



# 最强机器人全产业链 渐行渐近

买入 维持

## 投资要点:

- 14 年新增电梯订单接不完, 地产影响极小
- 机器人全产业链渐行渐近, 3 年再造一个机电
- 在手现金超 110 亿元, 更大空间

## 报告摘要:

- 14 年新增电梯订单接不完, 地产影响极小。公司一般提前 10 个月就对地产形势有判断。从我们调研来看, 近期订单约 20% 增长, 目前订单已可保证今年收入, 预收款 100 多亿元, 确保 14 年业绩高增长。公司仍在严格挑客户。公司作为维保龙头, 未来 2-3 年维保额达 60 亿元, 支撑高增长。
- 机器人全产业链渐行渐近, 3 年再造一个机电。集团干部大会宣布 14 年推进新产业 (包括机器人等), 14 年新产业销售收入增长 50% 以上, 公司和集团均重点要发展机器人业务公司作为机电一体化平台, 承载更多运作空间。上海纳博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。
- 在手现金超 110 亿元, 更大空间。公司有 80 亿元现金可运作, 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。
- 评级。我们看好公司新增电梯 14 年持续爆发增长, 地产影响极小, 维保业务将长期支撑高增长。机器人全产业链渐行渐近, 3 年再造一个机电。预测 13、14 和 15 年 EPS1.05、1.59 和 1.96 元, 目标价 40 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

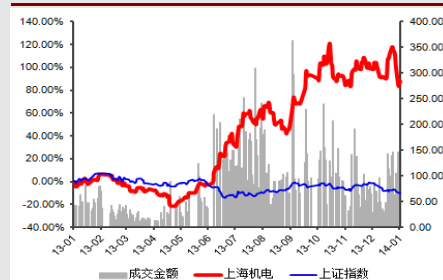
### 研究助理:

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

## 我们的判断:

14 年新增电梯订单接不完，地产影响很小。公司一般提前 10 个月就对地产形势有判断。从我们调研来看，近期订单约 20% 增长，目前订单已可保证今年收入，预收款 100 多亿元，确保 14 年业绩高增长。公司仍在严格挑客户。公司作为维保龙头，未来 2-3 年维保额达 60 亿元，支撑高增长。

机器人全产业链渐行渐近，3 年再造一个机电。集团干部大会宣布 14 年推进新产业（包括机器人等），14 年新产业销售收入增长 50% 以上，公司和集团均重点要发展机器人业务公司作为机电一体化平台，承载更多运作空间。上海纳博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。

在手现金超 110 亿元，更大空间。公司有 80 亿元现金可运作，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。机器人全产业链渐行渐近，3 年再造一个机电。预测 13、14 和 15 年 EPS1.05、1.59 和 1.96 元，目标价 40 元，维持“买入”评级。

## 一、公司情况:

### 1、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，主要还是集团层面来考虑运作这个事情。此次改革力度从规定来看，力度都很大。

**电气集团的地位:** 在上海国企地位非常重要（宝钢、上汽、电气、百联、光明，地位第三），装备制造业主要是电气集团，宝钢主要是央企，不受上海国资管理。

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。找太小的企业也没有标杆，还是要找大一点平台。

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，董监高还是要激励。

### 2、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。

## 二、电梯业务：14 年电梯继续旺，看长维保发力

### 1、订单情况：

近期订单约 20% 增长（1 月是最淡季，春节因素）。2014 年电梯新增订单目前接不完。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。

电梯交货周期很短。70 天就可以。

### 2、地产对电梯影响？

公司一般会提前 10 个月左右就会对地产形势有感觉。订单近期约 20% 增长，态势非常良好。即使电梯销售总量不增长，三菱也会抢别家订单，公司有这方面的竞争优势，如果公司都没有新增订单，那其他小厂家早没法活。目前订单已可保证今年收入，预收款就 100 多亿元，也可以看出公司业绩会很放心。

历年来地产调控从来没有停过，但是影响极小。城镇化文件中央还在下放，十二五不会停。可能三四线城市房价会放缓，但是一二线不太会跌。实际 08 年金融危机时三四线城市也是同样的情况。宏观经济还是要靠房地产投资拉动。

