



电梯业务稳健 看长高斯国际发力

买入 首次

目标价: 11.4 元

投资要点:

- 电梯业务超 15%稳步增长, 维保业务带来后续强大优势
- 印刷机械业务短期整合压力大面临计提, 中长期看好
- 现金充裕, 不排除未来收购可能性

报告摘要:

- **电梯业务超 15%稳步增长, 维保业务带来后续强大优势。**上海三菱为国内龙头, 贡献约占 80%利润, 受益于行业增长及品牌优势, 保守估计未来 2 年超 15%增速。电梯渠道已下沉至全国绝大多数地级市, 网络建设完善。公司市占率 17%, 采取直销模式, 保有量近 45 万台, 自维保比例约 30%, 行业第一, 维保业务占电梯收入 17%, 行业最高。随着公司存量电梯的增长及使用年限增长, 我们看好维保收益带动公司电梯业务后续的优势。
- **印刷机械业务短期整合压力大面临计提, 中长期看好。**高斯国际经过上海电气两年的整合, 已大幅减亏, 13 年公司加快整合重组, 14 年在一次性产能缩减后有望盈亏平衡。集团对高斯有业绩, 但不会体现在损益表而是体现在资本公积中, 反而会摊薄 EPS。长期来看, 高斯全球产能将实现中国转移的目标, 高斯国际将以其行业领导者的品牌, 加上中国相对低廉成本和极大市场规模获得持续发展。
- **现金充裕, 不排除未来收购可能性。**公司规划收购产业必须是装备制造业, 收购高端零部件可能性较大, 电梯每年继续投, 看好未来 5 年发展; 液压继续投, 合资形式建厂; 印包继续国内外同时整合。
- **估值与评级。**公司预收款和存货增速 50%, 具有一定的业绩弹性; 高斯国际整合集团有业绩补偿承诺, 公司业绩大幅波动的可能性较小, 具有一定的安全边际。预测 13、14 和 15 年 EPS0.76、1.01 和 1.16 元, 对应动态 PE10、8 和 7 倍, 首次给予“买入”评级。

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17743.25	20357.30	23589.51	27360.15
增长率 (%)	22.35%	14.73%	15.88%	15.98%
净利润	703.49	777.06	1036.18	1191.02
增长率 (%)	-1.12%	10.46%	33.35%	14.94%
每股收益 (EPS)	0.69	0.76	1.01	1.16

机械研究组

分析师:

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

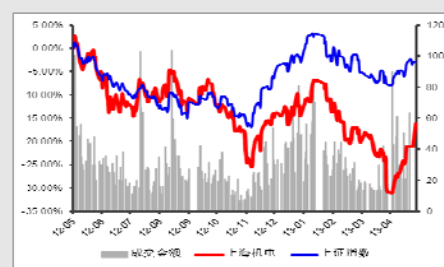
研究助理:

朱颖

电话: 010-67885963

Email: zhuying@hysec.com

市场表现



相关研究

地产转好预期提振 13 年电梯需求

2013.2

战略清晰 就待后续马达发力

2012.10

我们的判断:

电梯业务超 15% 稳步增长，维保业务带来后续强大优势。上海三菱为国内龙头，贡献约占 80% 利润，受益于行业增长及品牌优势，保守估计未来 2 年超 15% 增速。电梯渠道已下沉至全国绝大多数地级市，网络建设完善。公司市占率 17%，采取直销模式，保有量近 45 万台，自维保比例约 30%，行业第一，维保业务占电梯收入 17%，行业最高。随着公司存量电梯的增长及使用年限增长，我们看好维保收益带动公司电梯业务后续的优势。

印刷机械业务短期整合压力大面临计提，中长期看好。高斯国际经过上海电气两年的整合，已大幅减亏，13 年公司加快整合重组，14 年在一次性产能缩减后有望盈亏平衡。集团对高斯有业绩，但不会体现在损益表而是体现在资本公积中，反而会摊薄 EPS。长期来看，高斯全球产能将实现中国转移的目标，高斯国际将以其行业领导者的品牌，加上中国相对低廉成本和极大市场规模获得持续发展。

现金充裕，不排除未来收购可能性。公司规划收购产业必须是装备制造业，收购高端零部件可能性较大，电梯每年继续投，看好未来 5 年发展；液压继续投，合资形式建厂；印包继续国内外同时整合。

