



资本货物/工业

上海机电（600835）

打造印包机械国际化发展平台

——收购高斯国际 100%股权点评

	吕娟	吴凯	王帆
	021-38676139	0755-23976526	021-38674747
	lvjuan@gtjas.com	wukai011323@gtjas.com	wangfan009494@gtjas.com
编号	S0880511010047	S0880511090003	S0880511040001

本报告导读：

公司公告现金收购实际控制人持有的高斯国际 100% 股权，且实际控制人对未来 3 年被收购标的业绩作出承诺，有力增厚公司 12 年后的业绩。

事件：

- 公司公告以 57,106.00 万元现金收购公司实际控制人上海电气(集团)总公司（以下简称“电气总公司”）持有的美国高斯国际有限公司（以下简称“高斯国际”）100% 股权，该部分股权评估日为 2011 年 9 月 30 日。

评级：**增持**

上次评级：

目标价格：**13.10**

上次预测：

当前价格：**8.64**

2012.02.09

交易数据

52 周内股价区间（元）	7.48-15.85
总市值（百万元）	8,836
总股本/流通 A 股（百万股）	1,023/807
流通 B 股/H 股（百万股）	216/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	5
日均成交值（百万元）	41

52 周内股价走势图



评论：

- 收购价格评论：**为了简化收购手续，公司收购高斯国际前，由公司实际控制人电气总公司先行收购高斯国际，先行收购最终于 2010 年完成，经过两年左右的整合，再由公司从电气总公司手里购买高斯国际 100% 股权。此次收购价格低于电气总公司当年 9000 万美元的收购价格，且没有考虑中介费用、整合费用，彰显了电气总公司对上市公司印刷包装业务整合的大力支持。此外，公司现金流充裕，有息负债率很低，此次收购不会对公司现金流造成压力。
- 收购标的简介及行业地位：**高斯国际经营范围为提供胶印机系列产品及辅助设备，为商务印刷客户和新闻机构提供解决方案，解决方案包括印前产品、高速印刷机、创新型印后加工产品和经常性零部件维护，是一家具有 170 多年历史的老牌印刷机械公司，在全球印刷机械行业处于第一梯队，下游应用领域主要包括报业、商业、印刷包装行业。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- **收购标的财务数据分析:** 金融危机前的最高收入规模在 77 亿元左右, 净利润在 4.5 亿元左右; 金融危机后, 收入利润受到重大影响, 不过已经实现探底, 2011 年全年收入在 35 亿元左右, 净利润亏损 1 亿多元, 其中 12 月份单月已经开始实现盈利。

表 1: 企业近年资产及财务状况 (合并报表) (截止 2011 年 9 月 30 日, 单位: 人民币万元)

项目\年份	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月份
营业总收入	363,364.00	282,774.20	233,447.70
净利润	-74,471.60	-64,479.20	-11,989.60
归属母公司净利润	-76,346.20	-67,520.00	-12,491.40
资产总额	310,349.90	327,115.00	306,238.80
负债总额	293,095.20	371,794.40	356,119.60
权益	17,254.70	-44,679.40	-49,880.80
归属母公司权益	11,531.70	-51,841.50	-55,580.60

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究所

表 2: 企业近年资产及财务状况 (母公司报表) (截止 2011 年 9 月 30 日, 单位: 人民币万元)

项目\年份	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月份
营业总收入	0.00	0.00	0.00
净利润	-5,001.40	-127.50	6,522.40
资产总额	209,212.60	268,777.00	293,924.40
负债总额	88,103.60	151,407.60	173,003.90
权益	121,109.00	117,369.40	120,920.50

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究所

- **收购意义:** 公司的印刷包装机械业务在全球属于第三梯队, 技术上落后高斯国际至少 20 年, 此次收购第一梯队的高斯国际, 可以实现产品线由中低端向高端的延伸, 公司将利用高斯国际的先进技术、全球化优势, 进一步增强公司在印包机械行业的整体竞争实力, 解决公司印包机械产业发展瓶颈, 为公司打造国际化发展的平台。

表 3: 印刷包装机械行业供给格局

第一梯队	高斯国际、海德堡
第二梯队	日本品牌
第三梯队	北人股份、上海机电
其他梯队	其他内资品牌等

数据来源: 国泰君安证券研究所

- **此次收购对上海机电的业绩增厚测算:** 对于此次收购, 股权出售方上海电气 (集团) 总公司对高斯国际 2012-2014 年盈利做出了承诺, 若不能兑现, 将现金补偿。由于是现金收购, 直接增厚业绩。剔除上海机电与高斯国际的合资公司上海高斯 (上海机电持股 40%) 的影响, 集团承诺的高斯国际盈利将增厚上海机电 2012-2014 年 EPS 分别为 0.00、0.10、0.16 元, 也就是说收购对 2012 年业绩基本没有影响, 业绩增厚体现在 2012 年之后。

