



机器人全产业链 拨云渐明朗

买入 维持

目标价: 29 元

投资要点:

- 14 年新增电梯继续旺, 订单接不完
- 电梯维保长期支撑高增长, 2-3 年维保翻番增长有望
- 全产业链拨云渐明朗, 打造国内最优机器人标的
- 在手现金超 110 亿元, 现金运作可期

报告摘要:

- 14 年新增电梯继续旺, 订单接不完。**13 年电梯销售 7 万台增长 40%, 销售额近 200 亿。近期订单近 20% 增长, 订单接不完, 需挑客户, 公司价格和货款均抓很严。
- 电梯维保长期支撑高增长, 2-3 年维保翻番增长有望。**集团/公司非常看重维保业务, 《特种设备安全法》今年初开始执行, 规模效应公司最先获益, 13 年维保量 15-16w 台, 未来维保 2-3 年速度会加快。维保量会达 30w 台保有量, 实现翻番增长至 60 亿规模。
- 全产业链拨云渐明朗, 打造国内最优机器人标的。**纳博合作剑指减速机中国生产, 集团发那科资产注入符合上海国企改革思路(2013 年销售量 5000 台, 国内市场规模第一)。集团对公司定位是机电一体化平台, 公司和集团均重点要发展机器人业务。
- 在手现金超 110 亿元, 现金运作可期。**寻找方向是与现有产业相关的高端装备制造业。全球范围内找寻。
- 估值与评级。**我们看好公司新增电梯 14 年持续爆发增长, 维保业务将长期支撑高增长。全产业链打造最优机器人标的, 拨云渐明朗。电梯+高斯+机器人+合同能源管理 4 大战略定位明确, 预测 13、14 和 15 年 EPS1.05、1.59 和 1.96 元, 目标价 29 元, 维持“买入”评级。

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17743.25	25072.65	32010.46	39716.11
增长率 (%)	22.35%	41.31%	27.67%	24.07%
净利润	703.49	1075.70	1627.76	2006.02
增长率 (%)	-1.12%	52.91%	51.32%	23.24%
每股收益 (EPS)	0.69	1.05	1.59	1.96

机械研究组

分析师:

赵曦 (S1180511010008)

Email: zhaoxi@hysec.com

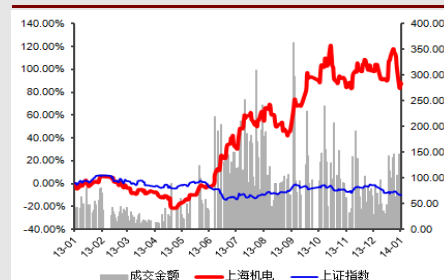
研究助理:

朱颖

电话: 010-67885963

Email: zhuying@hysec.com

市场表现



相关研究

重新认识上海机电

2013.10

H1 经营性净利润实现翻倍增长

2013.8

深度解读机器人减速机国产化之路

2013.8

重新认识上海机电

2013.7

电梯增速 25% 高斯将大幅提升弹性

2013.7

机器人减速机国产化迎来春天

2013.7

国家维保立法加速 最先利好机电

2013.6

3 年再造机电 机器人电梯比翼齐飞

2013.6

我们的判断:

14 年新增电梯继续旺，订单接不完。13 年电梯销售 7 万台增长 40%，销售额近 200 亿。近期订单近 20% 增长，订单接不完，需挑客户，公司价格和货款均抓很严。

电梯维保长期支撑高增长，2-3 年维保翻番增长有望。集团/公司非常看重维保业务，《特种设备安全法》今年初开始执行，规模效应公司最先获益，13 年维保量 15-16w 台，未来维保 2-3 年速度会加快。维保量会达 30w 台保有量，实现翻番增长至 60 亿规模。

全产业链拨云渐明朗，打造国内最优机器人标的。纳博合作剑指减速机中国生产，集团发那科资产注入符合上海国企改革思路（2013 年销售量 5000 台，国内市场规模第一）。集团对公司定位是机电一体化平台，公司和集团均重点要发展机器人业务。

