



方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

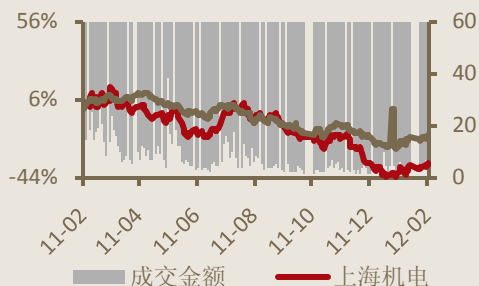
执业证书编号：S1220511030004

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

Email: pengmin@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	13259	14919	20665	23801
(+/-)	20.70%	12.52%	38.51%	15.18%
净利润	665.72	830.68	1018.56	1178.16
(+/-)	42.94%	24.78%	22.62%	15.67%
EPS (元)	0.65	0.81	1.00	1.15
P/E	13.49	10.81	8.82	7.62

相关研究

主营增长符合预期，维持买入评级

业绩符合预期，进军合同能源管理、前景广阔

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

5.7 亿收购高斯国际物有所值 印包机械一体化整合完毕

上海机电(600835)

公司事件点评报告
2012.02.09 买入(维持)

专用设备行业

事件：

上海机电公告拟协议受让上海电气（集团）总公司持有的美国高斯国际有限公司（英文名称“GOSS INTERNATIONAL CORPORATION”，简称“高斯国际”）100%股权，股权转让价格为人民币 57,106.00 万元。同时高斯国际预测 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。如未达到，集团承诺将给予现金补齐。

点评：

借机低谷进行一体化整合，发挥协同效应打造印包机械霸主。

受金融危机影响，印包机械行业业绩急剧下滑，亏损企业数量自 2008 年起剧增。公司借助行业低谷期进行兼并收购整合，2009 年，公司先后成功收购了紫文投资有限公司持有的上海紫光机械有限公司以及上海光华印刷机械有限公司各 50% 的股权，同时还向香港华威贸易有限公司等收购了上海申威达机械有限公司 25% 股权。而此次再收购高斯国际 100% 股权，标志公司印包机械产业集团正式完成。

从业务来看，公司原有印包机械为国内印刷机械龙头，2010 年收入为 8.5 亿元在单张纸胶印机方面优势明显；高斯国际是世界胶纸印刷机械与商业轮转设备龙头，技术优势全球领先，同时于 2010 年介入包装机械领域，目前产品进入客户试用阶段，将于 2012 年进入收获期；此次收购将充分发挥公司在印刷机械领域协同效应，成为印包机械行业霸主。

5.7 亿元将高斯国际纳入囊中，收购物有所值。

收购高斯国际不仅对于公司印包机械产业战略意义非凡，但就价格来看也不贵。美国高斯国际公司是世界最大胶纸印刷机械生产厂商（2010 年高斯国际市场份额 28%），其 2009-2011 年 1-9 月份销售收入分别为 36.3 亿元、28.3 亿元与 23.3 亿元，预计 2011 年全年收入 32 亿元以上，市场份额有望进一步攀升至 30%；预测 2011-2014 年利润分别为 2362 万元、12131 万元、19143 万元，公司以 5.7 亿元价格收购对应 2011-2014 年 PE 分别为 24 倍、4 倍与 3 倍，此次收购物有所值，将显著增厚公司未来业绩。

受益一体化整合与竞争对手破产，印包机械业务有望涅槃重生

通过近 2 年的整合，公司基本理顺了产权结构，将以产业集团的模式整合组织结构、技术、管理和人力等资源，推进一体化管理和一体化营运，

以实现协同效应，进一步控制和压缩费用、增加盈利，从而提升整体竞争力，为印包机械业务恢复奠定了基础。其中 2009-2011 年高斯国际大幅亏损，主要系整合过程人员安置和资产减值计提导致明显亏损，但是 2011 年 4 季度亏损已经大幅减小，而且 12 月单月成功扭亏，已经成功进入盈利恢复阶段。另外受金融危机影响，国内原有胶纸印刷机械竞争对手被重创，国外秋山、悠原先后被变卖，另外一主要竞争对手曼罗兰也于 2011 年破产，竞争对手的重创与破产将有助于公司印包机械产品进口替代与份额提升，同时借助包装机械等新业务快速增长，公司印包业务将进入恢复期。

盈利预测与估值

此次收购成功后公司将形成电梯+印包机械+液压件三大业务架构，目前公司电梯订单非常饱满，印包机械有望超预期恢复，又进军合同能源管理培育新业务，发展前景较好。公司金泰工程转让收益有望较大幅度增厚公司业绩，我们预期公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.81、1.00、1.15 元；对应的动态 PE 分别为 10、9 和 7 倍，估值优势显著，维持公司“买入”的投资评级。

图表 1 公司 2011-2013 年分项业务预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
电梯及自动扶梯	7734.63	8364.78	10221.77	12061.69	13870.94	15812.87
增长率		8.15%	22.20%	18.00%	15.00%	14.00%
毛利率	20.85%	20.12%	20.30%	20.00%	19.70%	19.40%
印刷包装机械	459.93	504.92	875.17	1093.96	4375.85	5032.23
增长率		9.78%	73.33%	25.00%	300.00%	15.00%
毛利率	9.72%	18.14%	22.59%	22.00%	11.00%	12.00%
液压气动产品	507.33	521.26	547.98	602.78	687.17	790.24
增长率		2.75%	5.13%	10.00%	14.00%	15.00%
毛利率	7.81%	5.43%	5.59%	5.50%	6.00%	11.00%
其他	1745.49	1595.28	1615.06	1161.39	1730.47	2163.09
增长率		-8.61%	1.24%	-28.09%	49.00%	25.00%
毛利率	14.96%	18.53%	15.87%	21.19%	21.00%	23.00%
营业收入合计	10447.38	10986.24	13259.98	14919.82	20664.43	23798.43
增长率		5.16%	20.70%	12.52%	38.50%	15.17%
综合毛利率	18.74%	19.10%	19.30%	19.65%	17.51%	17.88%

