

2011年8月17日

A
未有评级

002527.SZ - 人民币 21.46

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	(3)	(2)	-
相对新华富时A50指数(%)	(13)	4	5	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	200
流通股(%)	60.93
流通股市值(人民币 百万)	2,608
3个月日均交易额(人民币 百万)	14
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
纪德法	21.47
刘丽萍	10.56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波、武雯、游家训为本报告的重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

新时达

深耕高端专用市场, 阔步走向工驱蓝海

公司发布 2011 年中报业绩, 实现营业收入约 2.9 亿元, 同比增长 45%, 实现净利润约 0.51 亿元, 同比增长 62%, 业绩基本符合市场预期, 公司同时预告三季度业绩, 同比增长 30%-50%。今年公司电梯控制及驱动业务保持强劲增速, 工控领域拓展顺利, 我们预计公司全年业绩同比增长 40%以上, 实现每股收益约 0.57 元。

中报要点

- 中报业绩主要依赖电梯控制和驱动业务拉动。2011 年半年度实现营业收入约 2.9 亿元, 同比增长 45%, 实现净利润约 0.51 亿元, 同比增长 62%, 业绩基本符合市场预期, 上半年业绩主要依赖电梯控制及变频业务, 该业务同比增长了 40.9%, 该业务中的变频器产品同比增长了 100%。
- 工控变频领域拓展成效初现。公司新扩展的工控变频领域, 目前共用募投项目中变频器产线, 公司于今年 3、4 月份向市场推出系列工控变频器产品, 目前已经取得了很好的成绩, 3 个月的时间已取得了 750 万的收入, 预计上半年新增订单在 2,000 万以上。
- 技术升级保障毛利率稳定。从各细分产品毛利率来看, 基本保持稳定, 主要系公司产品在不断升级。另一方面, 由于电梯领域产品单价在持续小幅下降, 因此公司实际出货量要高于营收规模增长。工业变频毛利率为 29.2%, 大幅低于行业平均水平, 主要系收入规模较小, 而采购和物流成本相对较高所致, 随之规模的大幅增长, 该业务毛利率水平将明显提升。
- 下半年继续保持较快发展。下半年电梯控制及驱动业务继续保持 30%以上增速, 工业变频器业务有望实现 3,000 万以上的收入, 3,000 万以上的新增订单。

估值

- 预计公司 2011 年-2013 年实现每股收益为 0.57 元、0.81 元、1.14 元, 三年复合增长率 40%左右, 对应当前股价 (21.40 元) 的市盈率分别为 37.5、26.4 倍和 18.8 倍。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	408	502	721	1,072	1,542
增幅(%)	18.9	23.2	43.7	48.6	43.8
净利润(人民币 百万)	64	80	114	162	227
全面摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.40	0.57	0.81	1.14
增幅(%)	7.64	25.28	41.81	42.49	40.48
市盈率(倍)	66.94	53.43	37.68	26.44	18.82
每股现金流量(人民币)	0.42	0.09	0.50	0.17	0.54
价格/每股现金流量(倍)	51.02	238.02	42.38	128.39	39.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.78	34.32	28.70	19.07	13.03
每股股息(人民币)	0.07	0.12	0.06	0.08	0.11
股息率(%)	0.31	0.56	0.27	0.38	0.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年半年度净利润增长 62%

公司 2011 年半年度实现营业收入约 2.9 亿元，同比增长 45%，实现净利润约 0.51 亿元，同比增长 62%，业绩基本符合市场预期，公司同时预告三季度业绩，同比增长 30%-50%。

公司业绩增长的主要原因是：电梯控制及变频保持较强劲的增长势头。值得关注的是，公司新扩展的工控变频领域，目前共用募投项目中变频器产线，公司于今年 3、4 月份向市场推出系列工控变频器产品，目前已经取得了很好的成绩，3 个月的时间已取得了 750 万的收入，预计上半年工控领域新增订单在 2,000 万左右。

从半年度财务指标来看：

- 1、**电梯控制及变频继续保持强劲增长势头，工控变频拓展成效初现。**随着募投项目变频器生产线的投产，公司未来重点是大力拓展变频器元器件业务，其中，电梯用变频器增长 100%，工业变频器投向市场仅 3 个月，实现收入 750 万，预计新增订单在 2,000 多万。电梯变频器系列产品中 70%以上是一体机，微机控制板增速相对不高，仅 20%左右。

图表 2. 主营业务情况

	2011 年半年度营业收入(百万元)	2010 年半年度营业收入(百万元)	同比增长(%)	2011 年毛利率(%)	2010 年毛利率(%)	变化百分点
电梯控制及变频	286.6	203.4	40.9	40.7	40.7	(0.0)
电梯控制成套系统	93.0	74.2	25.3	31.9	30.8	1.1
电梯智能化微机控制板	57.5	47.7	20.4	59.4	60.1	(0.6)
召唤箱及操纵箱	26.3	16.4	60.0	37.9	42.3	(4.4)
电梯变频器系列产品	54.7	27.3	100.6	45.3	43.2	2.1
其他电梯配件产品	55.1	37.8	45.8	32.6	33.3	(0.7)
工控变频	7.5			29.2		
合计	294.0	203.4	44.5	40.4	40.7	(0.3)

