



电梯控制与变频领先企业，下游覆盖国际电梯产业巨头

——新时达（002527）调研报告

2012 年 11 月 5 日

推荐/首次

新时达

调研报告

报告摘要:

- **电梯控制系统市场占有率保持第一，近年来业绩高速增长。**公司是国内电梯控制和变频领域领先企业，电梯控制产品市场占有率常年保持第一。2008 年以来，公司业绩保持高速增长，营业收入和净利润复合增长率分别达到 24.23% 和 23.64%，且毛利率呈现小幅上升趋势。
- **公司综合竞争实力较强，成功跻身国际电梯龙头企业供应商行列。**经过多年的行业积累，公司产品的品牌、质量都已达到国际一流水平。依托坚实的研发实力、稳定的产品质量、完善的服务体系以及良好的市场形象，公司产品已经获得国际前四大电梯整机厂商的青睐，成功跻身美国奥的斯、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯、芬兰通力供应商行列。同时，国内的康力电梯也与公司成为较为密切的合作伙伴。
- **房地产市场短期需求不振，多因素推动电梯需求增长。**在国家政策的大力调控下，我国房地产市场短期不振，2012 年累计新开工面积持续负增长。但是，多种因素助推电梯市场需求增长：高层建筑比例逐步增加，电梯普及率提升；业主对舒适性关注度提升，带动电梯密度提高；保障房建设带动电梯市场需求增长；电梯维修和改造需求增加，成为电梯市场的重要组成部分。
- **公司推出股权激励计划，彰显未来发展信心。**公司采用限制性股票形式推出股权激励计划，本激励计划授予的限制性股票分三次解锁，要求以 2011 年业绩为基数，公司 2012-2014 年净利润增长率不低于 20%、44% 和 73%。
- **盈利预测：**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.61 元，0.79 元和 1.01 元，目前股价对应 PE 分别为 21 倍，16 倍和 13 倍，给予公司 2012 年 25 倍 PE，对应目标价 15.25 元，首次给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	657.29	793.60	979.37	1,212.73
增长率（%）	30.94%	20.74%	23.41%	23.83%
净利润（百万元）	112.27	125.07	162.44	208.84
增长率（%）	40.16%	11.41%	29.88%	28.56%
每股收益(元)	0.543	0.605	0.785	1.010
净资产收益率（%）	9.04%	9.30%	11.05%	12.80%
PE	23.63	21.21	16.33	12.70
PB	2.07	1.97	1.80	1.63

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(9.30)

总资产（百万元）	1570.54
股东权益（百万元）	1381.50
每股净资产（元）	6.57
市净率（X）	1.93
负债率（%）	12.04

交易数据

52 周股价区间（元）	11.98-22.23
总市值（万元）	262,000
流通市值（万元）	80,100
总股本/流通 A 股	3.27
52 周日均换手率	2.12%

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

目 录

1. 电梯控制与变频领域领先企业，跻身国际电梯巨头供应商行列	3
1.1 电梯控制与变频领域专家，业绩保持快速增长	3
1.2 下游客户覆盖国际电梯企业龙头，体现出公司优异的综合竞争实力	5
2. 国内房地产市场陷入低谷，但多因素提振电梯需求	6
2.1 房地产市场低迷，2012 年电梯市场需求仍稳步增长	6
2.2 多因素提振电梯需求，部分抵消房地产市场影响	9
3. 公司推出股权激励，彰显未来业绩增长信心	10
4. 盈利预测与公司估值	10
5. 风险提示	11

表格目录

表 1: 公司主要产品类型	3
表 2: 公司微机控制主板市场占有率情况	5
表 3: 公司电梯变频器市场占有率情况	5
表 4: 公司股权激励业绩考核条件	10
表 5: 公司各年度股权激励费用摊销情况	10

