利润情况



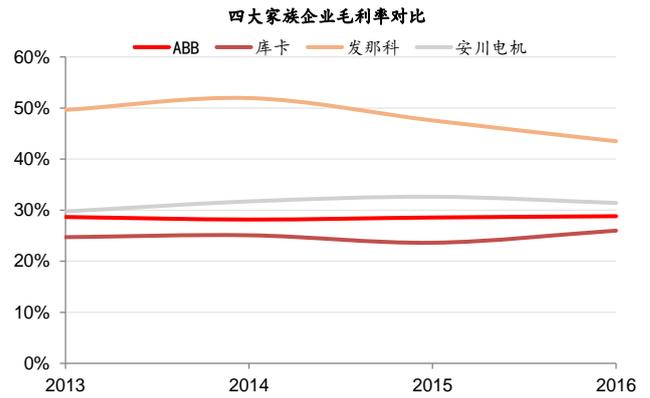
资料来源：wind，方正证券研究所

图表8: 日本发那科净利率处于高位



资料来源: wind, 方正证券研究所

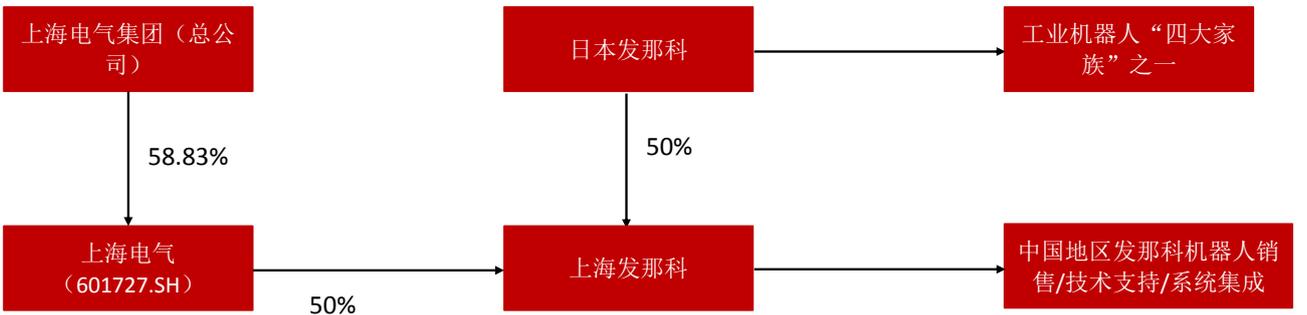
图表9: 日本发那科毛利率处于高位



资料来源: wind, 方正证券研究所

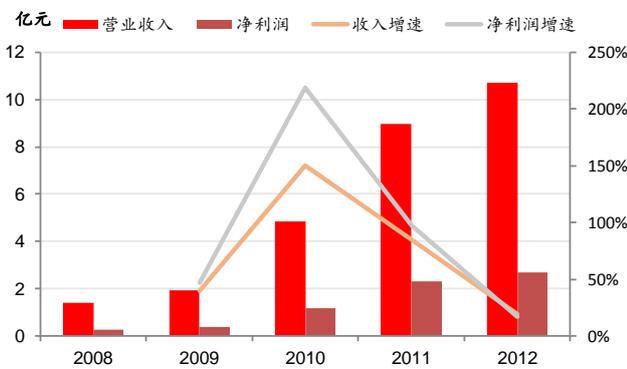
公司控股股东上海电气(601727.SH)与日本发那科的合资公司上海发那科, 双方各持股 50%, 在中国市场从事机器人本体销售和系统集成业务, 2017 年上半年, 上海发那科实现收入、净利润规模分别为 14.49、4.21 亿元, 净利率 29%, 预计 2017 年净利润有望超 10 亿, 预计 2012-2017 年净利润年均复合增长 30%。

