

电梯业务稳健，期待高斯国际整合

——上海机电（600835）调研快报

2012 年 4 月 09 日

推荐/首次

上海机电

调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001				
联系人：史成波	shicb@dxzq.net.cn	010-6655 4022	韩庆	hanq@dxzq.net.cn	01066554026

事件：

近期我实地调研了上海机电，并与公司高管就当前行业现状和公司生产经营情况进行了深入探讨。

观点：

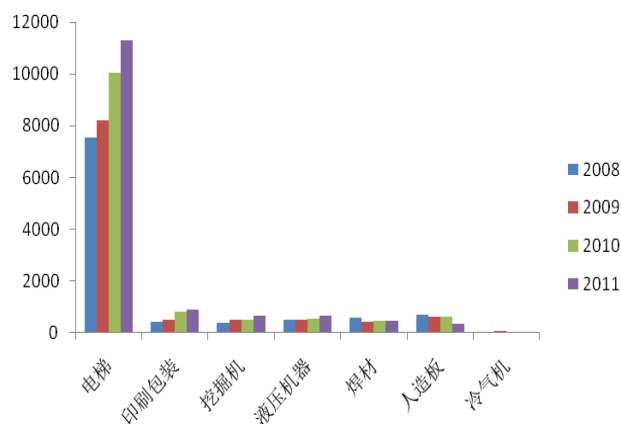
1、发展方向明确，成长稳健。

公司发展方向逐渐清晰，主要以电梯、印包机械和工程机械业务为核心，逐渐退出了人造板、焊接材料等领域。未来电梯业务主要方向是把扶梯车间单独做成一个扶梯工厂，原有车间场地用作配件生产；印包机械主要是整合高斯国际；工程机械主要是跟原有合资方继续合作，加大投入。

公司逐渐退出了人造板、冷气机业务，同时 2011 年公司出售斯米克焊材公司 67%的股权，金泰工程机械 51%的股权也出售给了柳工，上海机电仍持有 46.45%股份。出售金泰工程将增加公司今年合并净利润约人民币 1.2 亿元。

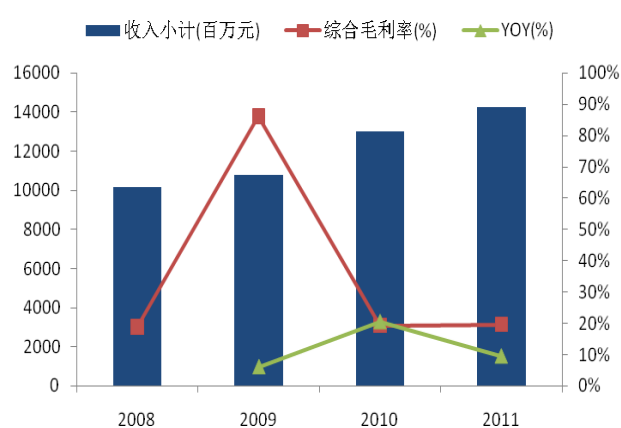
2011 年公司实现的营业收入 145.02 亿元，同比增长 9.37%；实现净利润 7.11 亿元，同比增长 6.87%，发展势头十分稳健。

图 1：公司各项业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司收入与毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、电梯业务确定性强，维保市场爆发仍需积累。

1) 2011 年上海三菱产销电梯超过 4.5 万台，营业收入达到 114.53 亿元。

竞争格局：2011 年全国有 400 多家，年产 100 多台的都算是规模以上，前四家奥蒂斯、上海三菱、广州日立、通力占市场 50%以上份额。公司市场占有率 12-13%，奥蒂斯在全国有 5-6 家厂，总计占 20%左右，广州日立略次于公司。但从全球来看，公司单厂规模第一。

行业增速：2011 年整个电梯市场的增速 20%以上，增量 30 万台以上。我们预计公司 2012 年电梯业务增速在 10%左右，增速要低于行业增速主要因为，公司经营策略是追求毛利较高的产品，主动放弃了低毛利的单子，同时公司经营审慎，稳扎稳打。

产能及目标：我们认为由于生产的柔性，上海三菱电梯的隐含产能可以达到 7 万台，足以能够支撑未来一段时间内的发展。公司目前订单排到 3 季度，今年销量达 5 万台是大概率时间。

产品结构：公司电梯平均单价 20 多万/台；低端电梯占销售额的 20%左右，2011 年扶梯销量 5,000 台，剩下的全是升降梯。

2) 维保服务 2011 年收入 15 亿左右，增速基本上跟营业收入的增速相吻合。

保有量：公司销售出去的电梯 30 万台，1/3 是公司自保养，其他企业可能在 10%。目前公司这块的毛利还没有制造高，主要是规模效应还没有体现出来，未来如果保有量达到 60 万，可能就会体现出来。