房地产公司现在不差钱，资金比较充裕。兴业银行只是极小业务，需要调整。

电梯需求下游中，60% 需求来自地产，30-40% 公共设施建造，且占比越来越高。房价涨价、降价对电梯销售价格影响不大，不管怎么样，必须配置电梯。

公司现在预收款条件没放低。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。

### 3、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。

### 4、销售及产能情况：

上海三菱生产高中低端电梯都有，一般速度不超过 8m/s，现在在开发 10m/s 的电梯。三菱电机主要做高速电梯和个性化电梯（不批量生产），还有日本原装电梯。低端电梯主要是对应保障房，其实性能没有下降，功能简化而已。

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。

### 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。

**未来展望：**维保这 2-3 年速度会加快。维保量会达到 30w 台保有量。一年要争取到 60 亿元的维保销售。

**维保团队：**维保和销售，由销售人员一起做。维保和销售人员都在一个分公司，不过多区分职能。拿当地工资，拿当地合同。也有 3-4k 人。

**《特种设备安全法》：**2014 年 1 月 1 日执行，公司要负连带责任。公司要速度培训维保人员，迎接维保市场。维保法抬高门槛，地方执行需要过程。

**毛利率：**维保毛利率在逐步增高，基本接近整梯，但还没赶上。一线城市维保价格高，都是赚钱的，毛利率超 20%。一线城市维保毛利已超过直梯毛利。

**维保业务策略：**公司加大维保培训力度（6-7 年前公司就建了自己的维保培训中心，但还不够，现在联合外地 5 家一起帮忙培训维保人员。）自维保比例近 30%（公司现在要跑电梯量，目前累计投放的存量电梯超 50 万台）。全国保有量超 50 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。远程控制加装模块已经有 4w 多台的旧梯量了，现主要布局一线城市。13 年公司在香港已经有改造的样板工程。

**展望：**旧梯改造未来一年就几万台。未来模块化、生产要柔性化。速度快，成本低。改造需要快速响应，几天就得弄好。

## 三、印刷机械：重点发展高斯国际，14 年盈利大概率

### 1、国内印包企业如何处理：

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：

2013 年下半年美国高斯盈利非常好。

对 2014 年展望：2014 年美国高斯盈利的概率很大。集团已经开过会议，目标是要求高斯国际盈利。高斯的盈利能力弹性很大。因为已经整合，不再冗余。

### 3、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。

**业绩补偿：**集团明确 2013 年现金补偿，直接进资本公积。

### 4、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。

## 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。

**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，销售量增长 50%，25 亿元销售规模。  
(ABB \安川销售 4000 台，KUKA 销售 3800 台，川崎销售 1800 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、现金怎么花？

现金支配完全可由机电来支配。

公司 120 亿元存款，40 亿元流动资金就足够，还有 80 亿元怎么花，公司一直在想这个问题。

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。

## 七、公司未来战略定位：四大产业明确发展

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。



**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%
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.69</b>	<b>1.05</b>	<b>1.59</b>	<b>1.96</b>
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)	28	18	12	10
市净率 (P/B)	4	3	3	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
<b>营业利润</b>	<b>1499.54</b>	<b>2519.07</b>	<b>3883.01</b>	<b>4813.24</b>
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
<b>净利润</b>	<b>1314.82</b>	<b>2010.49</b>	<b>3042.29</b>	<b>3749.26</b>
减：少数股东损益	611.34	934.79	1414.53	1743.24
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>703.49</b>	<b>1075.70</b>	<b>1627.76</b>	<b>2006.02</b>

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
<b>资产总计</b>	<b>24907.31</b>	<b>24259.20</b>	<b>34920.74</b>	<b>38692.06</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>17776.91</b>	<b>15118.30</b>	<b>22737.56</b>	<b>22759.62</b>
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
<b>股东权益合计</b>	<b>7130.40</b>	<b>9140.89</b>	<b>12183.18</b>	<b>15932.45</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>24907.31</b>	<b>24259.20</b>	<b>34920.74</b>	<b>38692.06</b>

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：上海机电、慈星股份、华工科技、巨星科技、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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@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	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

### 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。