

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：14.49元

## 稳中有进，业绩符合预期

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	806.50
总市值(百万元)	14,819.49
年内股价最高最低(元)	15.69/9.17
沪深300指数	3264.93
上证指数	2948.48



## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.632	0.455	0.651	0.893	1.162
每股净资产(元)	4.46	4.84	5.37	6.17	7.18
每股经营性现金流(元)	0.51	1.98	1.75	1.26	1.61
市盈率(倍)	12.75	30.04	16.27	16.22	12.47
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	6.77%	-27.97%	42.94%	32.49%	30.09%
净资产收益率(%)	14.17%	9.41%	12.42%	14.47%	16.18%
总股本(百万股)	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10年公司实现营业收入132.60亿元，同比上升20.70%；实现归属母公司的净利润6.66亿元，同比上升42.94%，EPS为0.65元，业绩基本符合我们预期值。

## 经营分析

- 销售收入稳定增长：今年1季度以来公司营收增速明显加快，2、3、4季度单季营业收入同比增长分别为26%、19%和20%，显示了良好的发展势头。11年公司计划实现营业收入135亿元，预计营业利润26.5亿元，相比10年分别增长2%和26%。
- 毛利率维持稳定：公司10年的综合毛利率为19.3%，略高于09年的19.1%，大体保持稳定。占收入比重较大的电梯业务毛利率小幅提升，而因为拖累公司毛利率的焊材业务和人造板业务将会逐渐剥离，公司未来综合毛利率仍有提升空间。
- 费用控制良好：公司10年的期间费用为1562百万元，同比增长17.1%，主要原因是公司持续投入研发费用及人力成本增长导致管理费用增长。但是期间费用率为11.78%，较去年同期的12.15%有所下降，显示了公司费用控制仍保持较好水平。
- 投资收益大幅增长：10年公司投资收益为358百万元，较09年同期增长43%，原因是公司主要联营企业收入和利润均有较大幅度的增长，一冷开利、萨澳、纳博特斯克、法维莱分别实现净利润2.66、2.06、1.49和1.05亿元，同比分别增长10%、203%、37%和150%。伴随工程机械旺盛需求以及地铁建设的大规模铺开，萨澳、纳博特斯克和法维莱仍有望维持高速增长。
- 公司10年底应收账款和票据为1372百万元，比年初的1180百万元增加16%，主要是由于公司投保保证金增加所致，年末比3季度末的1598百万元减少14%，显示了公司回款能力较强，保持良好周转率；年底存货为2530百万元，高于3季度末的2136百万元和年初的2105百万元，体现出公司存在一定库存压力。

## 相关报告

1.《轻装上阵,快速出击》, 2011.1.27

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212  
 (8621)61038289  
 dongyaguang@gjzq.com.cn

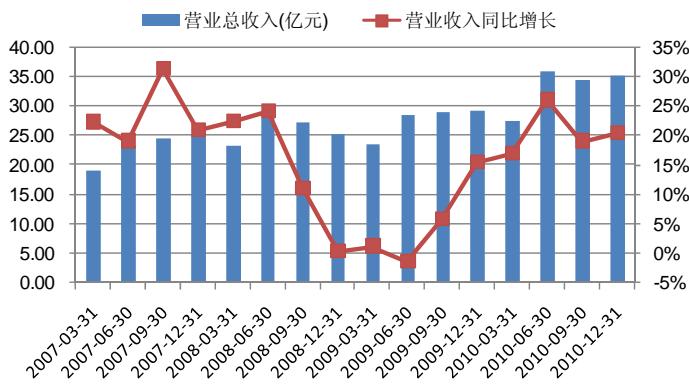
### 各项业务点评

- 电梯业务将受益保障房建设：10 年上海三菱产销电梯超过 4 万台，主营业务收入超过 100 亿元人民币。11 年电梯行业将受益于保障房建设，2010 年开工建设了 580 万套保障房，2011 年又计划 1000 万套保障房建设，加上地铁及公共基础设施对电梯的需要，2011 年仍将是电梯需求旺盛的一年。
- 印包机械毛利持续上升：10 年印包机械毛利率同比上升了 4.45 个百分点，收入增长 73.33%，一方面是印包机械行业整体回暖，一方面是公司对印包机械业务的整合效果逐渐显现，随着全球经济复苏，公司印包机械业务前景广阔。
- 工程机械产能将释放：受制于产能限制，工程机械收入仅增长 3.86%。在建设新工厂，购买新设备后，10 年 10 月搬进新厂房，因此 2011 年将是公司工程机械产能释放的一年，地铁、城际铁路的大量需求将有效消化公司新增产能。
- 液压气动产品：2010 年工程机械行业的高速增长带动了液压气动行业的发展，液气公司旗下为工程机械行业中的摊铺机行业配套的萨澳液压传动公司主营收入同比增长超过 100%，净利润同比增长超过 200%；为挖掘机行业配套的纳博特斯克液压公司主营收入同比增长 68%；净利润同比增长 37%，这些高速增长的企业为液气公司提供了丰厚的投资回报。