图表10: 上海电气和日本发那科合资成立上海发那科



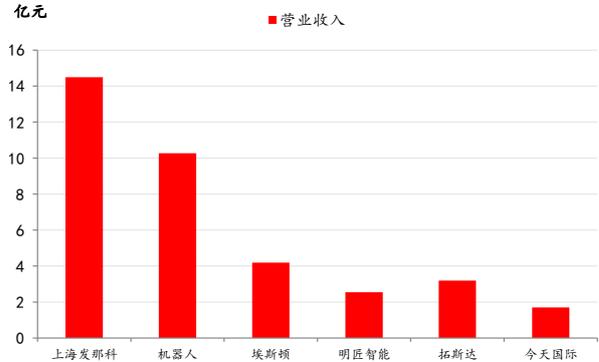
资料来源: 上海电气公告 方正证券研究所整理

图表11: 2008-2012 年上海发那科收入利润情况



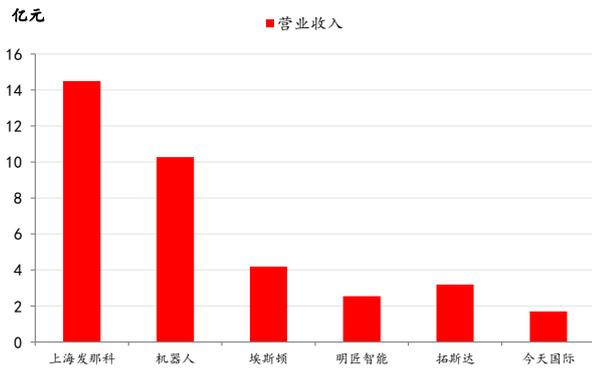
资料来源: 上海电气公告 方正证券研究所

图表12: 2017H1 上海发那科收入位居行业前列



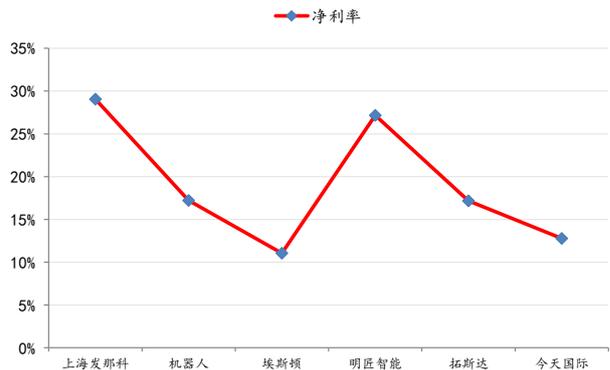
资料来源: 上海电气公告 方正证券研究所

图表13: 2017H1 上海发那科净利润位居行业前列



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表14: 2017H1 上海发那科净利率位居行业前列



资料来源: wind, 方正证券研究所

根据国家统计局的数据, 2017年1~10月份机器人产量为89725台, 同比增长80%。工业机器人销量最火爆的类型是负载<20KG和165<负载<210KG的机器人, 主要用于3C和汽车行业, 小负载的工业机器人主要用于3C行业的抛光打磨、上下料、焊接等环节; 大负载的工业机器人主要用于汽车行业的搬运、堆垛等环节。

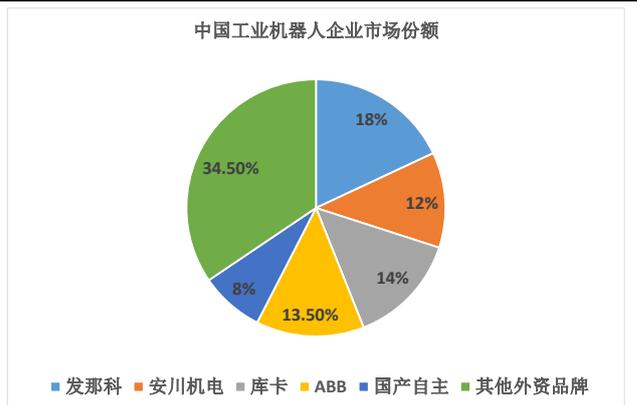
国内机器人市场高速增长, 但是国产自主品牌机器人市场占比不足10%, 工业机器人本体年出货量超过2000台的国产品牌凤毛麟角, 主要是其国产品牌工业机器人稳定性和精密性仍有待市场检验。以日本发那科为首的工业机器人“四大家族”占据中国约60%的市场份额, 成为中国工业机器人行业高速增长的最大赢家。根据草根调研的结果, 2017年发那科工业机器人出货量有望达到17000台, 目前处于供不应求, 订单已经排到了2018年年中。

图表15: 2017年机器人产量爆发式增长



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表16: 工业机器人“四大家族”占据半壁江山



资料来源: 腾讯科技, 方正证券研究所

1.3 近期集团国企改革呈现出加速的态势

我们注意到以下三件事, 我们认为这些都是国企改革将要加速的信号:

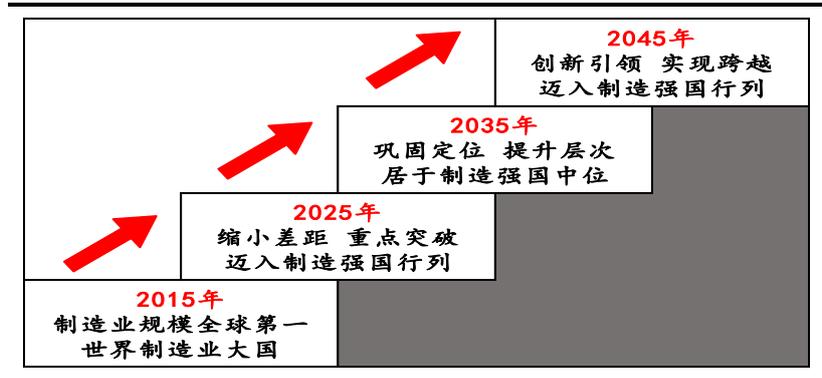
①集团终止海立股份股权转让。2017年8月集团终止转让旗下上市公司海立股份600619.SH控股股权, 之前集团拟以公开征集受让方方式协议转让持有的海立股份1.75亿股。

- ②集团人事变动，郑建华接任董事长。2017年9月，原集团总裁郑建华接任集团董事长。
- ③集团拟发行不超过30亿可交债。2017年11月，公司接到控股股东上海电气601727.SH通知，拟以所持公司部分A股股票及其孳息（包括资本公积转增股本、送股、分红、派息等）发行不超过30亿元可交债，可交债发行期限不超过6年。

1.4 集团国企改革能否打破机器人资产分布在不同平台的局面？

根据前文 1.1 和 1.2 的阐述，目前集团旗下机器人资产分布在公司和上海电气（601727.SH）两个平台，前者从事机器人核心零部件业务，后者从事本体与系统集成业务。这几年国家频繁加码出台智能制造政策，上海制造业升级大力培育机器人产业，期待本地企业发挥更大作用。如果集团旗下机器人资产可以整合到同一平台，将有利于集团在机器人产业中发挥领头角色。

图表17： 制造强国“三步走”战略



资料来源：新浪网 方正证券研究所

图表18： 制造强国相关政策逐步落地

时间	主要内容	来源
2015/3/5	李克强在全国两会上作《政府工作报告》时首次提出“中国制造2025”计划。	政府工作报告
2015/5/19	通过“三步走”实现制造强国的战略目标：第一步，到2025年迈入制造强国行列；第二步，到2035年中国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平；第三步，到新中国成立一百年时，综合实力进入世界制造强国前列。文件明确了9项战略任务和重点，提出了8个方面的战略支撑和保障	中国制造2025
2015/11/10	习近平总书记提出了“供给侧结构性改革”概念：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。”	中央财经领导小组第十一次会议
2016/1/18	习近平强调，推进供给侧改革，“不能因为包袱重而等待、困难多而不作为、有风险而躲避、有阵痛而不前”。	省部级主要领导干部研讨班
2016/2/4	今后一个时期化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展	关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见
2016/3/17	“十三五”规划纲要正式公布。在第五篇“优化现代产业体系”里，“供给侧结构性改革”与“中国制造2025”被一并提及。供给侧改革加快升级步伐“中国制造2025”进入攻坚期。	“十三五”规划纲要
2017/5/22	李克强提出，确定推进《中国制造2025》深入实施，促进制造业转型升级，以高端装备、短板装备和智能装备切入点，加快突破传感器、工业软件、工业系统等瓶颈制约，鼓励企业跨界合作，发展网络化协同研发制造、大规模个性化定制、服务型制造等新模式	国务院常务会议
2017/10/18	提出“加快建设制造强国，加快发展先进制造业”，以大数据、人工智能等战略性新兴产业为主体的先进制造业将是未来实体经济崛起的主要动力。	十九大