插图目录

图 1: 公司主要产品及其关联关系示意图	3
图 2: 2007-2011 年公司营业收入和净利润情况	4
图 3: 2012 年中报公司各产品销售收入占比	4
图 4: 2007-2011 年公司分产品毛利率情况	4
图 5: 2007-2011 年公司期间费用率情况	4
图 6: 中国、日本、韩国的城市化进程曲线	6
图 7: 2004 年-2011 年我国电梯产量及增长率	7
图 8: 2003-2009 年我国电梯控制系统市场规模	8
图 9: 2004-2009 年我国电梯变频器市场规模	8
图 10: 我国电梯控制系统市场份额分布图	8
图 11: 我国电梯变频器市场份额分布图	8
图 12: 我国房地产新开工面积累计同比情况	9
图 13: 我国房地产施工面积累计同比情况	9

1.电梯控制与变频领域领先企业，跻身国际电梯巨头供应商行列

1.1 电梯控制与变频领域专家，业绩保持快速增长

1.1.1 公司产品涉及电梯控制与变频，是国内电梯控制系统的龙头企业

公司主要从事电梯控制系统与电梯变频器的研发、生产及销售业务，是国内最大的电梯控制系统配套供应商。

在电梯控制系统方面，公司主要产品包括电梯控制成套系统、电梯智能化微机控制板、电梯操纵箱、电梯召唤箱等；在变频器方面，公司主要产品包括电梯专用变频器、一体化电梯驱动控制器、门机变频器等。公司产品适用于高速/中速/低速电梯、交流/直流电梯、液压电梯、自动扶梯等各种类别电梯。

表 1：公司主要产品类型

产品类别	主要产品
电梯控制系统	电梯控制成套系统、电梯智能化微机控制板、电梯操纵箱、电梯召唤箱
电梯变频系列产品	电梯专用变频器、一体化电梯驱动控制器、门机变频器

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 1：公司主要产品及其关联关系示意图

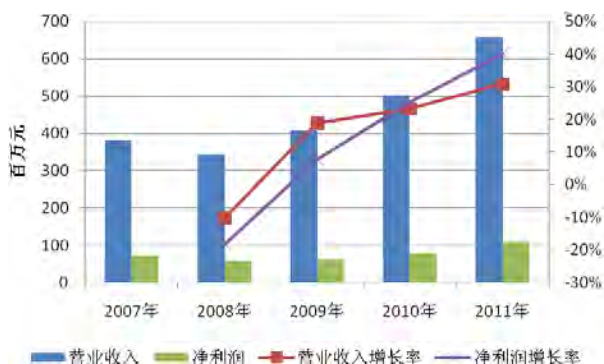


资料来源：公司公告，东兴证券整理

1.1.2 公司业绩保持快速增长，毛利率整体呈现上升趋势

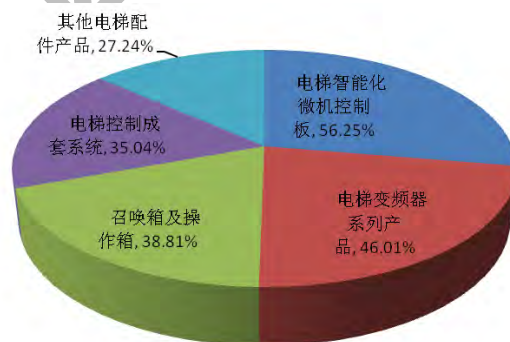
2008 年-2011 年，公司主营业务收入及净利润呈现快速增长态势，年复合增长率分别达到 24.23%和 23.64%，且增长速度逐年提升。2011 年，公司营业收入达到 6.57 亿元，同比增长 30.94%，归属上市公司股东的净利润达到 1.12 亿元，同比增长 40.16%。

图 2：2007-2011 年公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 3：2012 年中报公司各产品销售收入占比



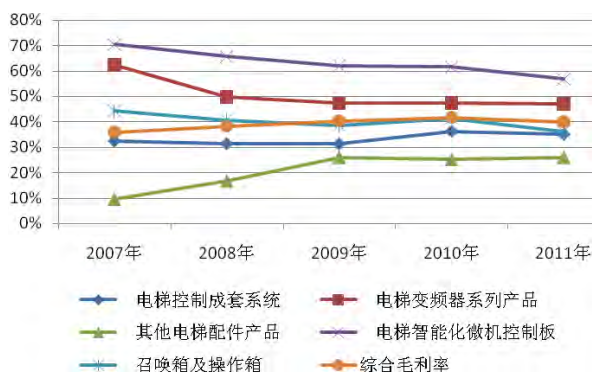
资料来源：公司公告，东兴证券整理

毛利率方面，2007 年以来，公司综合毛利率呈现小幅上升趋势，电梯控制成套系统及电梯配件产品毛利率上升较快，而电梯智能化微机控制板及变频器系列产品毛利率小幅下降。总体来说，在电梯变频控制产品价格连年下降的背景下，公司综合毛利率能够保持稳定并小幅上升，体现出较好的成本控制和经营管理能力。

