

新时达 (002527)

扎根电梯市场，剑指工控领域

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

新时达是国内电梯控制领域领导者，通过产业链拓展整合电梯用变频产品，同时积极参与低压通用变频器在工业领域应用，目前处于导入初期，具备爆发增长潜力。

投资要点:

- 公司是国内电梯控制领域领导者，传统业务包括电梯控制成套系统、智能化微机控制板、电梯变频器系列和其他配件产品，依托下游电梯行业发展，细分板块年内将保持 30% 增速。
- 利用掌握的变频技术，积极推广应用到低压通用领域。2011 年半年确认 746 万工控类产品收入，预计全年订单或达 5000 万，有效提升未来成长预期。
- 调控政策和保障房建设影响传统业务发展：2011 年下半年商品房新开工量增速或有所放缓，进而影响 2012 年以后的电梯采购需求；同时 1000 万套保障房建设加快，缓解短期对商品房开工不足的担忧。未来关注房地产调控政策走向和保障房建设进度。
- 工控类变频器，分享“进口替代”和行业稳步增长。公司目前主要参与低压通用产品竞争，细分市场具有下游广泛、外资为主、内资正在发力“进口替代”的特点。我们认为凭借产品、技术储备优势，有望享受行业景气周期的高速成长。
- 盈利预测和投资建议：预计 2011、2012、2013 年净利润 1.16 亿、1.6 亿和 2.18 亿，分别同比增加 45%、38% 和 36%，对应 EPS 0.58、0.80 和 1.09 元。考虑工控类产品增长空间巨大、进口替代加速，传统业务随着 12 年后下游房地产建设景气复苏或迎来新一轮高峰，给予“增持”评级，目标价 25 元，对应 11 年和 12 年 43 倍和 31 倍估值。

评级：增持

上次评级：

目标价格：25.00

上次预测：

当前价格：19.87

2011.09.20

交易数据

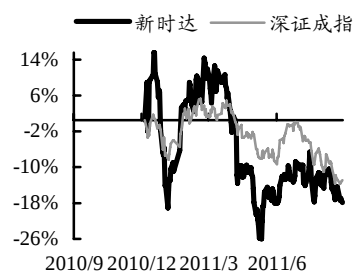
52 周内股价区间 (元)	17.17-28.98
总市值 (百万元)	3,974
总股本/流通 A 股 (百万股)	200/50
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	13

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,180
每股净资产	5.90
市净率	3.4
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-	0.05
Q2	0.16	0.20
Q3	0.15	0.15
Q4	0.09	0.18
全年	0.40	0.58

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-1%	0%
相对指数	0%	4%	3%

相关报告

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	408	502	745	1,038	1,386
(+/-)%	19%	23%	48%	39%	34%
经营利润 (EBIT)	67	89	100	154	235
(+/-)%	13%	33%	12%	54%	53%
净利润	64	80	116	160	218
(+/-)%	8%	25%	45%	38%	36%
每股净收益 (元)	0.32	0.40	0.58	0.80	1.09
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	16.5%	17.8%	13.4%	14.8%	16.9%
净资产收益率 (%)	16.8%	6.9%	9.5%	11.9%	14.2%
投入资本回报率 (%)	16.6%	19.9%	19.4%	26.4%	39.2%
EV/EBITDA	46.5	29.5	27.5	18.4	11.8
市盈率	62.2	49.6	34.2	24.8	18.3
股息率 (%)	-	-	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2011.09.20

股票研究

工业

资本货物

新时达 (002527)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 25.00

上次预测:

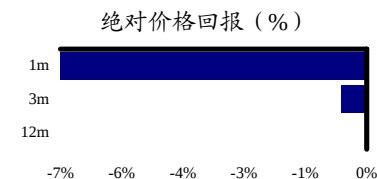
当前价格: 19.87

公司网址

www.stepelevator.com

公司简介

公司是国内最大的电梯控制系统配套供应商, 微机控制主板(电梯控制系统的核心)的国内市场占有率近三年稳居行业第一。公司主要从事电梯控制系统与电梯变频器的研发、生产及销售, 产品种类齐全。主要产品包括电梯控制成套系统、电梯召唤箱等电梯控制系统系列以及电梯专用变频器等两大类。公司拥有品牌优势, 优质的客户资源, 完善的营销服务网络, 和产品优势。2006-2007年公司的电梯控制系统被评为“上海市名牌产品”。公司被评为“上海市科技小巨人企业”, “上海市专利工