在手现金超 110 亿元，现金运作可期。寻找方向是与现有产业相关的高端装备制造业。全球范围内找寻。

我们看好公司新增电梯 14 年持续爆发增长，维保业务将长期支撑高增长。全产业链打造最优机器人标的，拨云渐明朗。电梯+高斯+机器人+合同能源管理 4 大战略定位明确，预测 13、14 和 15 年 EPS1.05、1.59 和 1.96 元，目标价 29 元，维持“买入”评级。

一、公司情况:

1、B 股问题:

集团 13 年 12 月 24 日公告增持机电 B 股 0.019%，是鉴于看好公司未来业绩增长，电气香港有闲置资金，就开始增持 B 股。

目前，集团持有机电 A 股 47.345%，A 股价高就改增持 B 股，目前合计持有机电 47.364%，离 50% 绝对控股还有一定的距离。目前集团可能还在增持。

进一步增持还没有明确为了解决 B 股。机电 B 股问题，还没有确切的时间表和解决方案。一般要解决的话，也是集团负责。

2、上海国企改革:

集团和公司都认真学习了上海国企改革规则。此次改革力度从规定来看，力度都很大。

2014 年预计会有几家代表性的先推出来。集团上海电气作为先进制造业的代表，具备国际竞争力。有望是首批分享此次国企改革红利的企业。

上市公司受益于国企改革的方向有两个：（1）资产“做大做强”；（2）公司治理结构改善。公司作为集团机电一体化平台唯一上市公司，集团对旗下其他机电类资产的整合也值得重点关注。公司股东层面国有资本管理方式改变，角色将转向资本管理。对管理层进行股权激励等。

二、电梯业务：14 年电梯继续旺，看长维保发力

1、销售及产能情况:

2012 年上海三菱和三菱电机合计销售 5 万台（实际生产 6 万台），2013 年合计销售 7w 台（产能 7.5w 台）。

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。

2、订单情况：

近期订单约 20%增长。2014 年的订单目前接不完。现在接单都在挑客户，主要看预付款 20-30%。电梯价格也不降价。公司在价格和货款方面都抓的很严格。电梯价格目前一般 21w。

4、2013 行业排名及竞争对手：

2013 年市场排名：三菱、通力第一。日立第三。奥蒂斯第四。

竞争格局：没有大的质变，只是梯队里的对手轮换着来。其实，公司市场占有率没有大的提高，略有提高，吃的是第一梯队里下去的竞争对手的份额，如奥蒂斯。

4、生产基地建设：

新生产基地在与现在厂区临近的华宁路东侧，约 117 亩土地，2014 年底建好。

完成后将实现 10 万台电梯整机生产能力。

14、15 年释放多少产能看市场竞争情况。

5、维保：

2013 年维保收入：30 亿元不到。维保量 15-16w 台，一台近 2w 维保价格。

未来趋势：维保这 2-3 年速度会加快。维保量会达到 30w 台保有量。

团队：维保和销售，由销售人员一起做。

集团和公司都非常看重维保业务，5、6 年前就提出了，电梯公司非常看重量的增长，一方面旧梯更新，更新时不需要全部都还用三菱电梯，但绝大部分还是会选用三菱；另一方面，维保的量也很大。20 年后假使新梯没有增长，靠旧梯更新和维保收入盈利都绰绰有余。

目前每年旧梯更新的量很少，占 10%都不到。现在更新的都是 90 年代时的电梯，那时电梯使用量还非常少。近 3-5 年投入市场的电梯未来将是很大的更新量。电梯的消费粘性很大。电梯是终生的服务，稳健的收入。

