



工控领域提供新增长极

调研对象：新时达董事会秘书 冯俊

电梯控制系统龙头主营业务稳定增长

受保障性住房建设不断加快的影响，电梯控制系统、电梯变频器以及其他电梯部件业务的销售规模不断扩大，主营业务呈现持续增长态势，房地产调控对公司电梯产品的需求没有产生实质性的影响。公司在电梯控制方面保持国内龙头地位，客户包含全球最大的电梯整机厂商和国内主要电梯生产厂家。预计未来电梯市场整体需求保持每年 20% 左右的稳定增长。经过多年发展，公司已经成长为国内领先的电梯控制全面解决方案供应商，具备完整的产品线。

工控类变频器业务拓展超预期

公司工控类变频器得市场拓展取得了突破性进展，三个月实现营业收入 746 万。下半年公司在高压领域又获得可观订单，累计超过 100 台，预计全年高压变频器实现收入 3,000 万左右。公司作为工控类变频器的市场新进入者，业务拓展空间较大。公司产品在煤矿、港口领域的推广值得期待。相比公司传统电梯类产品，工控类变频器产品回款周期长，对于公司现金流情况会产生负面影响。公司 IPO 募集资金净额 7.61 亿元，超募资金达到 5.76 亿元，充裕的先进流量为公司进军工控领域提供了重要的支持。

估值优势显现，建议关注

预计公司未来三年 EPS 分别为 0.56、0.72、0.88 元，对应当前股价市盈率分别为 23.4、18.2、14.9 倍。给予增持评级，目标价 18 元，对应 2012 年 25 倍 PE。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	501.97	657.05	926.91	1247.14
营业收入增长率	23.15%	30.89%	41.07%	34.55%
EBITDA（百万）	113.69	157.21	203.32	255.14
EBITDA 增长率	23.08%	38.28%	29.33%	25.49%
净利润（百万）	80.10	112.36	143.22	176.67
净利润增长率	25.38%	40.27%	27.47%	23.35%
ROE	7.04%	8.95%	10.50%	11.77%
EPS（元）	0.40	0.56	0.72	0.88
P/E	45.59	26.24	20.58	16.69
P/B	3.17	2.33	2.14	1.95
EV/EBITDA	25.47	13.32	11.22	8.62

新时达 (002527)

首次评级

增持

徐超

xuchao@csc.com.cn

010-85130634

执业证书编号：S1440511080002

当前股价：13.13 元

目标价格 6 个月：18 元

调研日期：2011 年 12 月 13 日

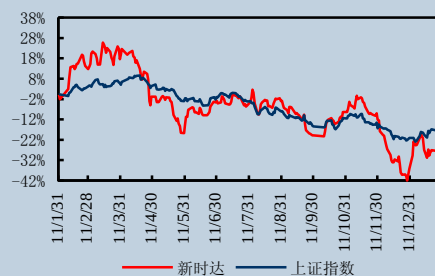
发布日期：2012 年 2 月 1 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.61/-11.74	-34.94/-27.32	-40.46/-23.47
12 月最高/最低价（元）			28.98/12.31
总股本（万股）			20000.00
流通 A 股（万股）			10159.43
总市值（亿元）			26.26
流通市值（亿元）			13.34
近 3 月日均成交量（万）			132.73
主要股东			
纪德法			21.47%