52 周价格范围 17.17-28.98
市值 (百万) 3,974

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

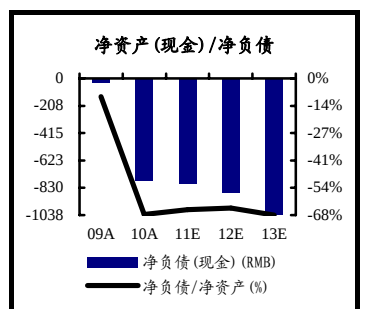
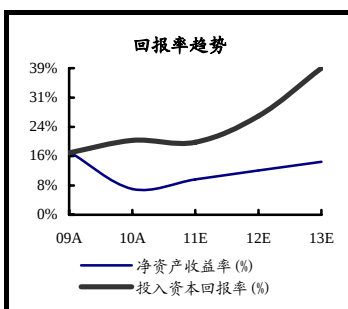
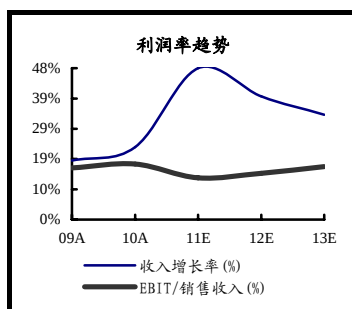
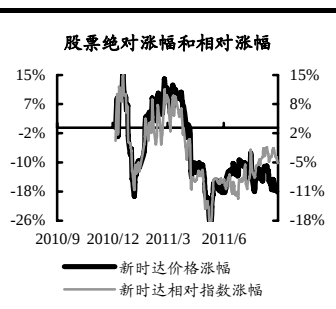
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	408	502	745	1,038	1,386
营业成本	243	292	439	618	830
税金及附加	1	2	2	3	4
销售费用	34	37	62	82	103
管理费用	62	81	142	182	213
EBIT	67	89	100	154	235
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	3	3	-28	-26	-13
营业利润	63	85	128	180	248
所得税	10	12	18	25	33
少数股东损益	1	2	3	5	6
净利润	64	80	116	160	218
货币资金、交易性金融资产	85	830	843	912	1,084
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	177	175	157	140	123
无形资产及其他资产	24	27	27	28	29
资产合计	484	1,330	1,477	1,677	2,043
流动负债	100	112	227	262	369
非流动负债	48	47	41	43	46
股东权益	380	1,154	1,230	1,350	1,528
投入资本(IC)	352	390	448	506	521
NOPLAT	58	78	87	134	204
折旧与摊销	18	19	15	15	15
流动资金增量	-6	-87	-68	-113	-103
资本支出	-18	-30	-45	-43	-53
自由现金流	51	-20	-10	-7	64
经营现金流	82	36	74	150	262
投资现金流	-15	-34	-45	-43	-53
融资现金流	-21	744	-16	-38	-37
现金流净增加额	46	746	13	69	172
收入增长率	18.9%	23.2%	48.4%	39.4%	33.5%
EBIT 增长率	13.4%	33.1%	11.7%	54.0%	52.8%
净利润增长率	7.6%	25.3%	45.2%	37.6%	35.9%
利润率					
毛利率	40.3%	41.8%	41.0%	40.5%	40.1%
EBIT 率	16.5%	17.8%	13.4%	14.8%	16.9%
净利率	15.7%	16.0%	15.6%	15.4%	15.7%
净资产收益率(ROE)	16.8%	6.9%	9.5%	11.9%	14.2%
总资产收益率(ROA)	13.2%	6.0%	7.9%	9.5%	10.6%
投入资本回报率(ROIC)	16.6%	19.9%	19.4%	26.4%	39.2%
存货周转天数	115	112	112	112	112
应收账款周转天数	76	84	84	84	84
总资产周转天数	404	659	688	35	48
净利润现金含量	1.28	0.44	0.64	0.94	1.20
资本支出/收入	4%	6%	6%	4%	4%
资产负债率	30.5%	12.0%	18.2%	18.2%	20.3%
净负债率	-9.0%	-67.6%	-65.2%	-64.4%	-67.9%
PE	62.2	49.6	34.2	24.8	18.3
PB	10.5	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	46.5	29.5	27.5	18.4	11.8
P/S	9.7	7.9	5.3	3.8	2.9
股息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%