《特种设备安全法》：2014 年 1 月 1 日执行，维保的量会越来越大。一线城市和二线城市省会城市会更快先行维保，物业费收的高。偏远的小城市物业费也很低。

毛利率：维保毛利率在逐步增高。一线城市维保价格高，都是赚钱的，毛利率超 20%。维保的毛利现在慢慢在提高，整个售后的毛利已经接近整梯的毛利。这是整体，如果区分，一线城市的维保毛利已经超过直梯的毛利，主要是三、四线城市拖累。

维保业务策略：公司继续加大维保业务的投入。自维保比例近 30%（公司目前存量

电梯 45 万台, 其中自维保的数量约 13 万台)。全国保有量 45 万台, 上海地区保有量近 16 万台。售后维保业务具备显著的规模效应。

6、更新改造:

旧梯改造, 这几年公司一直做大量的基础工作, 提前准备未来的更新浪潮。公司在香港已经有改造的样板工程。公司内部有一整套的方案。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。

趋势: 改造需要快速响应, 几天就得弄好。以后会标准化、模块化、柔性化。

三、印刷机械: 重点发展高斯国际, 14 年盈利大概率

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 3 家公司。其中公司持有包装机械公司 100% 的股权; 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%, 印刷包装机械公司持股 40%, 2012 年年中公司以 6.3 亿的价格将 60% 的股权从高斯国际手中收购。

上海印包业绩不好, 正在调整产品结构, 将逐渐的与细分行业的企业合资, 中国的印包技术与国外相差了整 20 年的差距。2012 年净利润亏损-1520 万元。

2、美国高斯 2013 年业绩及 2014 年业绩预测:

7 月法国高斯成功破产, 上半年高斯国际全部亏损约 2.7 亿元 (收购高斯商誉损失约 9kw, 法国高斯亏损 1.6 亿元, 美国高斯仅亏损约 2kw)。2013 年下半年美国高斯盈利。

2014 年美国高斯盈利的概率很大。2014 年要求高斯盈利。

3、对美国高斯的定位:

还是要重点发展高斯。高斯国际是全球龙头老大, 有一定的市场。

策略: 调整产能布局 (缩小适应市场需求), 产品线全部大的梳理。招了一个非常有经验的副总裁去管理制造。

4、集团对高斯国际的补偿方式:

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。

2013 年肯定要业绩补偿。相比直接进入资本公积不用交税。

四、机器人业务: 3 年再造一个机电

1、纳博:

股权：上海机电占 51% 股权，日本纳博占 49% 股权。

进程：协议签好后一直在定型和市场调研，肯定要制造。首先要摸清楚中国市场。产品的定位定型、员工的培训、技术人员的技术消化，都准备好。

目标市场：中端减速机对应中国市场。

技术使用费分成方式：与公司合作的实力比较大的公司基本不收技术使用费，即使收取也是很少的。技术确实顶级的有期限（一般不超过 3 年），如果在中国市场销售好，会提成 1%-3% 做技术使用费。

合作方式：最早技术肯定来自于日本。不会只是简单的机加工。不会完全依赖，要配备中方技术人员，完全依赖不可持续。高端技术公司还是要靠日本指导，对大家都有利。

2、集团对机器人业务的定位：

集团对公司的定位是机电一体化平台，机器人是公司重点要发展的，也是集团重点要发展的。

机器人估值是个乘法的事情。很朝阳的产业。

3、集团 FANUC 注入预期：

上海电气早年与日本发那科 50% 对 50% 合资成立的上海发那科，16 年发展。

2013 年上海发那科销售工业机器人 5000 台。（ABB\KUKA\安川销售 4000 台）

从产业角度，应该是要将发那科和纳博规划在一起的。上中下游规划在一起是必然的。

六、公司未来战略定位：四大产业明确发展

1、公司定位：

业务不宜搞太多。未来重点发展如下的四大块业务：

（1）**电梯：**行业龙头的地位不可撼动。管理非常好。未来维保业务重点发展。

（2）**印刷机械：**上海印包业绩不好，正在调整产品结构，将逐渐的与细分行业的企业合资，中国的印包技术与国外相差了整 20 年的差距。重点发展美国高斯国际。龙头老大，有一定的市场。