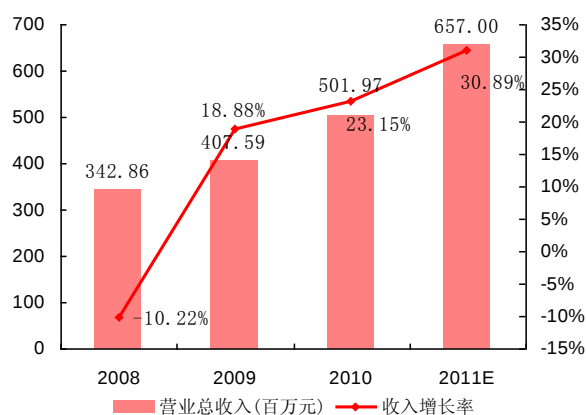
股价表现



电梯控制系统龙头，传统业务增长稳定

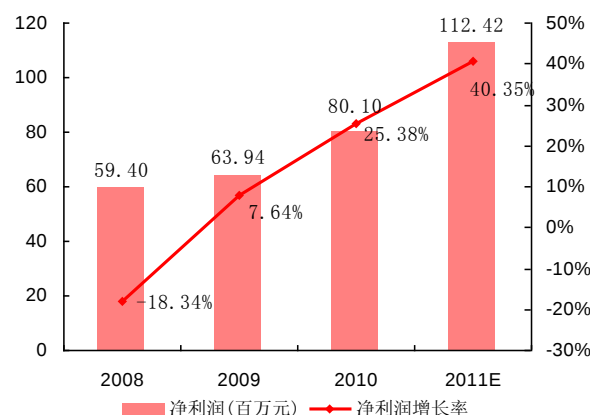
公司传统电梯产品包括电梯控制成套系统、电梯智能化微机控制板、电梯变频器系列产品、召唤箱及操纵箱以及其他电梯配件产品（主要是电缆线）。公司营业收入和净利润保持良好的增长态势。根据公司最新公布的业绩预告，2011 年公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 30.89%，净利润 1.12 亿元，同比增长 40.35%。公司在传统的电梯控制系统、电梯变频器以及其他电梯部件业务均取得了较好的经营成果。

图 1:公司营业收入和增长率



资料来源: Wind

图 2:公司净利润和增长率

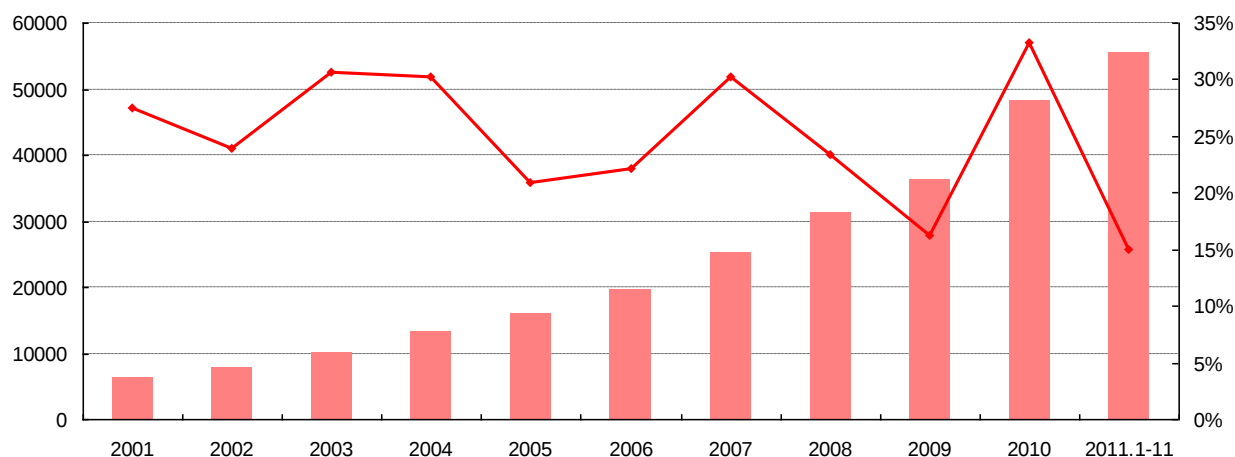


资料来源: Wind

房地产调控对电梯需求抑制有限

公司电梯类相关产品主要应用领域是住宅（70-80%）和写字楼（20-30%）。受保障性住房建设不断加快的影响，电梯控制系统、电梯变频器以及其他电梯部件业务的销售规模不断扩大，主营业务呈现持续增长态势，房地产调控对公司电梯产品的需求没有产生实质性的影响。数据显示，2011 年房地产开发投资完成额保持增长。