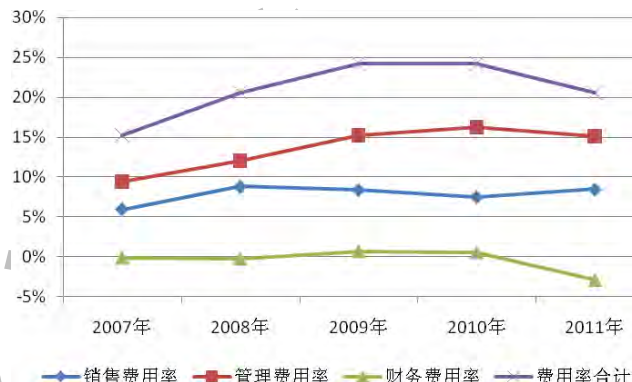
费用率方面，公司期间费用率合计呈现小幅上升趋势，公司于 2010 年上市后，募集资金使得 2011 年财务费用大幅降低，带动期间费用率有所下降。另外，公司十分重视技术研发，为有效保留核心技术人才，公司在每年上半年都会进行一定程度的加薪，导致公司管理费用率呈现上升趋势。我们认为，公司作为一家高科技企业，核心研发人员是公司重要的核心竞争力，对员工的有效激励体现出公司长远发展的底蕴。同时，经过多年来在研发领域的积累，公司产品在技术升级、更新换代方面将保持领先，有望在行业内脱颖而出。

图 4：2007-2011 年公司分产品毛利率情况

图 5：2007-2011 年公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理



资料来源：公司公告，东兴证券整理

1.2 下游客户覆盖国际电梯企业龙头，体现出公司优异的综合竞争实力

1.2.1 公司电梯控制产品市场占有率稳居第一，综合竞争实力强劲

随着国内电梯市场的逐步扩大，除公司外，沈阳蓝光、无锡中秀、苏州默纳克等一批国内电梯控制系统和电梯变频器生产企业逐渐壮大起来。公司凭借先进的技术实力和良好的品牌影响力，多年来在微机控制主板（电梯控制系统的核心）领域市场占有率一直保持行业第一，是国内最大的电梯控制系统配套供应商，2009 年公司国内市场占有率达 15.4%。

表 2：公司微机控制主板市场占有率情况

年份	微机控制主板（块）	市场占有率	市场占有率排名
2005 年	19,017	13.12%	1
2006 年	27,091	15.22%	1
2007 年	32,976	14.53%	1
2008 年	34,130	13.13%	1
2009 年	40,623	15.40%	1

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在电梯变频器领域，公司自 2006 年 12 月实现销售以来，凭借产品优异的性能和公司 在电梯行业强大的品牌影响力，电梯变频器产品销售量保持快速增长，2009 年国内市场占有率为 7.47%。

表 3：公司电梯变频器市场占有率情况

项目	2009 年		2008 年	
	销售量（万台）	市场份额	销售量（万台）	市场份额
全国市场	21.80	100%	20.6	100%
公司电梯变频器销售量	1.63	7.47%	0.63	3.04%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2.2 公司产品主打高端市场，成功跻身国际电梯龙头企业供应商行列

在电梯整机领域，日本和欧美企业占据了国内大部分市场份额。日本电梯整机企业如三菱、日立、东芝、富士达等，电梯控制及变频等产品主要依靠自身配套，基本不采用外购方式。而欧美企业如奥的斯、迅达等主要通过外购方式配套电梯控制及变频产品。