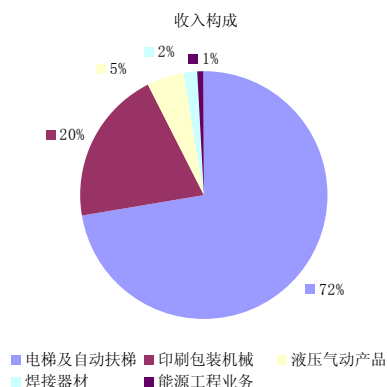
公司预收款和存货增速 50%，具有一定的业绩弹性；高斯国际整合集团有业绩补偿承诺，公司业绩大幅波动的可能性较小，具有一定的安全边际。预测 13、14 和 15 年 EPS0.76、1.01 和 1.16 元，对应动态 PE10、8 和 7 倍，首次给予“买入”评级。

一、公司情况简介:

1、公司产品结构:

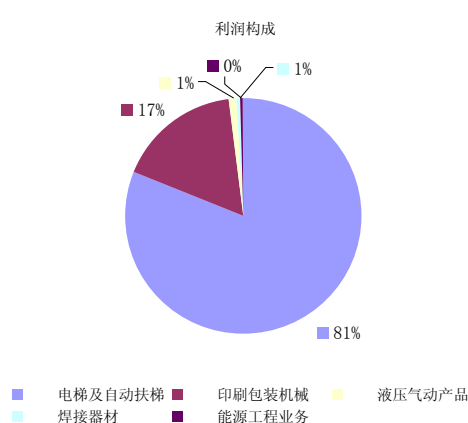
公司是一家机电装备制造企业，主营业务种类较多，涉及电梯制造，冷冻空调设备制造，印刷包装机械制造，焊接器材制造，人造板机械制造，人造板板材制造和工程机械制造七大领域。从 2012 年年报数据来看，电梯业务占收入的 72%，其次是印刷包装机械占 20%，而利润 81% 来自电梯，17% 来自印刷包装机械。

图 1：2012 年上海机电收入构成



资料来源：wind、宏源证券

图 2：2012 年上海机电利润构成

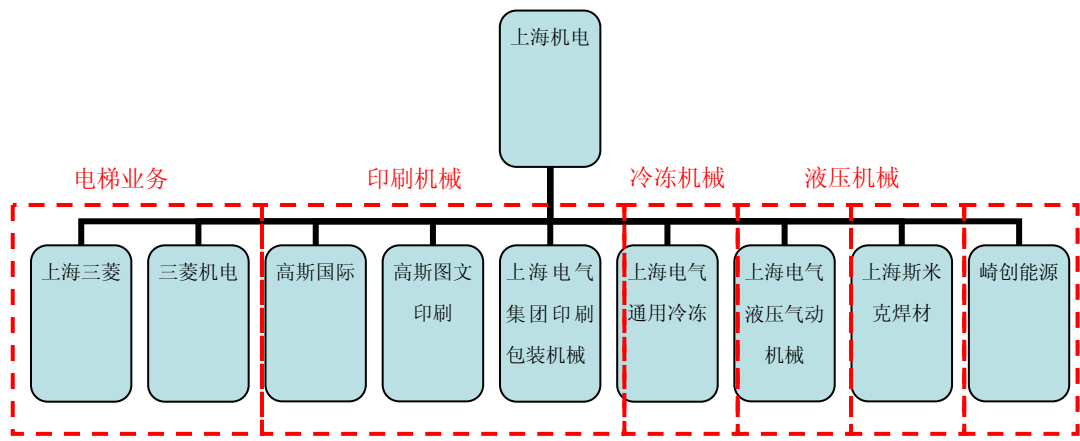


资料来源：wind、宏源证券

公司电梯业务是由 60% 控股的上海三菱和 40% 参股的三菱机电；印刷机械包括 100%

控股的上海电气集团印刷包装机械及 100%控股的高斯图文、100%控股的高斯国际；冷冻机械是由 100%控股的上海电气通用冷冻机械；液压机械是由 100%控股的上海电气液压气动机械；此外还有控股 67%的斯米克焊材和控股 61%的崎创能源工程；而公司人造板业务主要通过参股公司实施。

图 3：上海机电四大业务板块及子公司



资料来源：公司公告、宏源证券

2、公司管理体制：

上海机电的母公司上海电气，最终控制人上海国资委。母公司每年对都有指标考核（收入、净利润、毛利率、应收账款、存货、经营性现金流、ROE）。

公司业务是装备制造业，具有周期性，今年做高，明年压力就大，所以公司力求业绩平稳增长。

二、电梯业务：

1、业务结构占比：

公司旗下有上海三菱和三菱机电两家公司参与电梯制造业务，公司持股分别为 60% 和 40%，而其余股份由外资持有。原本公司和日本三菱电机合资了上海三菱，在 2006 年合资到期后继续谈判中，衍生出了三菱电机。