1. 电梯控制系统内资龙头、致力变频器市场开拓

公司是国内电梯控制领域领导者，传统业务包括电梯控制成套系统、智能化微机控制板、电梯变频器系列和其他配件产品，四项合计占 2008 至 2010 年收入的 89%、88%和 90%，传统业务下游全部依托国内升降电梯行业发展。

除此之外，利用掌握的变频技术，积极推广应用到低压通用领域。2011 年半年确认 746 万工控类产品收入，预计全年订单或达 5000 万，有效提升未来成长预期。

图 1：2007-2010 年收入和净利润变化

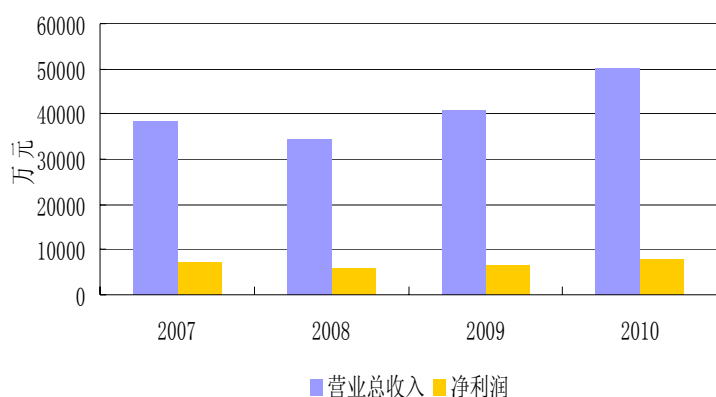
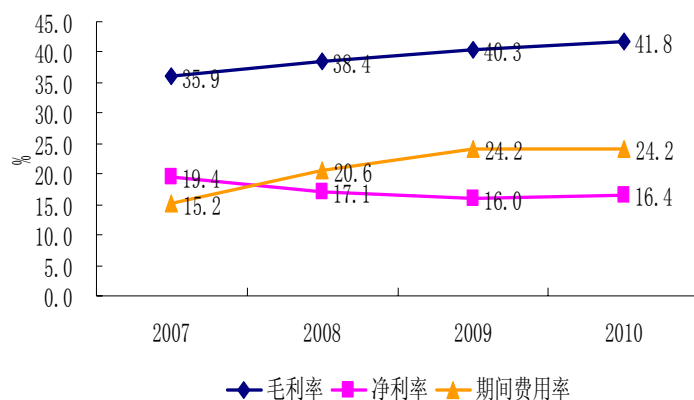


图 2：2007-2010 年盈利能力变化



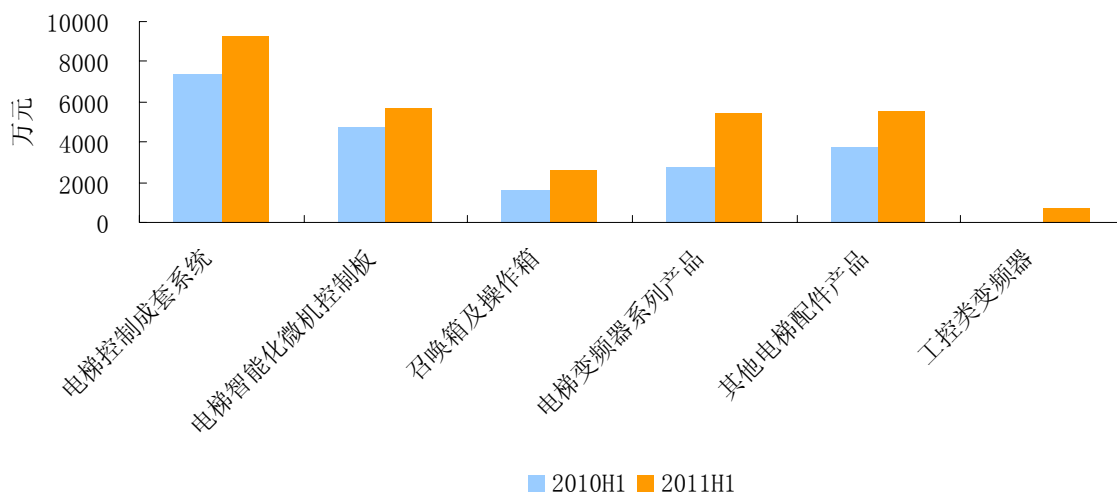
数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