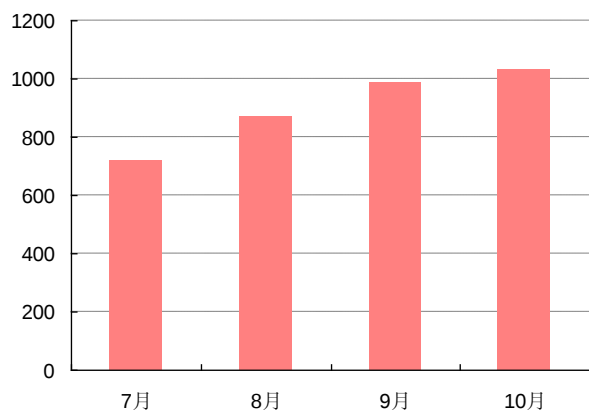
图 3:房地产开发投资完成额（亿）



资料来源: Wind

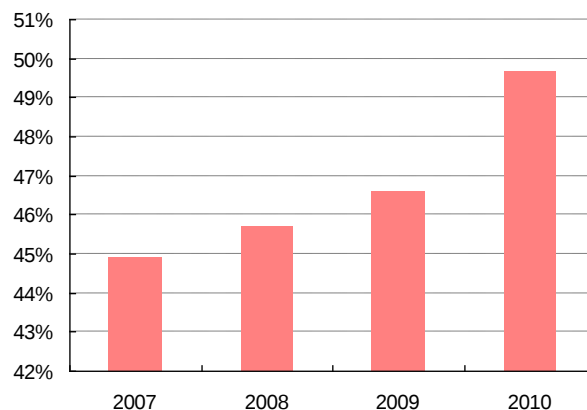
预计未来城市化建设的持续推进、旧梯更新的需求增加以及人口老龄化加速带来的旧楼改造需求，都将为电梯需求的持续稳定增长提供动力。

图 4:保障性安居工程已开工套数（万）



资料来源: Wind, 住房和城乡建设部

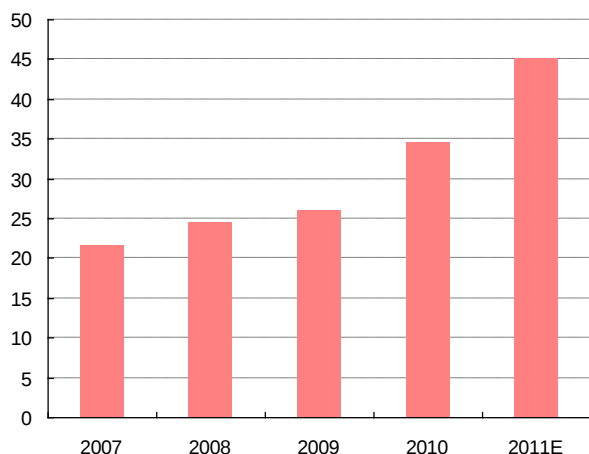
图 5:中国城镇化率快速提高



资料来源: 公开资料

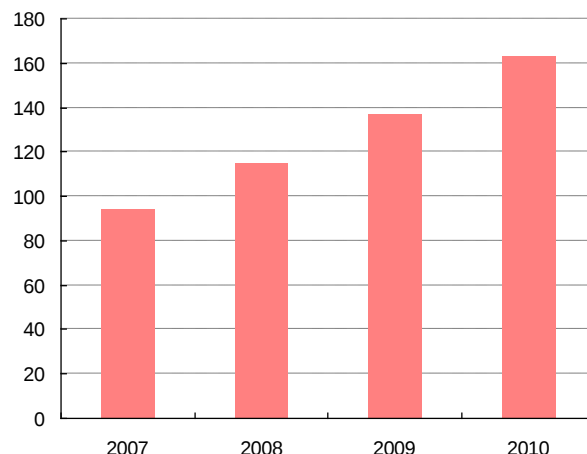
中国电梯协会相关人士在 2011 年中国电梯协会设计与制造专业委员会会员大会上透露, 预计今年全国电梯产量约 45 万台, 同比增长 23%。截至 2010 年底, 全国在用电梯总数已经达到 162.8 万台, 保有量和增长量均为世界第一。目前我国在用电梯的人均拥有量仍只有世界平均水平的一半, 发达国家的 1/10—1/20, 增长空间很大。预计未来国内电梯需求将保持 20%左右的高速增长。