两者的终端定位有一定差异，上海三菱主要针对大众化的电梯，而三菱机电主要针对特种电梯，高速电梯以及有原装进口需求的客户。三菱电机前身为上海三菱专业生产曳引机的工厂，在 2006 年谈判后编程日方控股的整机厂，主要业务为生产曳引机和高端的使用三菱品牌的电梯整机。三菱电机生产的曳引机主要还是为上海三菱供货，而其生产的高端电梯打日本三菱的原装品牌，主要满足国内一些高端需求（客户认三菱的牌子）。

从收入规模来看，上海三菱 2012 年收入 127.9 亿元，三菱机电收入 21.5 亿元，上海三菱占主要收入和利润贡献。

2、产品结构：

中端产品约占 70%，高端产品约占 10%，低端产品约占 20%。其中，中高端产品毛利率达 21%-22%，低端产品毛利率 15% 以下。

今后公司的策略是要稳住中高端产品，适当拓展低端产品，鉴于“十二五”3600 万套保障房建设，需要的产品多为中低端产品。

高中低端产品的差别主要在装饰和舒适快捷性上。高端产品平稳性好，速度快，内部装饰好，低端产品速度慢，平稳性略差，内部简单装修。但电梯的主要设备和框架都差不多，安全性也一样。总的来说，高端产品比低端产品多出来的是高附加值部分，所以毛利差别达到 6-7 个百分点。

3、电梯行业情况：

公司目前已经基本覆盖全国所有地级以上城市，公司对应市场的行业增长主要来自两方面，一是城镇化，二是旧梯改造。对于二三线城市的城镇化市场，公司主要还是借助知名地产品牌介入的方式，而旧梯改造主要针对使用达到或接近 15 年使用寿命的国内部分电梯。此外公司也提到上海市政府前年让公司和同济大学针对上海老楼加装电梯进行过产品设计，产品方案已经成熟，但目前的问题是上海老楼改造的资金问题，如果最终项目落实并实施，公司肯定是最为受益的。

4、2012 年公司增速：

公司 2012 年电梯业务增速为 12%。与其他电梯相比公司增速低些，部分原因是与确认收入方式有关的。公司目前针对客户采用的是 20-30% 的预收款，发货前缴款 90%，非战略客户不保留质保金。

公司 2012 年销量 5 万台，近年来全国市占率 15%-18%，总销量 2012 年突破 45 万台。

5、2013 公司增速预测：

公司预计 2013 年销量近 6 万台，同比增长 15%-20%。其中，上海三菱增长幅度要求 15% 左右，两位数以上增长。

我们认为从预收账款和在手订单的数据来看，电梯业务净利润同比增长 15%-20% 是容易的。

6、公司竞争优势：

（1）品牌优势。公司目前一台电梯的售价比康力和江南嘉捷等品牌贵大约 10%-20%，而一台电梯 20 万左右的售价在地产开发成本中占比并不太高，一些地产商也会选择其以提升楼盘的高端程度。

（2）议价能力。订货一般在房屋开工后 9-12 个月，交货周期为 3 个月。公司目前针对客户采用的是 20-30% 的预收款，发货前缴款 90%，非战略客户不保留质保金。如果公司降低收款条件就希望能够扩大市场份额。由于预收账款代表议价能力和在手订单情况，我们对上海机电，康力电梯和江南嘉捷三家预收账款做一个比较，也可以看出上海三菱在此的竞争优势。

7、销售模式：

公司以直销为主，全国 60 个区，销售人员共 600 多人，基本覆盖全国主要城市。

规划：未来公司希望下沉销售点到县级市，计划每年新增 5-6 个销售区（也就是 10% 增速）。尤其是华东等经济发达地区，但扩张速度不宜过快，因为销售区内熟练的安装，调试和后期维护保养的工人需要培养，如果扩张快了，有可能后期服务跟不上，出了安全事故，对公司品牌和经营都非常不利。

销售区域：主要销售区域为华东，华北和西南。现在重点拓展西北，在华南地区主要有竞争对手广州日立。

销售队伍：公司除了销售队伍外，还有安装队伍和后期维护队伍，其中安装维护采用公司派驻骨干技术人员，本地招聘临时人员的方法，以来保证安装环节始终掌控在公司手中，因为安装是质量控制最关键的环节之一，必须掌握。本地招聘临时人员有利于降低成本。

