

上海机电(600835, 900925)

公司研究/简评报告

高斯国际收购价格合理，进口替代可期

民生精品---简评报告/机械行业

2012年2月9日

一、事件概述

公司于2012年1月8日晚间发布公告，拟以人民币57,106万元从上海电气集团收购高斯国际100%股权，并承诺2012-2014年净利润分别为人民币2,362万元、12,131万元和19,143万元。我们认为本次收购价格较为合理，且高档胶印机进口替代空间较大，未来业绩增长有保障，维持“强烈推荐”投资评级，6个月目标价12元。

二、分析与判断

● 高斯国际为全球最大卷筒胶印机生产企业，有望发挥技术协同效应

高斯国际是全球三大印刷设备制造商之一，也是全球最大的卷筒纸胶印机生产企业，主要产品为高档包括报纸轮转机、商业轮转机和报纸邮发系统（其中报纸和行业轮转机各占总销售额的35%），与海德堡、曼罗兰、高宝等均为国际高档胶印机顶尖企业。

公司收购该资产有助于提升本部印刷设备技术水平，有望在未来发挥技术协同效应。同时维持我们公司三线发展格局已然明晰的基本判断。

● 11年进口高档胶印机近20亿美元，国家扶持有助于业绩持续增长

以报纸为代表的纸质媒体在发达国家率先进入下降通道，因此高斯、日本秋山、日本筱原等先后被中国企业收购，曼罗兰也于11年底申请破产保护。中国处于发展中期，纸质媒体仍有发展空间，但增速很难突破两位数增长。

尽管如此，高档胶印机具有较大的进口替代空间，与数字印刷设备、包装印刷设备一起是我们看好的三大印刷设备行业。

2011年进口胶印机18亿美元左右，相当于高斯国际11年销售额的4倍。根据海关统计，我国2010年进口印刷机械19.2亿美元，预计2011年进口26亿美元左右，其中70%为高档胶印机（胶印机包括轮转胶印机和单张纸胶印机，其比例并无权威数据，此处按1:1计算）。

高斯国际将得到国家层面支持。被上海电气收购之后，在人民日报社购买报纸轮转印刷机等案例中已经有所体现，国家和上海市层面将对其进行政策支持，高斯国际的进口份额将逐步提升，成为业绩增长的基本保障。

● 整合初见成效，12-14年承诺EPS分别为0.02、0.12和0.19元

上海电气集团于2010年收购高斯国际，之后进行资产和人员整合，裁员1000人至目前的2400人，关闭了法国和英国各一家整机制造工厂，仅保留美国本部、法国两个整机工厂和英国、荷兰两个配套工厂。

经过一系列整合，加之发达经济体印刷行业在2010年有所回暖，尽管收入规模由2009年的36亿降低为30亿，但亏损金额则由7.4亿降低为1.2亿左右。

12-14年承诺EPS分别为0.02、0.12和0.19元，未来业绩增厚有保证。为维护中小股东利益，上海电气集团承诺，若高斯国际在2012年度、2013年度及2014年度期间内任一个会计年度的实际净利润数少于人民币2,362万元、12,131万元和19,143万元，则由电气总公司以现金方式向上海机电补偿实际净利润数与预测净利润数的差额，但2012年至2014年三年累计补偿额总额不超过本次交易的交易价格57,106万元。由于本次收购为现金收购，因此12-14年至少分别增厚业绩0.02、0.12和0.19元。

● 收购价格与上海电气集团收购价格基本相当，较为合理

公司本次收购高斯国际100%股权的价格为57,106万元，与上海电气2010年收购价格9000万美元基本相当。尽管目前股东权益为-55,580.60万元，但鉴于进口替代将带来业绩稳定增长，未来技术协同效应将有效降低制造成本，进一步提

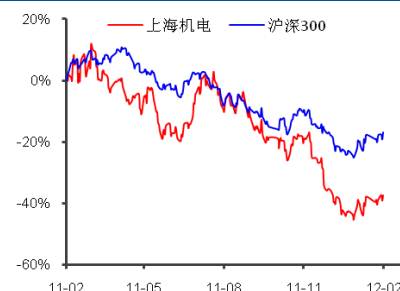
强烈推荐 维持

目标价：12元

交易数据(2012-2-8)

收盘价(元)	8.64
近12个月最高/最低	15.58/7.48
总股本(百万股)	1022.74
流通股本(百万股)	1022.74
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	88.36
流通市值(亿元)	88.36

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：张琢

执业证号：S0100210110002

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：刘利

电话：(8610)8512 7661

Email：liuli@mszq.com

相关研究

- 1.《上海机电深度报告—价值洼地急需修复，业务拓展促股价腾飞》2011.05.11
- 2.《机械行业2011中期策略报告—2011-2020：机械替代人工的黄金十年》2011.06.24
- 3.《上海机电深度报告-房地产后期崛起，公司三线发展格局已然形成》2011.07.25

高产品竞争力，且未来三年业绩增长有保障，综合看收购价格较为合理。

● 保障房建设和自维保比例提升保证电梯业务稳定增长，市场过度悲观

房地产调控力度未见放松，12年上半年商品房开工率较低，对电梯新接订单产生负面影响，这也是公司股价大幅调整的主要原因。但我们认为市场反应过分悲观（目前市净率仅1.5倍，且在手现金与净资产基本相当），主要理由如下：