图 6:中国电梯产量（万台）



资料来源: 公开资料, 中信建投研究发展部整理

图 7:中国电梯保有量（万台）



资料来源: 公开资料, 中信建投研究发展部整理

细分行业龙头，盈利水平稳定

国内电梯行业在线缆、召唤箱、变频器、井道等细分领域存在各自龙头企业。公司是国内电梯控制系统的龙头。

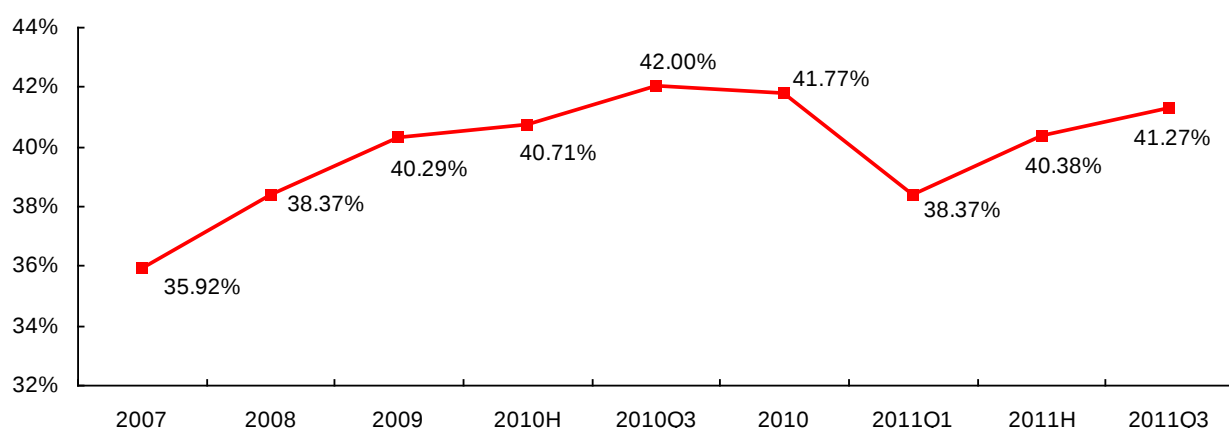
表 1：电梯相关产品国内主要厂家

电梯相关产品	主要生产厂家
电梯线缆	上海长顺电梯电缆有限公司
召唤箱，按钮	上海贝斯特电气有限公司
变频器	苏州默纳克控制技术有限公司
电梯控制系统	新时达
井道	长江润发机械股份有限公司

资料来源：中信建投研究发展部

公司主要客户包括美国奥的斯、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯、芬兰通力等全球最大的电梯整机厂商，近年来中小客户业务拓展效果良好，客户集中程度逐年降低。大客户采用公司产品主要用于住宅，而商用电梯使用自己产品较多。

除客户个别要求外，公司电梯控制成套系统均使用自产产品进行配套（包括控制板、变频器、召唤箱、操纵箱、电缆线等）。今年以来公司产品售价和毛利都保持稳定水平。

图 8：公司综合毛利水平


资料来源：Wind

微机控制主板用于完成电梯各种召唤信号处理、逻辑和算术运算、安全检查和故障判断、发出控制指令和速度指令，分为微机控制主板、轿箱控制板、指令板和显示板，其中智能化微机控制主板是电梯控制系统的核心部件。作为公司的核心产品，市场占有率近 3 年来始终稳居第一，毛利率也保持较高水平。