8、订单情况：

2-3 年增长问题不大，最多增速多少。

从 4 月在手订单了解，应可满足未来 3-4 个月生产需求，与去年同期相比增速在 15% 以上。从报表的预收和存货数据显示增速应不止 15%-20%。

订单周期：电梯生产周期很短，70 天时间。从接单到交付，一般 5-6 个月。签合同比较早，20-30% 的定金，排产还得全国看房子进度情况。（仓储费也要节省）。

9、市场份额及竞争对手：

公司的市场占有率 16-17%。行业第一。

广州日立：一直在和公司较劲争夺。行业第二。

奥蒂斯：天津奥蒂斯产能 1-2w 台。市占率下滑到行业第三。

通力电梯：增长很快，扩大产能，在昆山建立 3 个整梯 1 个扶梯。

电梯新增市场上竞争力度加大。广日与公司抢单很厉害。其实，适当放宽公司的付款条件，订单量就上来了。

扩张份额措施：相对于二线品牌康力嘉捷等在抢占份额中降价、调低首付等措施，公司受制于国有体制动作较小。集团对其毛利率的考核使得公司在招标中不会进行价格优惠；也没降低首付比例等销售条件，公司对合同的预收要求是最严的，预收款占收入比也是电梯行业中最高。

10、产能：

目前产能 5 万台，今年还要扩产。不少三班倒，产能能满足。

就今年来看，上海三菱生产 45000 台，而三菱电机生产约 6000 台，主要整机业务在

上海三菱。而上海三菱和三菱电机的销售渠道都是共用上海三菱的销售渠道。

产能扩张三菱每年都在投入，全国网点的建设，人员的培训。公司目前占地不到 300 亩，以后扩张到 500 亩，公司投入产出的效率最高。

11、预收款同行业最好：

（1）付款条件严厉。付定金 20-30% 才算合同生效，大公司交付时至少 95% 要付。小公司要 100% 全款。（2）发货时不算确认收入，安装完毕验收确认算确认收入。

2012 年预收账款 57% 增长，收入只增 12%。付款的限制，95% 的还是预收款。不会确认的话，收入不会确认的话，成本就不会结转。今年收入有超预期的可能。预收账款含税，结转收入后才交税。

20 多年三菱电梯累计坏账才 2000 多 w。

新产能投放后，有没有放松预收的政策？看市场竞争的情况，公司这么多年基本没有放松过预收款政策。

不构成直接竞争关系，在整个建房成本里占比还是很低，就 20 多 w，大客户不会省这笔钱。三四线城市，大客户还是会用好品质的电梯。

12、保障房市场：

公司一直在抢占保障房市场。目前售价是 10 多 w 一台。毛利要低点。一二线保障房做的比较多。功能简化一点，品质不下来。没办法统计，不知道电梯用在哪。销售的电梯中其中有 6000-7000 台给保障房（10% 左右）。

13、地产大客户策略：

与房地产公司陆续签订战略合作协议（有些排他性、有些不排除他性）（招标同等情况下，公司具有优先权）。考虑后续的维保服务。通盘考虑。签长期合作伙伴关系。和万达、中海、绿地、碧桂园等核心战略伙伴继续保持密切合作；新开发了远洋、龙湖等战略合作伙伴；与贵州中天、云南俊发等关键客户保持密切合作。

目前房地产公司的趋势是向二三四线城市扩张。老电梯还要更新。90 年代的电梯都需要更换了。还有不节能的电梯替代更新，现在电梯要省电一半。

房地产公司会权衡，要交叉使用品牌的。产品质量上，广日、奥蒂斯主流产品质量上差不多。

当前，扩大战略合作范围，有一定规模一定历史的房地产公司也会考虑合作了。

14、维保业务：

国外成熟电梯企业维保服务占到总收入的 60% 以上，而中国电梯企业占比很低，行业平均不到 10%；维保服务占比持续上升得益于两个方面：首先企业电梯市场保有量要大，可减少维保的单位成本；其次是销售采取直销模式，有利于拓展维保业务。

公司继续加大维保业务的投入。自维保比例近 30%。上海近 16 万台。维保费用差别

很大，商业性楼宇用电梯愿意出高价维保，派2个人常驻维保。住宅区用电梯前1年免费，以后象征性收几百块每年。

目前，公司的维保毛利低于制造。主要原因在于，人员培训，一个人维保10还是30台可能收入差别不是特别大，如果维保数量上升不到一定规模的话，达不到经济批量。一旦电梯保有量上升，公司才在该地区布点，维持成本。公司建立专门的培训大楼，都要取得A类维保资质。人员培训是每年培训，分批培训。公司网点齐全。监控系统预报警，马上通知就近人员到现场。主动服务。以前的电梯没有装，新梯全部都装，老梯要求也会分批装。政策方针是先要跑量，服务也要加强。30-40亿元。