### 盈利预测和投资建议

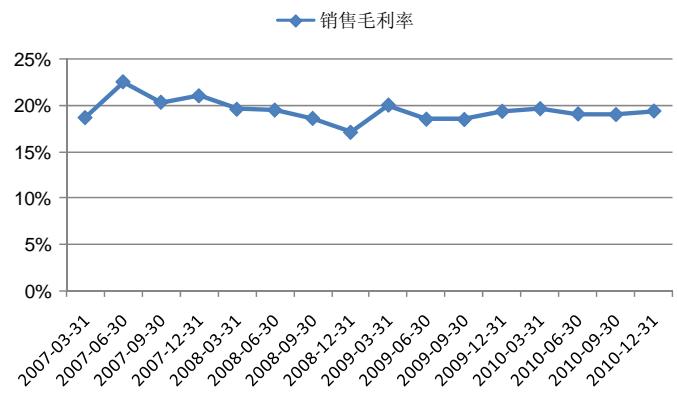
- 公司计划 2011 年主营收入 135 亿元，主营业务利润 26.5 亿元。我们认为该目标可能偏保守（09 年报中公司对 10 年相应指标目标分别为 115.81 和 22.43 亿元）。
- 我们维持对公司的盈利预测，预计公司 11~12 年分别实现收入 153 和 180 亿元，净利润分别为 9.14 和 11.88 亿元，同比分别增长 37.22% 和 30.09%，EPS 分别为 0.89 和 1.16 元，维持买入评级。

图表1：公司单季收入增长较快



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司综合毛利率维持稳定



**图表3：分项业务预测**

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>电梯业务</b>						
销售收入（百万元）	7,539.83	8,225.90	10,064.96	12,279.25	15,349.07	18,418.88
增长率 (YOY)	23.07%	9.10%	22.36%	22.00%	25.00%	20.00%
毛利率	21.31%	20.39%	20.56%	20.50%	20.50%	20.50%
销售成本（百万元）	5,933.13	6,548.32	7,995.54	9,762.01	12,202.51	14,643.01
增长率 (YOY)	26.56%	10.37%	22.10%	22.09%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)	1,606.70	1,677.59	2,069.42	2,517.25	3,146.56	3,775.87
增长率 (YOY)	11.72%	4.41%	23.36%	21.64%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	72.17%	74.87%	75.90%	80.22%	85.10%	86.03%
占主营业务利润比重	82.05%	79.96%	80.85%	83.05%	85.72%	86.54%
<b>人造板业务</b>						
销售收入（百万元）	701.17	629.18	604.85	302.42		
增长率 (YOY)	-15.44%	-10.27%	-3.87%	-50.00%		
毛利率	13.08%	11.61%	8.36%	8.26%		
销售成本（百万元）	609.43	556.12	554.28	277.44		
增长率 (YOY)	-9.68%	-8.75%	-0.33%	-49.95%		
毛利 (百万元)	91.74	73.07	50.57	24.98		
增长率 (YOY)	-40.62%	-20.35%	-30.79%	-50.60%		
占总销售额比重	6.71%	5.73%	4.56%	1.98%		
占主营业务利润比重	4.68%	3.48%	1.98%	0.82%		
<b>液压机器业务</b>						
销售收入（百万元）	497.06	512.89	542.50	596.75	656.42	722.06
增长率 (YOY)	31.23%	3.19%	5.77%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	7.12%	4.52%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%
销售成本（百万元）	461.66	489.74	514.33	565.76	622.34	684.57
增长率 (YOY)	32.57%	6.08%	5.02%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	35.40	23.16	28.17	30.98	34.08	37.49
增长率 (YOY)	15.90%	-34.59%	21.62%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	4.76%	4.67%	4.09%	3.90%	3.64%	3.37%
占主营业务利润比重	1.81%	1.10%	1.10%	1.02%	0.93%	0.86%
<b>印刷包装业务</b>						
销售收入（百万元）	431.88	487.89	828.60	911.46	1,002.61	1,102.87
增长率 (YOY)	-25.33%	12.97%	69.83%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	9.41%	17.97%	22.38%	22.50%	22.50%	22.50%
销售成本（百万元）	391.24	400.22	643.20	706.38	777.02	854.73
增长率 (YOY)	-18.88%	2.29%	60.71%	9.82%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	40.64	87.67	185.40	205.08	225.59	248.15
增长率 (YOY)	-57.71%	115.74%	111.47%	10.61%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	4.13%	4.44%	6.25%	5.95%	5.56%	5.15%
占主营业务利润比重	2.08%	4.18%	7.24%	6.77%	6.15%	5.69%
<b>工程机械业务</b>						
销售收入（百万元）	377.43	480.37	501.15	601.39	691.59	795.33
增长率 (YOY)	24.91%	27.27%	4.33%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	29.06%	32.78%	30.12%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	267.77	322.89	350.21	420.97	484.12	556.73
增长率 (YOY)	24.29%	20.59%	8.46%	20.21%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	109.67	157.48	150.95	180.42	207.48	238.60
增长率 (YOY)	26.45%	43.60%	-4.15%	19.52%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	3.61%	4.37%	3.78%	3.93%	3.83%	3.71%
占主营业务利润比重	5.60%	7.51%	5.90%	5.95%	5.65%	5.47%
<b>焊条业务</b>						
销售收入（百万元）	588.98	408.97	440.21	310.82		
增长率 (YOY)	-10.07%	-30.56%	7.64%	-29.39%		
毛利率	5.50%	8.03%	6.42%	6.50%		
销售成本（百万元）	556.59	376.12	411.93	290.62		
增长率 (YOY)	-6.54%	-32.42%	9.52%	-29.45%		
毛利 (百万元)	32.39	32.85	28.28	20.20		
增长率 (YOY)	-45.49%	1.42%	-13.91%	-28.56%		
占总销售额比重	5.64%	3.72%	3.32%	2.03%		
占主营业务利润比重	1.65%	1.57%	1.10%	0.67%		