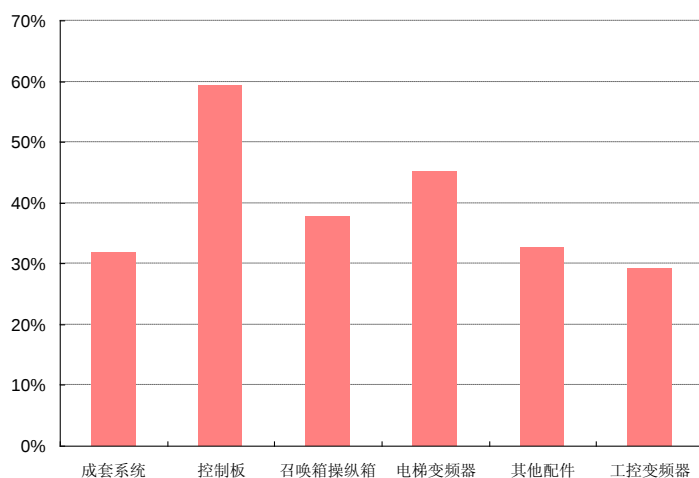
召唤箱和操纵箱的毛利率呈下降趋势，但由于内置技术含量较高的智能化微机控制板，故总体仍能保持一定的毛利率水平。

变频器方面，电梯变频器是中低压变频器中技术门槛最高的种类，主要体现在对于安全性、舒适性、可靠性方面有很高的要求。在电梯变频器领域，汇川技术子公司苏州默纳克占据国内领先地位。公司近两年业务增长较快，且客户群体涵盖了国际一线整机厂商和国内大中小型各类客户。

其他电梯配件主要指电梯电缆，由子公司上海新时达电缆有限公司生产。

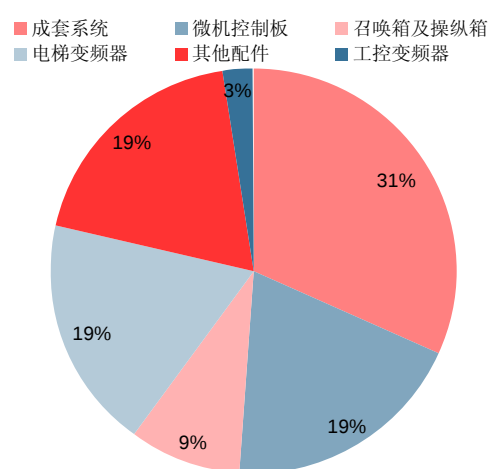


图 9:公司分产品毛利率 (2011H)



资料来源: Wind

图 10:公司收入结构 (2011H)



资料来源: Wind

需求饱满, 合理扩大产能

12月9日公司发布公告, 使用超募资金 4154 万元收购上海颐文实业有限公司 100% 股权。颐文公司的核心资产为位于上海市嘉定区南翔镇美裕路总面积为 39,879 平方米的工业地块。公司收购目的在于增加产业发展所需土地资源。目前公司电梯控制系统以及配套部件业务持续快速增长, 产能亟待扩充。公司拟通过收购颐文公司股权以增加产业发展所需土地资源, 并拟在收购完成后, 对募集资金投资项目——电梯控制成套系统扩建技术改造项目的实施地点进行变更, 为公司未来长远发展规划的实现提供充分的资源保障。

表 2: 公司项目投资情况

序号	投资事项	公告日期	计划投资金额(万元)	资金来源
1	收购上海颐文实业有限公司 100% 股权	2011-12-09	4,154	非募集资金
2	使用部分超募资金永久性补充流动资金	2011-05-23	7,000	新股发行
3	建设海外业务上海营销中心	2011-05-23	1,500	新股发行
4	建设上海辛格林纳新时达电机有限公司工控类变频器业务上海营销中心	2011-05-23	4,500	新股发行
5	设立从事海外贸易业务子公司	2011-03-15	--	非募集资金
6	使用部分超募资金归还银行贷款	2011-01-18	5,000	新股发行
7	电梯专用系列变频器扩建技术改造项目	2010-12-07	5,788	新股发行
8	电梯控制成套系统扩建技术改造项目	2010-12-07	8,806	新股发行
9	企业技术中心扩建项目	2010-12-07	3,954	新股发行