公司2012年维保收入21亿元，占电梯业务收入的17%，远高于行业其他公司，其他公司约为不到10%。

随着公司存量电梯数量的增长以及电梯使用年限的增长，未来这块业务将持续增长，按照国外成熟电梯企业的经验，未来电梯售后收入将占到公司销售收入的60%。

15、毛利率低的原因：

公司2012年毛利率19.43%，与内资上市公司康力电梯（27.41%）、江南嘉捷（24.49%）、博林特（29.06%）相比毛利率低很多。

毛利率低的主要原因是由于国企管理，电梯产品虽然面向中高端，毛利率却不及其他国产上市电梯。

16、成本拆分：

成本费用优势公司最强。每年都在微调，既要保证毛利率。集团要求的毛利不许降，有时还要增加1个点。这个是要考核的。毛利率保持稳定的要求。

原材料方面看：电梯主要材料成本在钢材，曳引机，控制器等方面。公司自己生产框架、轿厢。购买电子元器件生产控制器（因为控制器的技术水平直接决定了电梯的舒适度和效率，公司有专有技术，这是强于很多第二梯队和第三梯队公司的地方）。曳引机由三菱电机供货（这也是公司另一个子公司，但只管生产，不管销售。没有销售人员，没有服务人员）。所以公司对成本的控制有其有利条件。尤其是曳引机这一块优势很大，去年以来稀土价格猛涨，而稀土是曳引机重要的原材料。公司通过自产曳引机，有效的化解了稀土上涨带来的成本压力。稀土在公司产品占比很小，在曳引机里占比。

钢材方面：公司和钢厂关系好，一般都是签订长效合同。规模大，有溢价能力，与钢厂谈判优势，还有配套的企业，长期的合作关系。

人工费用方面：较同业水平略高。因为公司人均产值高，所以人员平均费用高出行业水平。公司员工收入远高于行业平均水平。公司员工1200多人，其中一线员工400人直接参与生产。这样的高个人产值和高薪酬也是多年积累下来的人力资源的价格的反应。公司管理风格近乎日系公司的风格，待遇高，将就人员的稳定性，人才流失很少。一个中层，大区销售经理。总部1700-1800人，没有增加。大部分都是研发人员，销售人员少。20-30w是有的。全国各地分公司的人员待遇不一样。

17、电梯业务规划：

公司对电梯业务的计划一般不是 1-2 年，是 5-8 年中长期规划。一般公司从电梯业务的接单、产能布局来考虑，售后安装维保也需要提前培训。公司一般对电梯业务的计划至少 5 年，属于中长期目标。

小微幅的降价，抢占市场份额。5-8 年的发展规划。不需要从市场融资。

三、印刷机械业务：

1、业务结构：

公司印刷机械业务包括印刷包装机械公司，高斯国际，高斯图文三家公司。其中公司持有包装机械公司 100% 的股权；而高斯国际是公司 2012 年以 5.7 亿元价格从上海电气集团旗下收购资产；高斯图文原是由高斯国际持股 60%，包装机械公司持股 40%，2012 年中公司以 6.3 亿的价格将 60% 的股权从高斯国际手中收购。

2、高斯国际：

业务分类：分为四块，报业印刷机械、广告印刷机械、包装印刷机械和数码印刷机械。

销售收入：高斯最高时销售收入 70 亿人民币，2012 年销售收入 36 亿人民币，萎缩主要由于行业受经济影响及新媒体的替代。

子公司构成及盈利能力：高斯国际在美国有两家工厂，法国有两家工厂，荷兰有一家工厂，在中国是以高斯图文合资的形式设厂。此外，在全球多个区域有销售机构。

美国主要是高端组装研发，欧洲是销售服务，日本是服务机构，主要的生产在中国。美国总部报业受互联网冲击很大，亚太地区小幅增长。荷兰高斯盈利（做配套），给高宝和曼罗兰也做配套。英国高斯盈利但不多。日本少量亏损，一点点。英国、日本工厂已经被关掉。法国那边亏损较多。上海高斯在高斯国际属于中低端生产，但是在国内还是高端的。生产在美国、法国（罢工），调整产能。产能转移。把上海高斯产能要扩大，收缩国外产能，高端产品组装在国外，低端在国内。研发中心还是在海外。