2011 年半年实现收入 2.94 亿、净利润 5118 万元，分别同比增加 44.53% 和 62.17%。

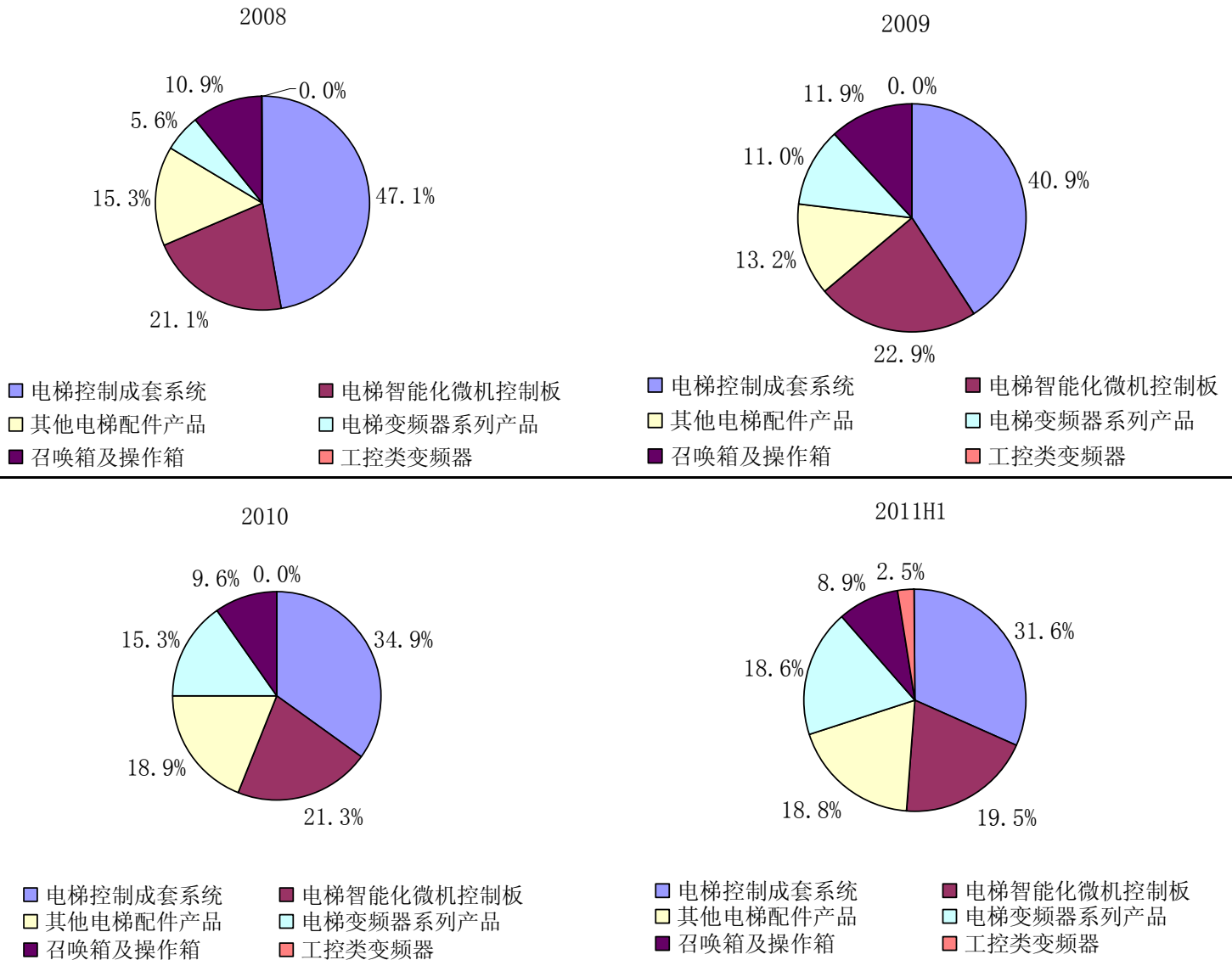
分产品看，电梯变频收入增速达 100.57%，同时工控类增加了 746 万。上市募资后财务费用由 10 年半年的 210 万变为 1094 万元收益，使得净利润增速超过收入。