资料来源：新浪网 方正证券研究所整理

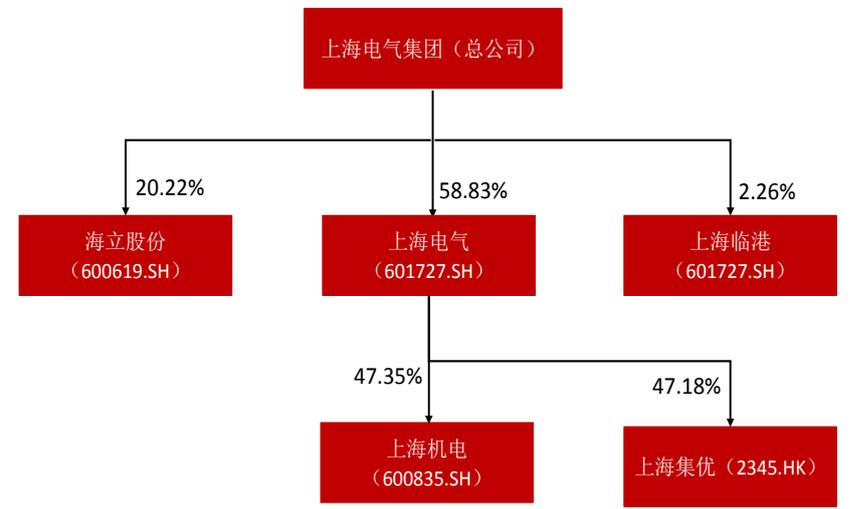
图表19： 上海机器人产业园入驻的企业

企业名称	企业信息	主要产品
上海发那科机器人有限公司	合资	机器人系统集成
德欧机械(上海)有限公司	外商独资	水射流切割,水射流清洗以及铣削切割等机器人系统集成设备
上海东鑫自动化设备有限公司	国内合资	直角坐标机器人、冲床搬运机器人、码垛机器人、涂胶机器人、助理机械手等
上海宝滨机器人自动化科技有限公司	国内合资	直角坐标机器人、台式机器人、水平多关节机器人、洁净型机器人、精密定位检测机器人、精密点胶机器人、发动机涂胶机器人、喷涂机器人和智能机器人等高科技产品
上海复旦智能监控成套设备有限公司	国内合资	智能监控、社会公共安全、光纤通信、传感测试领域的技术开发、技术转让、技术咨询及技术服务;安全防范设备、智能化设备、仪器仪表、机电设备的销售和安装服务
上海鑫燕隆汽车装备制造有限公司	合资	工程管理、研发设计、加工制造、装配集成、安装调试及售后服务
上海东方泵业有限公司	民营	泵类及其配套产品的研发、制造、销售
上海法维莱交通车辆设备有限公司	合资	加热设备、通风设备、空调设备和车门系统、电源设备,电气部件和软件控制系统等
上海航空发动机制造股份有限公司	股份有限公司	汽车冲压零件及焊接零部件总成件
上海爱尔泰电动机械有限公司	合资	汽车及零部件自动化设备、全自动高性能压力传感器设备、工业机器人应用生产线

资料来源：上海机器人产业园官网，方正证券研究所

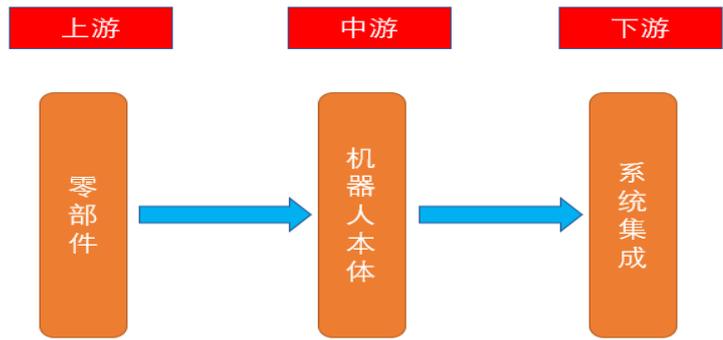
我们分析集团旗下5家上市公司，上海机电将是最好的整合平台。集团旗下有上海电气、上海机电、上海集优、海立股份和上海临港这5家上市公司。其中集团只是参股上海临港，在海立股份控股比例较少只有20%，而上海集优是港股公司，上海电气主业电站设备与上海发那科的机器人系统集成业务基本没有协同效应，而且相比上海电气主业上海发那科体量太小，只有上海机电现有电梯与RV减速机业务既与机器人业务有协同效应，并且如果上海发那科注入业绩增厚比较明显，有利于为整个集团创造增量。

图表20： 集团旗下上市公司分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表21： 工业机器人产业链构成