新产品：新开发的 Vpak 设备，在包装印刷和薄膜印刷。轮转机质量和速度都可以保障。技术上瓶颈突破。现在已经开始销售，600-700w 欧元，单台卖出，先适用。

公司产品全球一流，比国内产品至少技术领先 20 年。

3、高斯的两次回购过去：

上海高斯一直与公司合作，效益很好，通过国际投行联系到公司，美国高斯想出售股权。1997 年开始谈，谈的时候价格很贵，几亿美金。要签订协议成交时，金融危机来了，再缓下。2009 年又重新谈，杀价格。金融危机前一年几千万美金。谈的价格是 5000 多 w 美金，公司现增资 4000 多 w 美金，总共近 1 亿美金不到。集团想收购需要整合，冲击还是蛮大的。集团收完后，2 年半时间，2011 年底预期宏观经济会恢复了。当时就装到公司。负资产，溢价 100%，交易所规定要承诺补偿。订单情况不错。装到公司后又欧债危机。欧洲影响很大。下游不赚钱，设备更新很慢，不更新。不如原来预想。

4、收购分析：

高斯国际是上海电气集团 2007 年以 15 亿人民币的价格全资收购，后对高斯采取大规模的全球裁员和产能收缩，2012 年高斯国际的美国管理团队认为公司在经济复苏的背景下，有望实现盈利，因此上海电气集团以 5.7 亿元的价格注入上市公司，并做出 3000 万，13000 万，19000 万的对赌业绩承诺，不达将以现金补偿，补偿总额不超过 5.7 亿元。而 2012 年高斯国际亏损 3 亿元，最终出售 60% 高斯图文股权给上市公司的方式实现报表盈利 3000 万以上，而上海机电以 6.3 亿收购净资产仅 3 亿多元的高斯图文 60% 的股权也引起市场质疑，认为公司通过此举实现盈利对赌。实际是由于高斯图文在上海长风公园附近长风商业区有 100 多亩的厂房用地，近期政府将一次性补偿动迁资金 6.8 亿元，使得公司净资产达 10 亿元，60% 的股权以 6.3 亿价格收购。

2013 年 4 月 9 日，上海机电公告高斯国际法国分公司司法重组，观察期 6 个月，重组的方案可能有两个 1) 彻底关停，2) 继续裁员减产，保留核心资产和团队。目前还不清楚法国公司重组将给高斯国际带来多大损失，但无论影响如何，上海电气集团都将按照承诺现金补偿至 1.3 亿净利润，只是这块补偿无法记入损益表。高斯 2012 年亏损了 1 亿多人民币。上海高斯股权如果在里面，不亏损。

从长期价值角度来看，产能收缩的包袱今年一次性卸掉后，高斯国际 2014 年将有望实现盈利，同时高斯全球产能将实现中国转移的目标，高斯国际将以其行业领导者的品牌，加上中国相对低廉成本和极大市场规模获得持续发展。

从合并报表的角度，高斯国际 2012 年亏损 3 亿元，2013 年目前还无法测算，2014 年预计实现盈亏平衡。高斯 13 年加速整合，会继续影响报表。印刷机械业务受高斯国际的拖累，是压制公司股价的主要因素，2013 年公司加快高斯的整合重组，2014 年在一次性产能缩减后有望盈亏平衡。2013 年高斯仍将亏损，但亏损幅度有所减小。集团对高斯有业绩，但现金补偿不会体现在损益表而是直接计入资本公积中（财政部规定），反而会摊薄 EPS。分几期的，腾房交地，才交款。

5、高斯国际亏损原因：

高斯国际客户主要在欧美，东南亚较少；收入曾经做到 10 亿美金，现在跌到一半，主要是金融危机以及欧美国家互联网冲击，而高斯收入中报纸轮转机械占比达 35%；收入减少一半，但是产能却下降不到 20%，公司早期面临严重亏损。

6、整合战略：

首先继续产能收缩，产能收缩主要集中在海外，中端产品及高端零部件逐渐转移到上海高斯，高端产品还是放在欧美；转移一直在做，公司 2013 年有意要加速整合；其次印刷机械型号整合，高斯之前也是通过兼并收购发展起来的，所以有很多产品及型号，目前正做的是梳理全球型号及产品，使各地区统一起来，这样可以用最少的人，原材料全球统一采购，产品统一制造；第三管理层更换，去年高斯换掉了 CEO，新 CEO 善于整合，比较强势，更换目的就是加速做这件事情；目前进展顺利，2013 年是调整整合年，整合是要花钱的，不整合又挺矛盾的，要长期的发展。