资料来源：公司数据

- 2、**产品升级保障毛利率水平。**从各细分产品毛利率来看，基本保持稳定，主要系公司产品再不断升级。另一方面，由于电梯领域产品单价在持续小幅下降，因此公司实际出货量要高于营收规模增长。工业变频毛利率为 29.2%，大幅低于行业平均水平（40%以上），主要系收入规模较小，而采购和物流成本相对较高所致，随之规模的大幅增长，该业务毛利率水平将明显提升并达到行业平均水平，甚至以上。

3、**费用率小幅下降。**虽然销售费用和管理费用规模同比涨幅较大，主要系公司销售人员增长较快，但公司营收增长更快，因此销售费用率和管理费用率略有下降，其中销售费用率为7.89%，下降0.62个百分点，管理费用率为15.26%，下降0.81个百分点。财务费用实现0.11亿元的收入，主要系公司超募资金约5.76亿，由于公司属于轻资产、高周转类型（随着变频器业务逐渐做大，该特点更加明显），少量的流动资金补充即可支撑较大的营收规模，所以大部分超募资金如果不用于新的固定资产投资或收购，将会持续产生财务正收益。

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	203.43	294.02	44.53
销售税金	(0.62)	(1.14)	84.71
营业成本	(120.62)	(175.31)	45.34
毛利润	82.20	117.57	43.03
销售费用	(17.31)	(23.20)	34.04
管理费用	(32.70)	(44.87)	37.24
资产减值损失	(0.46)	(2.04)	347.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	(2.10)	10.94	
投资收益	0.02	0.02	0.00
经营利润	29.66	58.41	96.95
营业外收入	8.14	4.23	(48.00)
营业外支出	(0.51)	(0.10)	(80.35)
利润总额	37.29	62.54	67.74
所得税	(4.98)	(9.65)	93.86
少数股东权益	(0.75)	(1.72)	128.96
净利润	31.56	51.18	62.17
主要比率 (%)			
毛利率	40.71	40.38	(0.33)
销售费用率	8.51	7.89	(0.62)
管理费用率	16.07	15.26	(0.81)
财务费用率	1.03	(3.72)	(4.75)
经营利润率	14.58	19.87	5.29
净利率	15.51	17.41	1.89
所得税率	13.35	15.42	2.08
少数股东权益率	2.32	3.25	0.93

资料来源：公司数据

下半年继续保持较好增长势头

我们预计公司下半年继续保持较强劲增长势头：

- **下半年电梯控制及驱动业务继续保持 30%以上增速。**其中电梯变频器产品有望继续保持 100% 的增长。受奥的斯产品事件影响，公司给奥的斯的供货在 7 月份略有下滑，但 8 月份已恢复正常水平（奥的斯 7 月份出货量有所下滑，主要是客户要求延迟交货，8 月份已恢复）。奥的斯事件集中反映了目前国内电梯安全体系不健全，导致电梯价格下降较快进而造成出现电梯在用料以及选型方面出现问题，是行业性事件。
- **下半年工业变频器业务有望实现 3,000 万以上的收入，3,000 万以上的新增订单。**公司从今年 3、4 月份开始介入工控变频市场，通过增加工控销售人员（销售费用增长较快）、利用工控分销渠道、成立合资工控企业，借助公司在电梯领域长期服务于外资企业的品质优势，工控变频器实现了较快突破，上半年预计实现新增订单约 2,000 多万，预计全年实现不低于 5,000 万的新增订单。

全年业绩增长 40%以上

我们预计公司 2011 年-2013 年实现每股收益为 0.57 元、0.81 元、1.14 元，三年内年复合增长率 40%左右，对应当前股价（21.40 元）的市盈率分别为 37.6、26.4 倍和 18.8 倍。

图表 4.盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011	2012	2013
电梯控制和驱动	营业收入	342.9	407.6	502.0	681.4	870.2	1122.3
	同比增长(%)	(10.2)	18.9	23.2	35.8	27.7	29.0
	毛利率(%)	38.4	40.3	41.8	41.6	41.6	41.7
港机控制与驱动	营业收入					2.0	20.0
	同比增长(%)						900.0
	毛利率(%)					25.0	45.0
通用工业驱动	营业收入				40.0	200.0	400.0
	同比增长(%)					400.0	100.0
	毛利率(%)				35.0	40.0	40.0
合计	营业收入	342.9	407.6	502.0	721.4	1,072.2	1,542.3
	同比增长(%)	(10.2)	18.9	23.2	43.7	48.6	43.8
综合毛利率	(%)	38.4	40.3	41.8	41.2	41.3	41.3
销售费用率	(%)	8.8	8.4	7.5	7.3	7.1	6.9
管理费用率	(%)	12.0	15.1	16.2	18.3	17.9	17.6
财务费用率	(%)	(0.2)	0.7	0.6	(2.7)	(1.4)	(0.6)
实际所得税率	(%)	14.1	12.9	13.0	13.0	13.0	13.0
净利润率	(%)	17.1	16.0	16.4	16.7	16.2	16.0
少数股东损益率	(%)	(0.3)	0.3	0.5	1.0	1.1	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371