（3）**机器人：**很看重。打造机器人全产业链，必须得产业集中度很高的平台来整合，机电最合适不过。

（4）**合同能源管理。**

2、合同能源管理业务：

机器人减速机和合同能源管理业务目前对公司业绩贡献很小，但是公司重点要抓的，未来新的业绩增长点。大方向，肯定要搞。国内市场还不是很成熟。前期摸索。公司不急贡献利润。

集团的定位：合同能源管理业务是集团很看重的业务。集团下面有 3 家节能公司。集团下面有 2 家，电气和三菱的合资，做电梯的节能；施耐德电气合资，输配电、工厂的节能；机电下面有 1 家，屹创能源工程（上海），与开利合资做空调的节能。3 家投资额都不大，最终只会有 1 个节能公司。集团放手让 3 家公司争做老大，谁规模发展最大，就把其他两家吸并掉。

3、投资收益——其他公司：

几家参股的都很好。

七、现金怎么花？

现金支配完全可由机电来支配。

与现有产业相关的高端装备制造业。全球范围内在找寻标的。

附表 1：盈利预测

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17743.25	25072.65	32010.46	39716.11
增长率 (%)	22.35%	41.31%	27.67%	24.07%
归属母公司股东净利润	703.49	1075.70	1627.76	2006.02
增长率 (%)	-1.12%	52.91%	51.32%	23.24%
每股收益 (EPS)	0.69	1.05	1.59	1.96
每股经营现金流	3.06	1.57	4.83	3.16
销售毛利率	19.43%	20.36%	20.83%	20.94%
销售净利率	7.41%	8.02%	9.50%	9.44%
净资产收益率 (ROE)	13.78%	17.41%	20.85%	20.44%
投入资本回报率 (ROIC)	33.69%	138.44%	95.28%	181.01%
市盈率 (P/E)	24	15	10	8
市净率 (P/B)	3	3	2	2

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17743.25	25072.65	32010.46	39716.11
减：营业成本	14295.20	19968.09	25341.36	31397.72
营业税金及附加	151.09	213.51	272.59	338.21
营业费用	858.63	1283.72	1450.07	1799.14
管理费用	1482.34	1767.62	1875.81	2343.25
财务费用	-159.52	-332.39	-485.41	-648.48
资产减值损失	53.03	53.03	53.03	53.03
加：投资收益	437.06	400.00	380.00	380.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1499.54	2519.07	3883.01	4813.24
加：其他非经营损益	179.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	1679.14	2519.07	3883.01	4813.24
减：所得税	364.31	508.58	840.72	1063.98
净利润	1314.82	2010.49	3042.29	3749.26
减：少数股东损益	611.34	934.79	1414.53	1743.24
归属母公司股东净利润	703.49	1075.70	1627.76	2006.02

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	11291.78	16726.61	20609.85
应收和预付款项	4148.35	3561.02	6265.17	5921.67
存货	4903.55	4899.65	7541.52	7872.98
其他流动资产	2.92	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2131.73	2531.73	2911.73	3291.73
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	1571.30	1109.26	647.22
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	24259.20	34920.74	38692.06
短期借款	433.38	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	13622.03	12859.59	20478.85	20500.91
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	15118.30	22737.56	22759.62
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	3559.50	5187.26	7193.28
归属母公司股东权益	5104.56	6180.27	7808.02	9814.05
少数股东权益	2025.84	2960.63	4375.16	6118.40
股东权益合计	7130.40	9140.89	12183.18	15932.45
负债和股东权益合计	24907.31	24259.20	34920.74	38692.06

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	3124.97	1604.22	4944.51	3229.85
投资性现金净流量	-539.09	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	611.64	-1558.87	490.32	653.39
现金流量净额	3199.14	45.34	5434.83	3883.24

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，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、上海机电、慈星股份、长荣股份、康力电梯、江南嘉捷、华西能源、海陆重工、兴源过滤、南方泵业等。

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。