7、高斯国际转型：

高斯轮转印刷技术世界一流，下游提供用于印刷杂志、报纸、商品目录等印刷品的卷筒纸印刷机，质优机及其他印刷应用软件服务。

转型：高斯国际一直向印包机械投入研发，2012 年 4 月新产品下线，技术仍然是轮转印刷包装纸。（目前欧美尤其是中国，大部分使用的是油斑印刷包装），产品已给多家厂商试用，主要是对印刷质量优较高要求的企业。

投入市场需要一个过程，随着包装印刷质量要求越来越高，新市场打开拭目以待。

8、集团的业绩承诺：

上海东洲资产评估公司预测高斯国际 2012、2013 和 2014 年归属母公司净利润分别为 23.62、121.31 和 191.43 百万元。

2012 年高斯国际实质上并没有达到盈利承诺，公司通过非经常性的手段达到的，母公司去年的时候信心还是比较强的，现在觉得完成 2013 年这个目标有难度。

9、上海高斯未来发展：

高斯轮转印刷技术世界一流，下游提供用于印刷杂志、报纸、商品目录等印刷品的卷筒纸印刷机，质优机及其他印刷应用软件服务。主要产品轮转胶印机（商业轮转），报刊轮转机。公司原来和北人股份是三流的。原来印刷机械有 70%是进口的。

上海高斯面向中低端，给小报社印刷。印刷速度和质量只能做窄幅。美国高斯、法国高斯卖给国内很少，主要之前采用的都是德国的 2 家公司。公司提议以后能不能用上海高斯，2012 年人民日报买公司设备，上千万美金。买一台。

报纸短期内不大可能没有，但市场不会大幅度起来，平稳下降的态势。

商业印刷往上涨，书刊杂志的（重点）50%

包装印刷速度增长很快（重点）50%

数码喷墨印刷机（重点）

销售队伍有没有准备？原有的渠道就很全面。

产品结构占比：商业印刷+包装印刷占比 75%，报纸印刷占比 25%。

四、其他业务：

1、液压业务：

公司会加大投入液压业务，公司层面非常看好液压市场，容量大，公司合资参股的两个公司技术一流；但目前公司液压件主要下游是工程机械，2012 年工程机械主机厂经营同比下滑幅度超过 30%，公司作为零部件配套，业绩下滑超过 50%。

未来战略：拓展下游领域；公司目前已经又合资在常州建厂，投资 1 多亿。

液压件的毛利率高的很，报表上的毛利率是子公司的，主要是贸易，不要被误导，参股公司的收益是体现在投资收益里面。

2、焊接业务：

焊接业务公司将逐渐剥离。（1）目前上海焊接已只剩下壳，2013 年剥离掉；（2）斯米克每年还能贡献业绩 500-800 万，且公司占地位置很好，值钱，不着急剥离，对公司没有负面影响。

3、冷冻机械：

公司通过持上海通用冷冻设备 100% 股权进入中央空调领域，过去三年净利润为 1.35、0.78 和 1.35 亿元，这块业务主要与全球中央空调龙头美国开利合资，负责国内的设备生产和售后服务。这块未来会继续投入，和中央空调相关性较大，目前还没起来，但是仍会只发展方向。

五、未来资本运作：

现金：公司 2012 年货币资金 119 亿元，但是 80% 在上海三菱账上，虽然公司控股上海三菱，但这个钱还是不能随使用，日本方面不同意，日本人投资很谨慎。虽然现金可以强用，但是会翻脸的；剩下 30 亿里面有 20 亿是资本金。

资本运作的规划：收购方面，**母公司是有战略规划的。**收购的产业必须是装备制造业，未来收购高端零部件方面的可能性较大，电梯每年继续投，看好未来 5 年；液压继续投入，合资形式建厂；印包继续整合，国内、国外同时整合。

六、公司市值被低估？

公司 $PS=0.5$ ，公司市值被严重低估。2012 年 119 亿现金，70 亿市值。短期内高斯会影响一段阶段。公司会做市值管理，但没股权激励。

七、盈利预测

公司子公司较多，同时层级较为复杂，我们对公司的盈利预测采取子公司合并的方式，并对过去三年的业绩做了回顾。

按照分析，2012 年 7 亿净利润中，电梯业务约 7 亿，冷冻机械 1.35 亿，液压 800 万，其他业务投资收益 8150 万，母公司费用 8800 万，一次性损益 15000 万，印刷业务由于高斯国际与上海机电利润抵消，亏损 3 亿元。意味着在不考虑高斯国际和出售资产带来的一次性收益情况下，其他业务盈利 8.5 亿元，同比增长 18%。