(1) 电梯订单确认周期6个月左右，上海三菱在手订单充足，2012年上半年增长较为确定；

(2) 在商品房开工不足情况下，公司加大了保障房电梯销售力度，上半年新接订单有望保持稳定增长；

(3) 国家质检总局特种设备安全监察局1月20日发出的《关于进一步加强公共交通领域电梯安全工作的指导意见》，提出推行由电梯制造单位对电梯的质量和安全性负责的制度，此举将提高公共交通领域电梯维保费用，提高电梯制造企业自维保比例，对已经完成维保网络全国布局的上海三菱最为有利。

● 投资收益存在一定不确定性，但预期已经见底

公司的投资收益主要包括电梯、液压气动元件（工程机械用）、商用空调、轨道交通产品、汽车零部件等，其中工程机械用液压元件、轨道交通产品是主要的风险因素，但预期已经见底，预计从二季度末开始见底回升。

三、盈利预测与投资建议

基于2012年二季度末机械行业业绩增速见底回升的假设，同时预计本次收购的高斯国际2012-2014年分别贡献EPS 0.02、0.13和0.20元，我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.75、0.80和1.09元。鉴于公司目前市净率仅1.5倍左右（权益货币资金与权益净资产基本相当），本次收购的业绩增厚使未来业绩增长更具确定性，维持“强烈推荐”投资评级，按照2012年15倍PE给予第一目标价12元。

高斯国际近年资产及财务状况（合并报表，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

资料来源：公司公告，民生证券研究所

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	13,260	15,114	17,933	22,172
增长率（%）	20.70%	13.98%	18.65%	23.63%
归属母公司股东净利润（百万元）	666	765	823	1,119
增长率（%）	42.94%	14.96%	7.54%	35.92%
每股收益（元）	0.65	0.75	0.80	1.09
毛利率（%）	19.3%	19.8%	18.9%	19.9%
净资产收益率 ROE(%)	15.3%	15.8%	14.5%	16.8%
每股净资产（元）	7.23	8.47	9.79	11.58
PE	20.62	17.91	16.65	12.25
PB	/	1.58	1.37	1.16
EV/EBITDA	/	13.22	12.66	8.48

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	13,260	15,114	17,933	22,172
减：营业成本	10,700	12,121	14,539	17,759
营业税金及附加	47	54	64	79
销售费用	572	668	792	979
管理费用	1,077	1,232	1,462	1,808
财务费用	(88)	(124)	(154)	(191)
资产减值损失	182	120	120	120
加：投资收益	358	310	325	390
二、营业利润	1,127	1,354	1,436	2,008
加：营业外收支净额	121	100	120	100
三、利润总额	1,248	1,454	1,556	2,108
减：所得税费用	162	189	202	274
四、净利润	1,087	1,265	1,354	1,834
归属于母公司的利润	666	765	823	1,119
五、基本每股收益（元）	0.65	0.75	0.80	1.09

主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	13.22	12.66	8.48
成长能力：				
营业收入同比	20.70%	13.98%	18.65%	23.63%
营业利润同比	30.4%	20.1%	6.0%	39.8%
净利润同比	34.68%	16.42%	7.01%	35.5%
营运能力：				
应收账款周转率	12.41	12.40	12.64	12.87
存货周转率	5.72	5.60	5.69	5.81
总资产周转率	0.94	0.94	0.97	1.02
盈利能力与收益质量：				
毛利率	19.3%	19.8%	18.9%	19.9%
净利率	5.0%	5.1%	4.6%	5.0%
总资产净利率 ROA	7.7%	7.8%	7.3%	8.4%
净资产收益率 ROE	15.3%	15.8%	14.5%	16.8%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.52	1.68	1.70	1.74
资产负债率	51.3%	48.6%	49.3%	49.9%
长期借款/总负债	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
每股指标：				
每股收益	0.65	0.75	0.80	1.09
每股经营现金流量	1.75	1.19	1.51	1.96
每股净资产	7.23	8.47	9.79	11.58

资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	7,020	8,620	10,308	12,612
应收票据	233	266	315	390
应收账款	1,139	1,298	1,540	1,904
预付账款	504	575	682	843
其他应收款	185	210	250	309
存货	2,530	2,866	3,438	4,199
其他流动资产	38	40	40	40
流动资产合计	11,649	13,875	16,573	20,297
长期股权投资	1,323	1,323	1,623	1,623
固定资产	1,473	1,210	956	950
在建工程	126	141	151	161
无形资产	315	284	252	221
其他非流动资产	300	300	300	300
非流动资产合计	3,539	3,259	3,283	3,256
资产总计	15,188	17,134	19,856	23,553
短期借款	231	226	221	216
应付票据	17	20	24	29
应付账款	1,846	2,091	2,508	3,063
预收账款	4,664	5,283	6,337	7,740
其他应付款	528	528	528	528
应交税费	103	103	103	103
其他流动负债	44	8	8	8
流动负债合计	7,684	8,258	9,728	11,687
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	18	18	18	18
非流动负债合计	68	68	68	68
负债合计	7,793	8,326	9,795	11,754
股本	1,023	1,023	1,023	1,023
资本公积	1,471	1,471	1,471	1,471
留存收益	2,993	3,758	4,581	5,700
少数股东权益	1,907	2,407	2,938	3,653
所有者权益合计	7,394	8,659	10,013	11,847
负债和股东权益合计	15,188	16,985	19,808	23,601

现金流量表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	1,787	1,212	1,544	2,005
投资活动现金流量	38	495	215	330
筹资活动现金流量	(709)	119	149	186
现金及等价物净增加	1,114	1,826	1,909	2,520

分析师与行业专家简介

刘利，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年钢铁、汽车行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所，从事机械、军工行业研究。

张琢，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。