图 3：2011 年半年分产品收入变化



数据来源：国泰君安证券研究

图 4: 2008 至 2011 半年收入结构变化



数据来源: 国泰君安证券研究

预计全年收入高增长, 受到费用率上升影响, 净利润增速或低于收入:

- 目前公司仍以电梯用产品为主, 受益 2010 年房地产开工量迅猛增长, 下游需求维持 30%以上增速, 公司作为细分龙头有望领先行业。
- 电梯变频业务度过培育期, 未来配套比例提高有效提升综合毛利率。考虑 2010 年下半年电梯变频产品收入基数较高, 预计全年细分板块增速较半年有所下滑。
- 工控类变频器新投放市场, 考虑下游需求和国产化进程, 短期应具备爆发式潜力。预计全年订单或达 5000 万, 随着规模优势体现毛利率持续提升。
- 受人工成本上升影响, 下半年费用率提升是大概率事件, 部分抵消经营性增长对净利润影响。

综上, 我们认为公司传统业务受益下游安装需求年内维持稳定增速, 变频器在电梯和其他工业领域加速投放有望提供超行业增长, 人工成本上涨影响全年净利润增速。

随着政府对房地产调控力度加大，商品房新开工增长将得到遏制，进一步影响电梯控制和变频产品 2012 年需求，同时各地保障房建设正逐步开展。综合考虑二者影响，我们认为传统业务进入 2012 年增速有所下滑，后续重点关注保障房交付进度。

公司初涉工业变频领域，起点高、定位宽，年内订单爆发预示 2012 年收入维持高增长。下半年或在港机领域取得突破，进一步坚定市场对公司产品技术和质量信心，提供股价和业绩触发要件。

2. 立足电梯市场，发散广阔空间

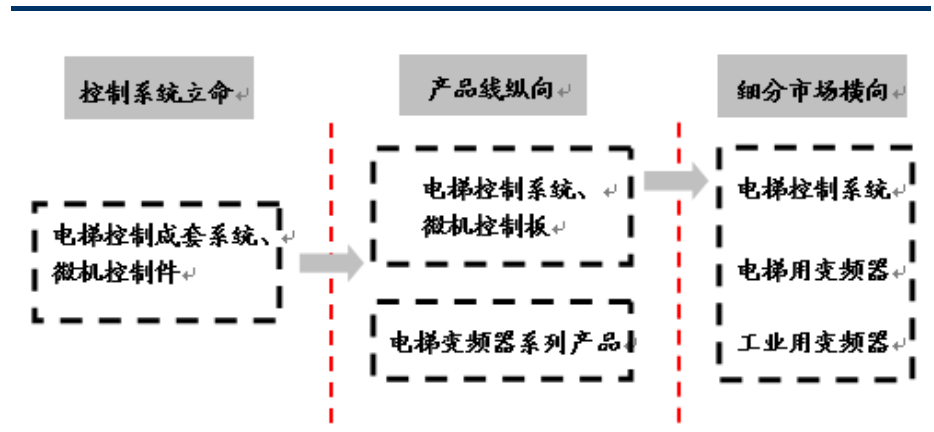
公司是国内电梯控制系统龙头，经过 2000 年至 2005 年的成长阶段和 2005 年至今的发展阶段，目前为美国奥的斯、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯、芬兰通力等在内的百余家电梯整机厂商提供控制和驱动核心部件。