冷气机业务						
销售收入（百万元）	44.06	53.04	38.49	42.34	46.57	51.23
增长率 (YOY)	24.62%	20.39%	-27.43%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.49%	28.14%	17.08%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本（百万元）	36.79	38.12	31.91	35.14	38.66	42.52
增长率 (YOY)	22.25%	3.59%	-16.27%	10.11%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	7.26	14.92	6.58	7.20	7.92	8.71
增长率 (YOY)	38.20%	105.48%	-55.94%	9.46%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.42%	0.48%	0.29%	0.28%	0.26%	0.24%
占主营业务利润比重	0.37%	0.71%	0.26%	0.24%	0.22%	0.20%
其他						
销售收入（百万元）	266.97	187.98	239.22	263.14	289.45	318.40
增长率 (YOY)	-4.98%	-29.59%	27.26%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.92%	16.67%	16.86%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本（百万元）	232.49	156.65	198.87	218.40	240.24	264.27
增长率 (YOY)	-4.22%	-32.62%	26.96%	9.82%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	34.48	31.33	40.34	44.73	49.21	54.13
增长率 (YOY)	-9.79%	-9.13%	28.75%	10.89%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.56%	1.71%	1.80%	1.72%	1.60%	1.49%
占主营业务利润比重	1.76%	1.49%	1.58%	1.48%	1.34%	1.24%
销售总收入（百万元）	10447.38	10986.24	13259.98	15307.57	18035.72	21408.78
销售总成本（百万元）	8489.10	8888.16	10700.28	12276.73	14364.89	17045.83
毛利（百万元）	1958.28	2098.08	2559.70	3030.84	3670.83	4362.94
平均毛利率	18.74%	19.10%	19.30%	19.80%	20.35%	20.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	2	5	5
买入	0	0	1	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.18</b>	<b>1.22</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-27	<b>买入</b>	13.49	17.86 ~ 17.86

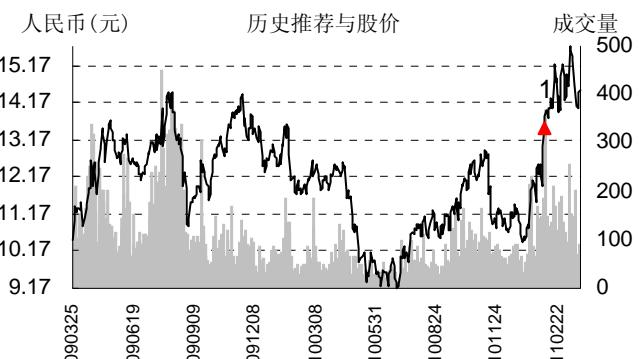
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61356534  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：(8610)-66215599-8792  
传真：(8610)-61038200  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：(86755)-33089915  
传真：(86755)-61038200  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室