资料来源: 中信建投研究发展部

公司经过多年发展, 已经成长为国内领先的电梯控制全面解决方案供应商, 具备完整的产品线, 各种产品之间紧密联系。募投项目建设不仅表现在募集资金项目产品收入的提升, 还将带动起公司其他产品如电梯智能化微机控制板、电梯操纵箱和电梯召唤箱等配套销售。

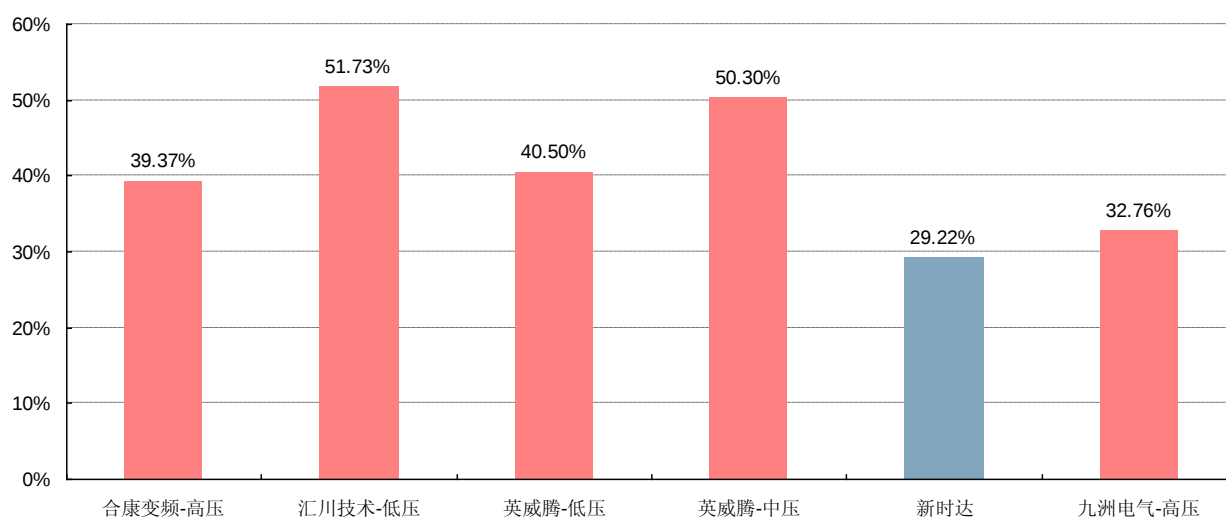
工控类变频器业务拓展超预期

2011 年，公司工控类变频器得市场拓展取得了突破性进展，尤其是在高压、大功率变频器领域获得了预期的经营业绩和研发成果，成为公司新的业务增长点，三个月实现营业收入 746 万。下半年公司在高压领域又获得可观订单，累计超过 100 台，预计全年高压变频器实现收入 3,000 万左右。

公司成功进军高压变频器，主要是凭借在电梯变频器领域多年的技术积累，高压变频器对于公司来说基本不存在技术壁垒。公司一方面技术成熟，另一方面拥有强大的销售队伍，未来目标是提高市场份额。

公司作为工控类变压器的市场新进入者，业务拓展空间较大。目前毛利水平不高（2011 年上半年 29.22%），主要是因为进入时间较短，在售价上给予优惠。随着公司逐步树立起行业地位，毛利率有提升空间。

图 11:上市公司变频器业务毛利率（2011H）



资料来源: Wind

公司高压变频器目前主要用于煤矿。与华鑫公司成立合资公司事宜正在进展中，利于公司未来持续拓展矿用变频器市场。

港机变频器领域一直是进口变频器的天下。公司在国内企业中率先进军港机领域，产品在上海外高桥二期码头试运行。公司与振华重工在港机领域进行了比较深入的合作。目前公司已经签订了进场协议，预计明年 1-2 月份正式进场，明年有望实现收入。目前港机业务规模不大，尚需积累运行记录和市场口碑。公司在港机领域的推广走在市场前端，未来发展值得期待。