经过多年的行业积累，公司产品的品牌、质量都已达到国际一流水平。依托坚实的研发实力、稳定的产品质量、完善的服务体系以及良好的市场形象，公司产品已经获得国际前四大电梯整机厂商的青睐，成功跻身美国奥的斯、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯、芬兰通力供应商行列。同时，国内的康力电梯也与公司成为较为密切的合作伙伴。

1.2.3 公司产品品质一流，已通过多项国际认证

由于电梯主要搭载人员和货物，对产品的舒适性和安全性提出了很高要求。世界各地对电梯控制系统都制定了严格的产品品质认证规范，对供应商的研发设计、生产设备、生产工艺、生产环境、质量保证体系、服务体系等多方面进行综合能力认定。目前，公司已通过美国联合技术公司（UTC，奥的斯集团母公司）的 Q+ 供应商资格审查，该资格共分为四个等级，公司已通过 Q+3 级供应商资格认证（Q+4 为最高级别），体现出世界一流的产品品质。除此之外，公司已通过北美 CSA 认证、欧洲 EN-81 认证等多项认证。

2. 国内房地产市场陷入低谷，但多因素提振电梯需求

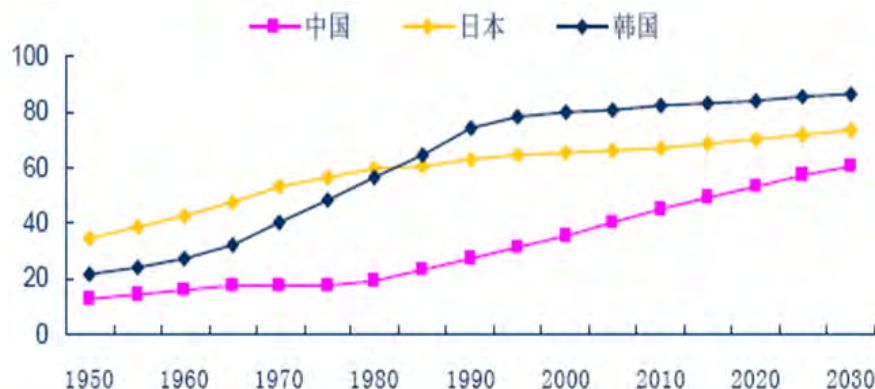
2.1 房地产市场低迷，2012 年电梯市场需求仍稳步增长

2.1.1 我国城镇化进程加快，电梯需求近年来保持快速增长

城镇化进程加快，带动内需增长。近年来，我国城镇化进程快速发展，对扩大内需、推动国民经济增长具有重大的意义。据国家统计局统计，近几年我国城镇化进程加快，已步入快速发展期。城镇人口从 1978 年的 1.7 亿增加到目前的 6.9 亿，30 多年来增加了 5 亿人，其中有相当数量是进城的农民工。城镇人口的比重由 1978 年的 17.9% 提高到 2011 年的 51.3%；农村人口比重由 82.1% 下降到 48.7%。

根据人口学的纳瑟姆曲线，城镇化率超过 30% 时，国家将进入高速城镇化阶段，这一阶段将持续至城镇化水平达到 70% 左右。美国在 1880-1960，日本在 1930-1970 先后完成了高速城镇化。我国自 1995 年达到 30% 的城市化拐点，预计高速城市化的进程可以持续到 2030 年。