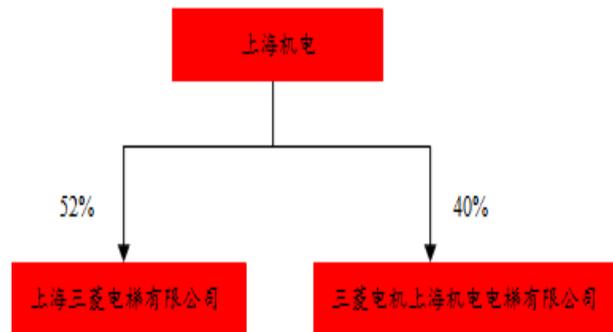
资料来源：方正证券研究所

2 现有电梯业务提供足够的安全边际

2.1 受益电梯品牌和维保优势，公司电梯业务至少能保持平稳增长

公司电梯业务分布在与日本三菱的两个合资公司里，其中上海三菱公司持股 52%，三菱电机公司参股 40%，是公司目前业绩的主要来源。

图表22： 公司电梯业务布局



资料来源：Wind 方正证券研究所

图表23： 公司电梯业务贡献的净利润比重情况

		2012	2013	2014	2015	2016
上海三菱（52%股权）	净利润（百万元）	1268.87	1874.00	1954.03	1972.23	1980.55
	贡献的权益净利润（百万元）	659.81	974.48	1016.09	1025.56	1029.89
三菱电机（40%股权）	净利润（百万元）	97.50	141.68	156.82	113.00	120.25
	贡献的权益净利润（百万元）	39.00	56.67	62.73	45.20	48.10
上海机电	归属母公司净利润（百万元）	703.49	943.83	857.88	1834.57	1449.09
电梯业绩贡献净利润/公司净利润		99.34%	109.25%	125.75%	58.37%	74.39%

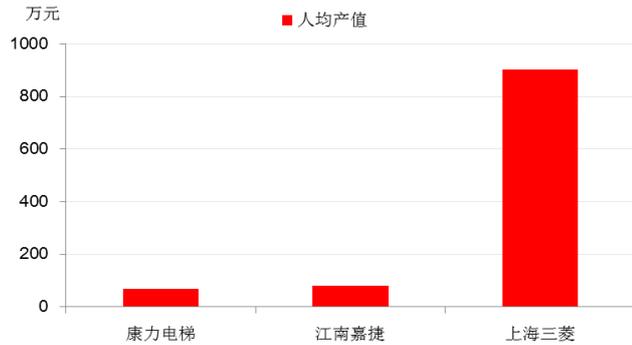
资料来源：Wind 方正证券研究所

相比其他电梯企业，公司电梯业务人均产值很高，体现管理高效。近

研究源于数据 11 研究创造价值

几年行业受经济影响出现波动的时候,公司凭借品牌优势还能保持相对平稳的增长。同时公司在维保场布局最完善,目前维保服务收入占公司总收入比重达到25%以上。展望未来,一方面,公司电梯品牌优势明显,份额有望受地产商行业集中度提升而有所提升,另一方面,公司维保收入占比上升,也有利于公司电梯业务总体至少保持平稳增长。

图表24: 公司电梯业务人均产值远高于同行业



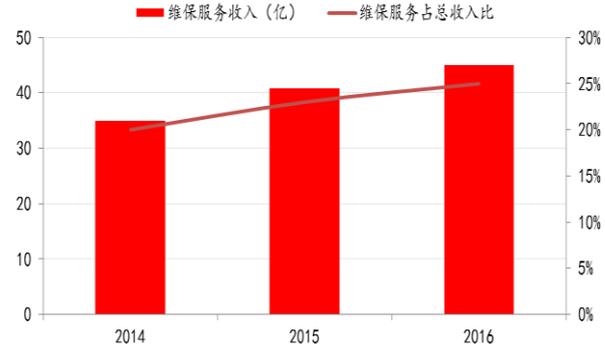
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表25: 公司电梯业务近三年收入增速保持平稳



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表26: 2016年公司维保服务占比达到25%



资料来源: wind, 方正证券研究所

2.2 电梯是“现金牛”业务,公司市值现金含量超过60%

电梯虽然是传统业务,但是“现金牛”,为公司业务拓展提供基础。从2012年至今,公司账面货币资金都稳定在100亿元以上,2017年前三季度占公司收入比重达到80%以上。目前公司账面上货币资金140亿左右,市值现金含量超过60%,其中母公司货币资金超过40亿。