相比公司传统电梯类产品，工控类变频器产品回款周期长，对于公司现金流情况会产生负面影响。公司 IPO 募集资金净额 7.61 亿元，超募资金达到 5.76 亿元，充裕的先进流量为公司进军工控领域提供了重要的支持。



估值优势显现，建议关注

预计未来电梯市场需求保持 20%的稳定增速，公司作为电梯控制系统龙头，增速高于行业平均水平。高压变频器领域的拓展成为公司业绩新的增长点。

表 3：新时达盈利预测

业务	2010	2011E	2012E	2013E
电梯控制成套系统				
收入（百万）	175.08	201.34	241.61	289.93
增长率（%）	4.99	15.00	20.00	20.00
毛利率（%）	36.28	31.50	31.50	31.50
电梯智能化微机控制板				
收入（百万）	107.06	123.12	147.74	177.29
增长率（%）	14.47	15.00	20.00	20.00
毛利率（%）	61.53	58.00	58.00	58.00
召唤箱及操纵箱				
收入（百万）	48.28	65.18	87.99	118.78
增长率（%）	-0.50	35.00	35.00	35.00
毛利率（%）	41.37	38.00	38.00	38.00
其他电梯配件产品				
收入（百万）	94.97	118.71	148.39	185.49
增长率（%）	76.40	25.00	25.00	25.00
毛利率（%）	25.25	32.50	32.50	32.50
电梯变频系列产品				
收入（百万）	76.58	118.70	166.18	232.65
增长率（%）	70.39	55.00	40.00	40.00
毛利率（%）	47.4	45.00	44.50	44.50
工控变频器				
收入（百万）	-	30.00	135.00	243.00
增长率（%）	-	-	350.00	80.00
毛利率（%）	-	-	35.00	35.00
合计				
收入（百万）	501.97	657.05	926.91	1247.14
增长率（%）	23.15	30.89	41.07	34.55
毛利率（%）	41.76	39.66	39.34	39.14

资料来源：中信建投研究发展部

预计公司未来三年 EPS 分别为 0.56、0.72、0.88 元，对应当前股价市盈率分别为 23.4、18.2、14.9 倍，给予增持评级，目标价 18 元，对应 2012 年 25 倍 PE。