目前国际四大品牌占公司收入比重大于 30%，相较 07 年的 50%有所下降，从核心产品销售来看向着广泛的客户市场拓展。

除此之外，通过产品线纵向整合，公司已具备电梯变频器系列产品。整合后提供综合控制调速系统，自配比例有望在 2011 年达到 60%。

未来发展，利用现有的研发储备和技术优势，抓住低压变频行业“进口替代”趋势增加产品应用，在工业领域实现横向开拓。

图 5：产品梯队建设合理有效



数据来源：国泰君安证券研究

2.1.1. 传统电梯配套产品——政策调控和保障房建设综合影响

考虑电梯采购约滞后新房开工建设 1~1.5 年，2011 年电梯行业增长将继续保持 30%以上增速，公司传统业务年内增长无虞。

对未来下游需求的讨论取决两方面因素：2011 年商品房开工量和年内保障房建设进度。同时，若商品房销售情况不佳，开发商或推迟封顶进而影响电梯采购安装。

我们认为，随着房地产销售进入地量成交和低价成交的“严冬”，开发商投资意愿将逐步减弱，直接影响 2012 年来自商品房建设的电梯采购需求。

图 6: 2007-2011 年房地产开发投资 (当月)

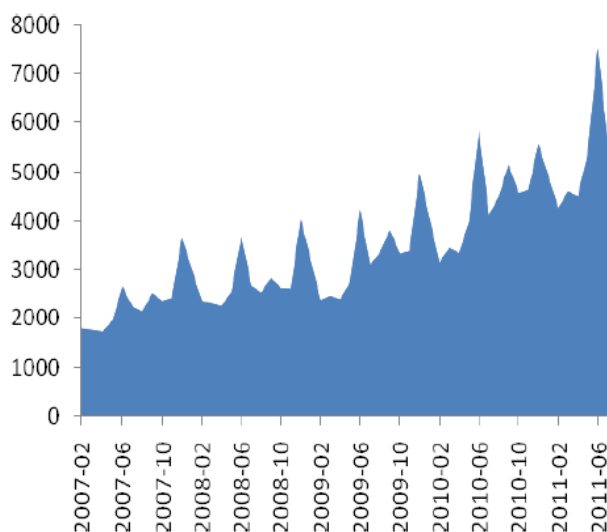
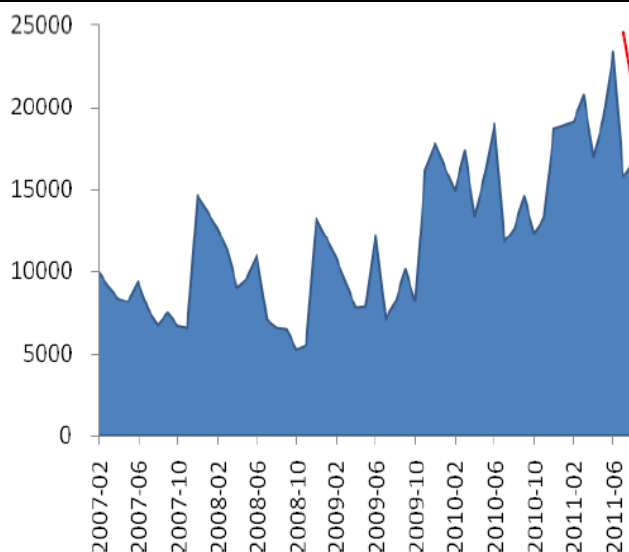