2013 年，在考虑电梯业务增长 15%，其他业务基本持平，假设高斯国际亏损不超过 3 亿，动迁补偿去除新建投资盈余不超过 1.5 亿的情况下，合并净利润 7.8 亿元，EPS 为 0.76 元，同比增长 10%。

2014 年，电梯持续增长 15%，其他业务持平，高斯国际微亏或微利的情况下，合并净利润 10.3 亿元，EPS 为 1.01 元，同比增长 30%。

2015 年，电梯持续增长 15%，其他业务持平，高斯国际微利的情况下，合并净利润 10.3 亿元，EPS 为 1.01 元，同比增长 30%。

附表 1：盈利预测

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17743.25	20357.30	23589.51	27360.15
增长率 (%)	22.35%	14.73%	15.88%	15.98%
归属母公司股东净利润	703.49	777.06	1036.18	1191.02
增长率 (%)	-1.12%	10.46%	33.35%	14.94%
每股收益 (EPS)	0.69	0.76	1.01	1.16
每股经营现金流	3.06	-0.06	4.04	0.32
销售毛利率	19.43%	20.41%	20.28%	20.15%
销售净利率	7.41%	7.13%	8.21%	8.14%
净资产收益率 (ROE)	13.78%	13.21%	14.98%	14.69%
投入资本回报率 (ROIC)	33.69%	93.18%	52.33%	176.67%
市盈率 (P/E)	11	10	8	7
市净率 (P/B)	2	1	1	1

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17743.25	20357.30	23589.51	27360.15
减：营业成本	14295.20	16202.81	18804.62	21848.10
营业税金及附加	151.09	173.35	200.88	232.99
营业费用	858.63	997.51	1167.68	1368.01
管理费用	1482.34	1710.01	1981.52	2298.25
财务费用	-159.52	-302.89	-411.32	-506.52
资产减值损失	53.03	162.00	156.00	124.00
加：投资收益	437.06	240.00	480.00	500.00
公允价值变动损益	0.00	10.00	20.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1499.54	1664.50	2190.14	2525.32
加：其他非经营损益	179.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	1679.14	1664.50	2190.14	2525.32
减：所得税	364.31	212.17	253.52	299.30
净利润	1314.82	1452.32	1936.62	2226.02
减：少数股东损益	611.34	675.27	900.44	1035.00
归属母公司股东净利润	703.49	777.06	1036.18	1191.02

资料来源：宏源证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	11246.43	9606.01	14178.61	15046.13
应收和预付款项	4148.35	2110.07	5145.18	3273.84
存货	4903.55	3051.11	6180.89	4545.29
其他流动资产	2.92	2.92	2.92	2.92
长期股权投资	2131.73	2371.73	2851.73	3351.73
投资性房地产	71.93	61.64	51.35	41.05
固定资产和在建工程	2033.34	1462.33	897.32	364.31
无形资产和开发支出	268.48	260.93	253.39	245.85
其他非流动资产	100.58	81.15	61.71	61.71
资产总计	24907.31	19007.89	29623.10	26932.84
短期借款	433.38	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	13622.03	8166.46	16845.05	11928.77
长期借款	1462.79	0.00	0.00	0.00
其他负债	2258.71	2258.71	2258.71	2258.71
负债合计	17776.91	10425.17	19103.76	14187.48
股本	1022.74	1022.74	1022.74	1022.74
资本公积	1598.03	1598.03	1598.03	1598.03
留存收益	2483.79	3260.85	4297.03	5488.05
归属母公司股东权益	5104.56	5881.62	6917.79	8108.81
少数股东权益	2025.84	2701.10	3601.54	4636.55
股东权益合计	7130.40	8582.72	10519.34	12745.36
负债和股东权益合计	24907.31	19007.89	29623.10	26932.84

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	3124.97	-62.05	4136.37	326.09
投资性现金净流量	-539.09	10.00	20.00	30.00
筹资性现金净流量	611.64	-1588.37	416.23	511.43
现金流量净额	3199.14	-1640.42	4572.60	867.52

作者简介:

朱 颖: 中央财经大学金融专业硕士，南京理工大学机械工程及自动化专业学士，有过 2 年机械制造行业工作经验，2012 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：巨星科技、长荣股份、康力电梯、江南嘉捷、华西能源、海陆重工、时代新材、开山股份等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张 珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵 越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃 汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。