数据来源：公司公告、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11648.93	10981.66	18465.68	16420.07	经营活动现金流	1728.53	-239.58	4790.19	-1095.72
现金	7019.90	6413.35	10218.61	9996.71	净利润	1086.52	1277.97	1567.01	1812.56
应收账款	1138.82	992.59	1897.67	1385.32	折旧摊销	199.41	219.08	311.53	360.39
其它应收款	184.54	335.30	342.03	371.18	财务费用	-87.60	-107.94	-154.99	-190.41
预付账款	504.20	300.35	867.27	503.37	投资损失	-358.49	-345.00	-675.00	-635.00
存货	2530.30	2728.50	4702.27	3844.24	营运资金变动	917.47	-1299.06	3742.29	-2438.57
其他	271.17	211.57	437.83	319.26	其它	-28.79	15.38	-0.66	-4.69
非流动资产	3538.72	3908.52	5218.61	5987.77	投资活动现金流	75.36	-266.92	-938.51	-492.29
长期投资	1323.24	1663.24	2333.24	2963.24	资本支出	-94.36	64.21	622.66	140.24
固定资产	1473.35	1622.39	2108.81	2184.26	长期投资	-191.74	-340.00	-670.00	-630.00
无形资产	315.43	346.00	485.05	544.71	其他	-210.74	-542.71	-985.85	-982.04
其他	426.70	276.89	291.52	295.57	筹资活动现金流	-358.13	-100.06	-46.42	-84.04
资产总计	15187.65	14890.18	23684.29	22407.84	短期借款	-209.42	0.00	0.00	0.00
流动负债	7683.71	6340.68	13762.80	10950.90	长期借款	-110.05	-16.49	-14.65	-17.35
短期借款	231.08	231.08	231.08	1681.24	其他	-38.66	-83.57	-31.78	-66.69
应付账款	1845.51	1960.77	3721.70	3136.66	现金净增加额	1445.75	-606.55	3805.25	-1672.05
其他	5607.12	4148.83	9810.01	6133.00					
非流动负债	109.57	81.70	76.38	55.67	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	50.00	33.51	18.86	1.51	成长能力				
其他	59.57	48.19	57.51	54.16	营业收入	20.70%	12.52%	38.51%	15.18%
负债合计	7793.27	6422.39	13839.17	11006.57	营业利润	30.39%	24.73%	22.62%	15.90%
少数股东权益	1907.30	2354.58	2903.04	3537.43	归属母公司净利润	42.94%	24.78%	22.62%	15.67%
归属母公司股东权益	5487.08	6113.21	6942.08	7863.84	获利能力				
负债和股东权益	15187.65	14890.18	23684.29	22407.84	毛利率	19.30%	19.64%	17.51%	17.88%
					净利率	8.19%	8.57%	7.58%	7.62%
					ROE	14.69%	15.09%	15.92%	15.90%
					ROIC	18.77%	19.94%	21.68%	18.92%
					偿债能力				
					资产负债率	51.31%	43.13%	58.43%	49.12%
					净负债比率	3.61%	4.38%	1.93%	15.45%
					流动比率	1.52	1.73	1.34	1.50
					速动比率	1.19	1.30	1.00	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	0.99	1.07	1.03
					应收帐款周转率	12.41	14.00	14.30	14.50
					应付帐款周转率	6.54	6.30	6.00	5.70
					每股指标(元)				
					每股收益	0.65	0.81	1.00	1.15
					每股经营现金	1.69	-0.23	4.68	-1.07
					每股净资产	5.37	5.98	6.79	7.69
					估值比率				
					P/E	13.49	10.81	8.82	7.62
					P/B	0.00	1.47	1.29	1.14
					EV/EBITDA	-3.32	3.07	0.92	1.73
利润表									
	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	13259.98	14919.82	20665.36	23801.70					
营业成本	10700.28	11989.76	17047.41	19546.33					
营业税金及附加	47.05	52.22	68.20	71.41					
营业费用	572.44	641.55	878.28	1011.57					
管理费用	1077.06	1178.67	1591.23	1808.93					
财务费用	-87.60	-107.94	-154.99	-190.41					
资产减值损失	181.91	104.44	185.99	190.41					
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	358.49	345.00	675.00	635.00					
营业利润	1127.33	1406.12	1724.25	1998.46					
营业外收入	127.99	88.74	101.20	105.98					
营业外支出	7.17	14.39	10.17	10.58					
利润总额	1248.15	1480.47	1815.28	2093.86					
所得税	161.63	202.50	248.27	281.31					
净利润	1086.52	1277.97	1567.01	1812.56					
少数股东损益	420.80	447.29	548.45	634.40					
归属母公司净利润	665.72	830.68	1018.56	1178.16					
EBITDA	1447.56	1699.55	2126.81	2454.26					
EPS (元)	0.65	0.81	1.00	1.15					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com