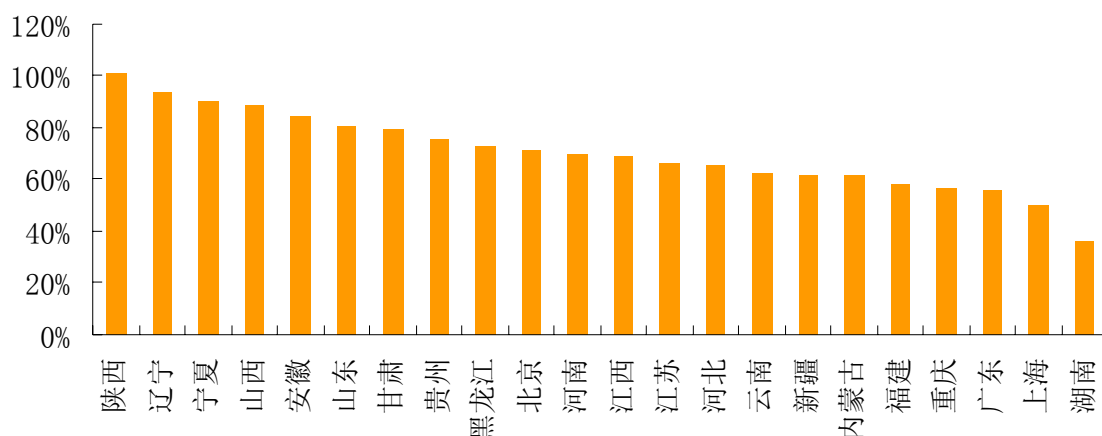
图 7: 2007-2011 年房屋新开工面积 (当月)



数据来源: 国泰君安证券研究、第一创业

保障房作为年内政府工作重点，虽前期推广面临地方财政紧缺、积极性不高等问题，我们仍保持乐观预期。简单测算 1000 万套保障房，60% 为高层、平均 12 层、3~4 套公用一步电梯，则需求在 12~16 万台。

图 8: 全国主要省市保障房建设完成情况 (开工率)



数据来源: 国泰君安证券研究

考虑 2010 年我国电梯市场在 36 万台，随着保障房开工将有效弥补商品房下滑部分。但一方面 30% 增长能否维持；另一方面按照规划 2012 年保障房“零增速”（目前两年开工量均在 1000 万套），后续商品房能否重回景气周期都值得观察。