电梯的维护成本：电梯运行年限一般 15 年，生命周期里运营服务费用是要高于售价的，一般第一年免费保养，往后每年越来越高。

3、收购高斯，印包业务技术升级。

1) 高斯国际拥有卷筒纸胶印机业务，是全球领先的报刊胶印机企业，产品主要用于报刊印刷，现在新的方向是薄膜、包装纸行业等。

高斯未来的主要是改善财务结构，现在公司接手之后主要是管理层融合。高斯目前主要以报轮、商轮为主；未来发展方向在包装类印刷。

高斯公司在中国有一个主机厂、一个零部件厂（工厂土地 100 亩，值 5 个亿左右，但不体现在报表里），在荷兰有一个配套厂，法国一个厂（人力成本过高关闭），出于成本考虑，未来的规划是想将整个的工厂向国内转移。

公司预计 11 年能做到盈亏平衡，但受市场影响，没有完成。12 年来看的话，行业还在复苏，但还是比较艰难。高斯这块要在 12 年实现 2,000 多万的净利润；11 年亏损几百万美金。

2) 印包机械发展重点是：“重包不重印，在高不在低”，重点发展包装印刷机械和高档产品。

管理架构上，印包集团要管理高斯国际；未来包括美国高斯等生产能力都会放到中国来。

11 年公司下面的包装类企业情况非常好，亚华公司增速很快；主要生产模切烫金机等印后设备（与长荣股份产品类似），全行业烟标、社会产品包装类对印刷设备增速比较快。

4、做大做强工程机械业务。

公司产品主要是工程机械里的地下设备，如液压抓斗、旋挖钻机，公司在国内算先驱。金泰最终跟柳工合作，因为柳工没有这项业务，柳工收购控股后公司还有一定的话语权。柳工的销售渠道对金泰的发展还是有利的，股权短时间内不会有变化了。出售金泰 1.2 亿的收入，非经常性收益放到 1 季度。

液压气动这块本来规模较小，公司未来也会继续投入。公司的产品主要是供应工程机械市场，未来要看工程机械主机厂商的发展情况。

5、对联营合营企业的投资收益稳步增加。

公司参股了多家公司，涉及印刷机械、空调、电动机、发电机等领域，2011 年公司的长期股权投资收益达到了 3.47 亿元，未来公司会继续加强与投资方的合作力度，同时公司年末货币资金超过 80 亿元，参股新的项目的可能性较大，我们预计投资收益对业绩的贡献会越来越大。

表 1：公司长期股权投资收益

	净利润（元）	股权占比	权益法投资收益（元）
--	--------	------	------------

权益法:

合营企业

上海阿耐思特-岩田涂装机械有限公司	3,654,728.60	50.00%	1827364.3
-------------------	--------------	--------	-----------

联营企业

上海人造板机器厂有限公司	17,752,019.53	30.00%	5325605.859
三菱电机上海机电电梯有限公司	59,790,278.98	40.00%	23916111.59
高斯图文印刷系统(中国)有限公司	59,799,792.03	40.00%	23919916.81
开利空调销售服务(上海)有限公司	44,342,572.20	30.00%	13302771.66
上海一冷开利空调设备有限公司	357,825,512.23	30.00%	107347653.7
上海法维莱交通车辆设备有限公司	7,605,757.61	49.00%	3726821.229
上海萨澳液压传动有限公司	115,149,882.93	40.00%	46059953.17
上海纳博特斯克液压有限公司	180,663,447.43	30.00%	54199034.23
上海ABB电机有限公司	36,148,838.56	25.00%	9037209.64
上海马拉松革新电气有限公司	47,683,428.00	45.00%	21457542.6
上海日用-友捷汽车电气有限公司	79,199,371.48	40.00%	31679748.59
长春日用友捷汽车电气有限公司	5,850,950.60	20.00%	1170190.12
江苏纳博特斯克液压有限公司	-1,231,381.52	33.00%	-406355.9016

小计			342563567.6
----	--	--	-------------

成本法: 2011年现金分红(元)

上海电气集团财务有限责任公司	3,937,500.00
----------------	--------------

上海爱姆意机电设备连锁有限公司	112,000.00
-----------------	------------

小计	4,049,500.00
----	--------------

长期股权投资收益	346,613,067.5723
----------	------------------

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

风险提示:

- 1) 高斯国际业务整合的风险。
- 2) 地产调控政策偏紧, 影响到4季度乃至2013年的电梯业务。

结论:

预计公司2012-14年EPS分别为0.75、0.85、0.98元, 对应当前股价PE分别为11.2X、9.9X、8.6X, 按照公司2012年12倍市盈率计算, 公司合理股价9元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	13,259.98	14,502.38	13,866.42	15,113.02	16,829.11
主营收入增长率	20.70%	9.37%	-4.39%	8.99%	11.36%
EBITDA(百万元)	1,239.83	1,332.72	1,311.75	1,382.30	1,499.62
EBITDA 增长率	28.64%	7.49%	-1.57%	5.38%	8.49%
净利润(百万元)	665.72	711.48	766.46	866.64	998.15

净利润增长率	42.94%	6.87%	7.73%	13.07%	15.18%
ROE	12.13%	11.99%	12.43%	13.49%	14.85%
EPS（元）	0.651	0.696	0.749	0.847	0.976
P/E	12.94	12.10	11.24	9.94	8.63
P/B	1.57	1.45	1.40	1.34	1.28
EV/EBITDA	1.51	0.68	(2.90)	(2.98)	(4.19)

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

史成波

工学学士，经济学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。