报表预测

	2010	2011E	增长率	2012E	增长率	2013E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	501.97	657.05	30.89%	926.91	41.07%	1247.14	34.55%
营业成本	292.31	396.45	35.63%	562.25	41.82%	758.99	34.99%
营业税金及附加	1.52	2.04	34.21%	2.84	39.22%	3.85	35.56%
营业费用	37.45	46.65	24.57%	67.48	44.65%	89.67	32.88%
管理费用	81.36	99.54	22.35%	143.67	44.33%	191.12	33.03%
财务费用	2.78	-13.14	-572.66%	-12.05	-8.30%	0.00	-100.00%
资产减值损失	1.44	1.85	28.47%	2.64	42.70%	3.53	33.71%
公允价值变动收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
投资净收益	0.02	0.00	-100.00%	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	85.13	123.65	45.25%	160.08	29.46%	199.98	24.93%
营业外收入	10.24	10.55	3.03%	10.40	-1.42%	10.47	0.67%
营业外支出	0.66	0.44	-33.33%	0.55	25.00%	0.49	-10.91%
利润总额	94.71	133.76	41.23%	169.92	27.03%	209.96	23.56%
所得税	12.32	18.73	52.03%	22.95	22.53%	28.87	25.80%
净利润	82.39	115.03	39.62%	146.98	27.78%	181.09	23.21%
少数股东损益	2.29	2.68	17.03%	3.75	39.93%	4.42	17.87%
归属母公司净利润	80.10	112.36	40.27%	143.22	27.47%	176.67	23.36%
EBITDA	113.69	157.21	38.28%	203.32	29.33%	255.14	25.49%
EPS（摊薄）	0.40	0.56	40.00%	0.72	28.57%	0.88	22.22%
资产负债表（百万元）							
流动资产	1125.86	1288.51	14.45%	1767.52	37.18%	2009.46	13.69%
现金	830.04	962.90	16.01%	1198.01	24.42%	1386.75	15.75%
应收账款	136.94	150.79	10.11%	265.26	75.91%	287.62	8.43%
其它应收款	3.85	13.08	239.74%	7.41	-43.35%	22.27	200.54%
预付账款	8.48	0.00	-100.00%	12.66	N/A	2.16	-82.94%
存货	107.50	138.55	28.88%	207.88	50.04%	261.46	25.77%
其他	39.05	23.18	-40.64%	76.29	229.12%	49.20	-35.51%
非流动资产	203.75	248.20	21.82%	329.08	32.59%	422.38	28.35%
长期投资	0.20	0.20	0.00%	0.20	0.00%	0.20	0.00%
固定资产	173.75	214.98	23.73%	286.85	33.43%	370.72	29.24%
无形资产	24.40	28.95	18.65%	37.43	29.29%	46.95	25.43%
其他	5.40	4.07	-24.63%	4.60	13.02%	4.51	-1.96%
资产总计	1329.60	1536.70	15.58%	2096.60	36.44%	2431.83	15.99%
流动负债	112.06	187.17	67.03%	603.87	222.63%	773.99	28.17%
短期借款	10.00	10.50	5.00%	389.94	3613.71%	454.39	16.53%
应付账款	70.06	132.48	89.10%	144.52	9.09%	236.20	63.44%
其他	32.00	44.19	38.09%	69.40	57.05%	83.41	20.19%
非流动负债	47.13	64.08	35.96%	92.71	44.68%	118.83	28.17%
长期借款	40.00	56.68	41.70%	85.44	50.74%	111.50	30.50%
其他	7.13	7.40	3.79%	7.26	-1.89%	7.33	0.96%



上市公司调研报告

负债合计	159.19	251.25	57.83%	696.57	177.24%	892.82	28.17%
少数股东权益	16.81	19.49	15.94%	23.24	19.24%	27.66	19.02%
归属母公司股东权益	1153.60	1265.96	9.74%	1376.79	8.75%	1511.35	9.77%
负债和股东权益	1329.60	1536.70	15.58%	2096.60	36.44%	2431.83	15.99%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	16.28	156.31	860.14%	-49.21	-131.48%	266.08	-640.70%
净利润	82.39	115.03	39.62%	146.98	27.78%	181.09	23.21%
折旧摊销	18.98	23.45	23.55%	33.40	42.43%	45.18	35.27%
财务费用	2.78	-13.14	-572.66%	-12.05	-8.30%	0.00	-100.00%
投资损失	-0.02	0.00	-100.00%	0.00	N/A	0.00	N/A
营运资金变动	-86.86	30.66	-135.30%	-217.38	-809.00%	39.74	-118.28%
其它	-0.99	0.31	-131.31%	-0.15	-148.39%	0.08	-153.33%
投资活动现金流	-19.28	-68.21	253.79%	-114.13	67.32%	-138.55	21.40%
资本支出	0.86	44.49	5073.26%	80.87	81.77%	93.30	15.37%
长期投资	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	-18.42	-23.72	28.77%	-33.26	40.22%	-45.25	36.05%
筹资活动现金流	739.00	44.77	-93.94%	18.76	-58.10%	-3.12	-116.63%
短期借款	-1.00	0.50	-150.00%	-0.25	-150.00%	0.13	-152.00%
长期借款	0.00	16.68	N/A	28.76	72.42%	26.05	-9.42%
其他	740.00	27.59	-96.27%	-9.75	-135.34%	-29.30	200.51%
现金净增加额	736.00	132.87	-81.95%	-144.58	-208.81%	124.41	-186.05%



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

徐超：清华大学学士、硕士，德国亚琛工业大学硕士，电力设备新能源行业分析师，4年证券行业经验；擅长行业和公司基本面分析；曾入围水晶球卖方分析师奖。

于振家 010-85156329 yuzhenjia@csc.com.cn

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010