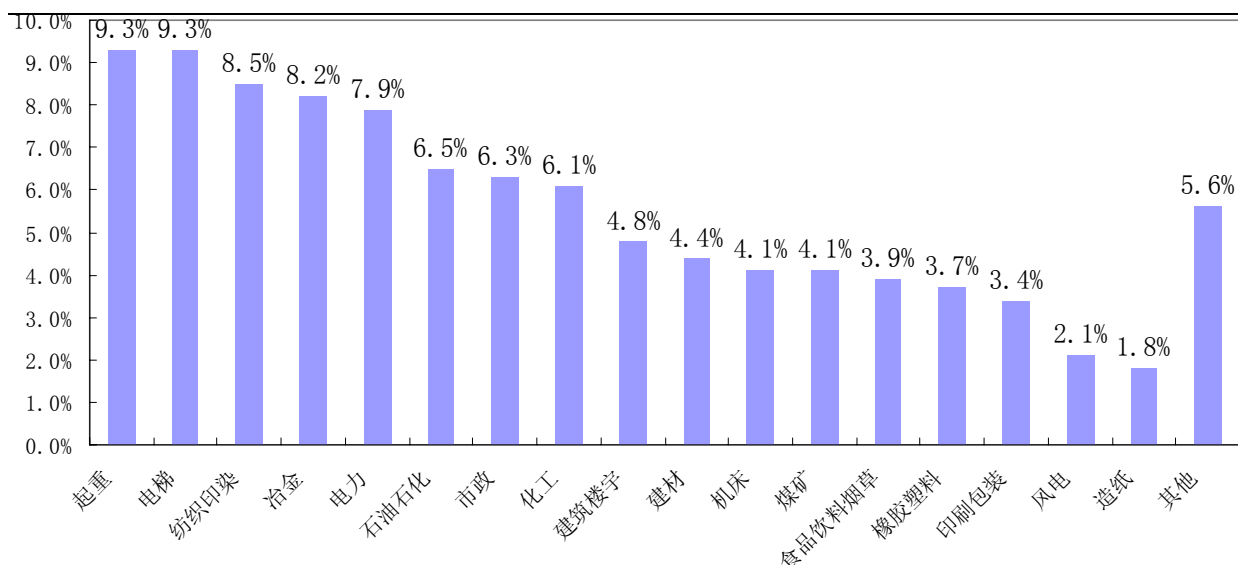
综上，我们认为传统电梯业务 2011 年增长无虞，未来受下游投资增速下

滑、需求减少影响或有所放缓，重点关注后续保障房建设规划和进度、房地产调控政策变化。

2.1.2. 低压变频市场空间广阔，重点产品交付或树品牌优势

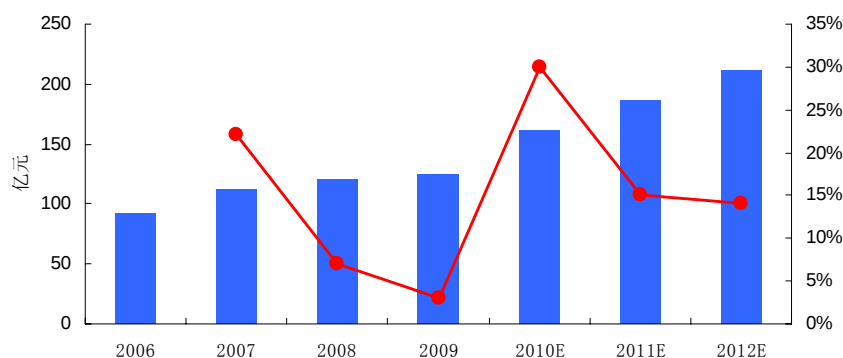
低压变频器与 PLC、伺服电机等共同组成工业自动化控制系统，下游涉及制造业多个子行业，与高压变频器主要受国家政策影响不同，低压变频下游需求与整体工业自动化发展水平相关，未来装备升级将是逐步和长期的过程，预计行业能在一段时间内保持 15% 左右的稳定增长。

图 9：低压变频下游细分市场组成



数据来源：国泰君安证券研究

图 10：我国低压变频器市场容量预测



数据来源：国泰君安证券研究

公司目前主要参与低压通用产品竞争，细分市场具有下游广泛、外资为主、内资正在发力“进口替代”的特点。我们认为凭借产品、技术储备，公司有望享受行业景气周期的高增长。

- 从发展阶段看，公司正处于开拓市场初期，电梯领域积累的资源优势有助实现爆发式增长，年内订单或达 5000 万；
- 细分行业三年内仍以“进口替代”为主，内资企业享受高于平均的

增速;

- 下半年或参与港机市场。作为工业用低压变频领域的新进入者,若能顺利实现高技术附加值产品的交付,将大大提振市场对其品牌认可度,切入高端领域并实现自上而下的渗透。

3. 投资分析和盈利预测

目前公司收入主要来自电梯市场。

- 2011 年受 2010 年新开工量增长较快影响,下游需求维持 30%以上增速;
- 政府对房地产调控政策逐渐显现作用,影响 2011 年下半年开工同比增长,进而影响 2012 年以后的商品房电梯采购需求;
- 1000 万套保障房将加快建设,综合考虑我们认为传统业务在未来两年内增速相对稳定。

值得注意的是,根据保障房建设规划 2012 年新开工仍为 1000 万套,未来关注重点将集中在商品房开发能否在 12 年重现景气,这和政策调控密切相关。

除此之外,工业变频器市场应用广泛,预计年内订单超 5000 万,细分板块将维持爆发式增长,有效弥补对传统业务增长不达的担忧。

综合以上,我们预计未来三年传统业务(电梯控制系统和微机控制板)增速为 30%、25%和 25%,电梯变频器业务增速为 75%、50%和 40%,工控类变频器实现销售收入 3000 万、1.2 亿和 2.1 亿。

预计 2011、2012、2013 年净利润 1.16 亿、1.6 亿和 2.18 亿,分别同比增加 45%、38%和 36%,对应 EPS 0.58、0.80 和 1.09 元。

考虑工控类产品增长空间巨大、进口替代加速,传统业务随着下游房地产建设景气复苏或迎来新一轮高峰,给予“增持”评级,目标价 25 元,对应 11 年和 12 年 43 倍和 31 倍估值。

未来建议重点关注下半年港机产品研发交付进度、关注工业用变频器订单增长情况和保障房建设。

作者简介:**刘骁（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110167

电话：010-59312823

邮箱：liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010年10月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@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		