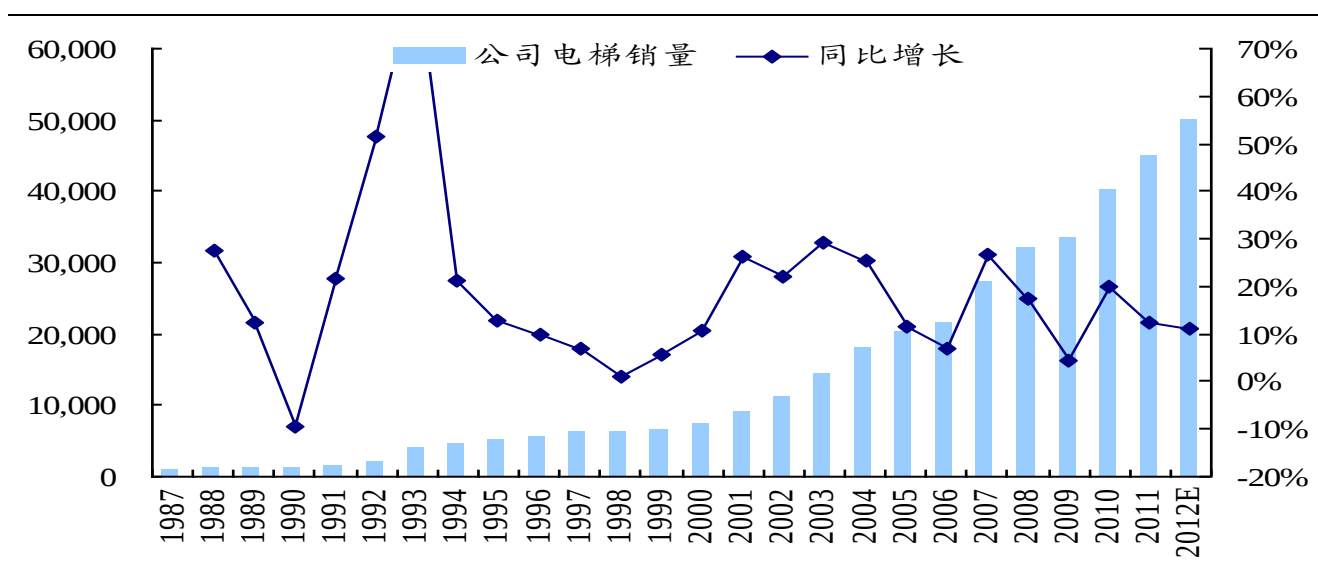
表 4: 收购高斯国际对上海机电的业绩增厚测算

	2012E	2013E	2014E
集团承诺的高斯净利润（百万元）	23.62	121.31	191.43
不考虑收购，合资公司上海高斯贡献的投资收益假设（百万元）	24.00	24.00	24.00
剔除上海高斯后，收购高斯国际增厚的 EPS	0.00	0.10	0.16

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

- **公司印刷包装机械业务前景展望：**（1）对于报业下游，我们认为欧美市场基本定型，基本不会有大的增长，但是新兴市场还可以有 15-20% 的增长；（2）对于商业下游，不管欧美还是新兴市场都会有增长；（3）对于包装下游，将是增长幅度最大的。总体上来说，包装下游是最主要的增长点，新兴市场是最主要的增长区域。公司收购高斯国际，将产能逐步转移至国内，一方面可以降低成本，另一方面更加接近市场。
- **公司电梯业务展望：**目前电梯业务还是处于产能吃紧的状况，我们预计一方面是因为地产调控的影响有滞后，另一方面奥的斯事故频出，促进了公司订单的增长。预计 11 年上海三菱电梯销量超过 4.5 万台，12 年上海三菱计划销量超过 5 万台，目前公司已经全部加大服务，同时与大的地产公司结盟形成战略客户，力图抢占更多的市场份额，最大限度减少宏观调控的影响，公司仍牢牢处于电梯行业龙头地位。

图 1: 公司历年电梯销量及其增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**不考虑此次现金收购高斯国际的影响，预计公司 11-14 年 EPS 分别为 0.76、0.88、1.00、1.14 元，考虑收购高斯国际后，预计公司 11-14 年 EPS 分别为 0.76、0.88、1.09、1.30 元，目标价 13.10 元，相当于 12 年 EPS 的 15 倍，增持！
- 此次股权收购涉及重大关联交易，尚需提交公司股东大会审议，尚需获得中国境内相关发展改革部门及商务部门的批准。

作者简介:

吕娟:

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: lvjuan@gtjas.com

黄琨（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111090080

电话: 021-38674935

邮箱: huangkun010844@gtjas.com

吴凯:

执业资格证书编号: S0880511090003

电话: 0755-23976526

邮箱: wukai011323@gtjas.com

王帆:

执业资格证书编号: S0880511040001

电话: 021-38674747

邮箱: wangfan009494@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料,本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本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或期权并进行证券或期权交易,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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“国泰君安证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议,本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的12个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的12个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		