图表27： 电梯业务提供的充裕的现金流

	2012	2013	2014	2015	2016	2017前三季度
营业总收入(亿元)	177.4	199.1	207.8	193.0	189.4	146.9
货币资金(亿元)	139.0	139.4	127.8	121.2	111.9	118.6
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	31.2	17.6	20.1	13.4	20.0	14.1
期末现金及现金等价物余额(亿元)	112.9	106.3	115.7	44.6	59.1	64.6

资料来源：公司公告，方正证券研究所

3 投资建议

预计公司 2017-19 年净利润分别为 14.01、15.08、16.23 亿元，对应 2017-19 年 EPS 分别为 1.37、1.47、1.59 元，对应 PE 分别为 17、16、15X，目前市值有足够的_{安全}边际。如果上海发那科注入公司，则公司是被显著低估的智能制造龙头。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

图表28: 分业务预测(单位:百万元)

报告期	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,778.93	19,295.53	18,938.55	19,154.12	19,875.50	20,959.44
同比增长	4.38%	-7.14%	-1.85%	1.14%	3.77%	5.45%
营业成本	19,153.44	17,749.18	16,870.24	16,904.04	17,461.06	18,337.16
毛利	1,625.50	1,546.36	2,068.31	2,250.08	2,414.44	2,622.29
毛利率(%)	7.82%	8.01%	10.92%	11.75%	12.15%	12.51%
主营业务分项目						
电梯业务						
收入	17,122.60	17,423.56	17,837.48	18,015.85	18,556.33	19,484.15
同比增长	5.51%	1.76%	2.38%	1.00%	3.00%	5.00%
成本	13,170.35	13,499.45	13,854.10	14,219.91	14,646.51	15,378.84
毛利	3,952.25	3,924.11	3,983.38	3,795.94	3,909.82	4,105.31
毛利率(%)	23.08%	22.52%	22.33%	21.07%	21.07%	21.07%
印刷包装业务						
收入	2,378.36	746.49	160.79	192.95	192.95	192.95
同比增长	5.53%	-68.61%	-78.46%	20.00%	0.00%	0.00%
成本	1,945.88	647.09	136.55	164.01	164.01	164.01
毛利	432.48	99.41	24.24	28.94	28.94	28.94
毛利率(%)	18.18%	13.32%	15.07%	15.00%	15.00%	15.00%
焊材业务						
收入	192.27	158.16	165.23	201.58	201.58	201.58
同比增长	-8.00%	-17.74%	4.47%	22.00%	0.00%	0.00%
成本	169.12	138.13	144.73	179.39	179.39	179.39
毛利	23.15	20.03	20.50	22.19	22.19	22.19
毛利率(%)	12.04%	12.67%	12.41%	11.01%	11.01%	11.01%
液压机器业务						
收入	520.87	398.50	140.48	112.38	123.62	135.98
同比增长	-28.59%	-23.49%	-64.75%	-20.00%	10.00%	10.00%
成本	494.60	378.89	130.09	104.07	114.47	125.92
毛利	26.27	19.61	10.39	8.32	9.15	10.06
毛利率(%)	5.04%	4.92%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%
能源工程业务						
收入	201.57	204.06	208.23	212.39	254.87	293.10
同比增长	49.89%	1.24%	2.04%	2.00%	20.00%	15.00%
成本	186.72	187.27	191.72	195.40	234.48	269.66
毛利	14.85	16.79	16.51	16.99	20.39	23.45
毛利率(%)	7.37%	8.23%	7.93%	8.00%	8.00%	8.00%
其他主营业务						
收入	87.97	134.08	181.51	173.89	300.82	406.11
同比增长		52.43%	35.37%	-4.20%	73.00%	35.00%
成本	48.68	74.42	115.81	140.85	243.67	328.95
毛利	39.29	59.67	65.70	33.04	57.16	77.16
毛利率(%)	44.66%	44.50%	36.20%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务						
收入	275.29	230.68	244.83	245.07	245.32	245.57
同比增长	-15.31%	-16.21%	6.13%	0.10%	0.10%	0.10%
成本	226.78	192.63	207.97	213.22	213.43	213.64
毛利	48.51	38.05	36.86	31.86	31.89	31.92
毛利率(%)	17.62%	16.49%	60.82%	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表29：可比公司估值表

公司	代码	市盈率		
		2017E	2018E	2019E
埃斯顿	002747.SZ	87	63	46
机器人	300024.SZ	63	51	45
黄河旋风	600172.SH	29	22	17
今天国际	300532.SZ	35	25	19
新时达	002527.SZ	32	26	23
平均值		52	49	38
上海机电	600835.SH	17	16	15

资料来源：wind 资讯，方正证券研究所

4 风险因素

国企改革和资产整合的逻辑判断不成立、房地产投资大幅低于预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	26797.70	29494.89	32956.34	37020.75	营业总收入	18938.55	19154.12	19875.50	20959.44
现金	13939.12	15618.65	18831.86	22486.36	营业成本	14780.97	15218.48	15811.40	16660.40
应收账款	2783.40	3424.13	3199.14	2942.94	营业税金及附加	148.29	134.08	139.13	146.72
其它应收款	207.08	225.65	234.15	246.92	营业费用	689.78	708.70	695.64	733.58
预付账款	2681.16	2754.54	2861.86	3015.53	管理费用	1348.47	1225.86	1212.41	1257.57
存货	7387.99	7630.09	7927.36	8353.02	财务费用	-283.50	-382.07	-428.26	-516.62
其他	-201.04	-158.18	-98.03	-24.03	资产减值损失	186.23	-46.51	-45.00	-51.24
非流动资产	4943.34	4725.03	4431.68	4141.43	公允价值变动收益	0.00	-60.00	-60.00	-60.00
长期投资	2476.01	2566.01	2566.01	2566.01	投资净收益	564.83	300.00	333.00	360.00
固定资产	1826.31	1546.75	1269.79	995.43	营业利润	2633.14	2535.58	2763.18	3029.04
无形资产	438.36	409.61	393.22	377.32	营业外收入	139.65	3.00	3.00	3.00
其他	202.66	202.66	202.66	202.66	营业外支出	15.06	4.00	4.00	4.00
资产总计	31741.04	34219.92	37388.02	41162.17	利润总额	2757.73	2534.58	2762.18	3028.04
流动负债	19748.51	20007.09	20755.52	21877.11	所得税	344.12	314.29	342.51	375.48
短期借款	29.50	29.50	29.50	29.50	净利润	2413.61	2220.29	2419.67	2652.56
应付账款	1792.88	1834.56	1906.03	2008.38	少数股东损益	964.52	818.67	911.52	1029.53
其他	17926.12	18143.03	18819.99	19839.23	归属母公司净利润	1449.09	1401.62	1508.15	1623.03
非流动负债	402.07	402.07	402.07	402.07	EBITDA	2191.96	2088.45	2235.27	2376.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.42	1.37	1.47	1.59
其他	402.07	402.07	402.07	402.07					
负债合计	20150.58	20409.16	21157.60	22279.18	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	2375.88	3194.55	4106.07	5135.60	成长能力				
股本	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74	营业收入	-0.02	0.01	0.04	0.05
资本公积	2040.37	2040.37	2040.37	2040.37	营业利润	-0.02	-0.04	0.09	0.10
留存收益	6027.28	7428.91	8937.06	10560.09	归属母公司净利润	-0.21	-0.03	0.08	0.08
归属母公司股东权益	9214.58	10616.21	12124.36	13747.39	获利能力				
负债和股东权益	31741.04	34219.92	37388.02	41162.17	毛利率	0.22	0.21	0.20	0.21
					净利率	0.08	0.07	0.08	0.08
					ROE	0.16	0.13	0.12	0.12
					ROIC	-0.36	-0.38	-0.35	-0.31
					偿债能力				
					资产负债率	0.63	0.60	0.57	0.54
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.36	1.47	1.59	1.69
					速动比率	0.98	1.09	1.21	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.58	0.56	0.53
					应收账款周转率	9.41	8.00	7.50	8.53
					应付账款周转率	11.12	10.56	10.63	10.71
					每股指标(元)				
					每股收益	1.42	1.37	1.47	1.59
					每股经营现金	1.96	1.41	2.80	3.21
					每股净资产	9.01	10.38	11.85	13.44
					估值比率				
					P/E	13.78	17.25	16.03	14.90
					P/B	2.17	2.28	1.99	1.76
					EV/EBITDA	2.76	4.43	2.70	1.00

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com