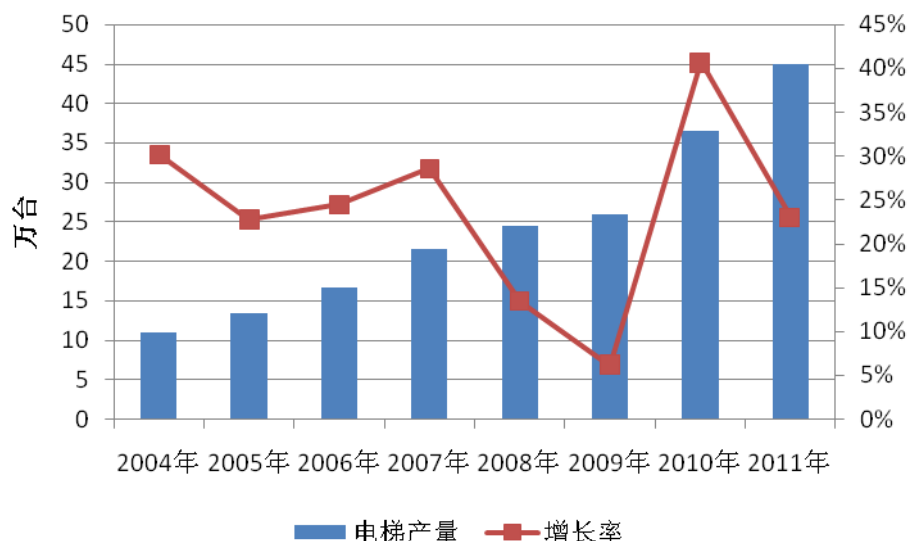
图 6： 中国、日本、韩国的城市化进程曲线



资料来源：联合国，东兴证券整理

国内电梯产销量快速增长，2004 年以来复合增长率达 22.29%。据中国电梯协会统计，2004 年我国电梯产量仅 11 万台，随着我国城市化建设的逐步发展，近年来电梯行业市场需求呈现快速增长趋势。2004 年-2011 年，我国电梯产销量复合增长率达到 22.29%。到 2011 年，全国电梯产销量达 45 万台(含扶梯 4.5 万台)，占全球产量的一半以上，较 2010 年增长约 23%。截至 2011 年底，我国电梯保有量达到 201.06 万台，成为全球最大的电梯市场和制造中心。

图 7： 2004 年-2011 年我国电梯产量及增长率



资料来源：中国电梯协会，东兴证券整理

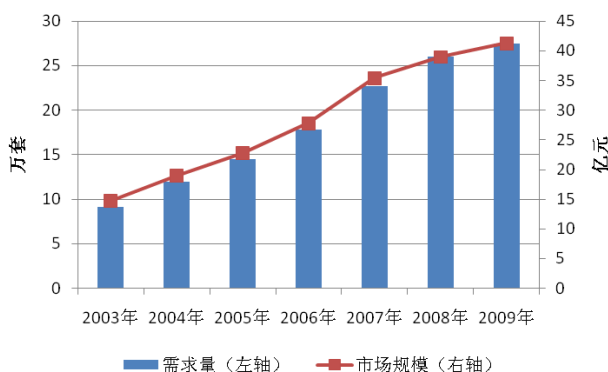
受益电梯市场繁荣，电梯控制系统和变频器“有效竞争市场需求”快速增长。根据电梯整机厂商现有的生产模式，目前电梯控制系统和变频器市场供给来自于两个方面，一部分由电梯整机厂商自产自配，称为“内配套”，一部分则由专业电梯控制系统生产企业提供。

对于“内配套”生产企业，主要产品直接供给至相应整梯企业，产品不参与市场竞争，是非竞争市场，其余市场称为有效竞争市场。

在电梯控制系统领域，有效竞争市场约占总体的 43.4%，并呈现逐年上升趋势。目前，绝大部分有效竞争市场由国内电梯控制系统配套供应商占据，主要参与者包括本公司、沈阳蓝光、无锡中秀和苏州默纳克等。

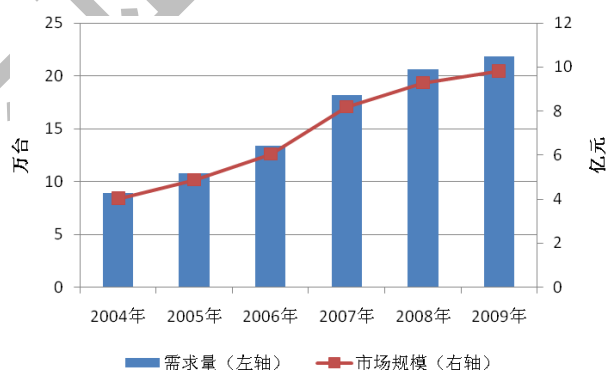
在电梯变频器领域，有效竞争市场约占总体的 48%，且主要被外资品牌占据，主要有日本安川、意大利西威、日本富士、艾默生 CT 等品牌；其余市场份额则由内资品牌竞占据，主要市场参与者有本公司和苏州默纳克等。

图 8：2003-2009 年我国电梯控制系统市场规模



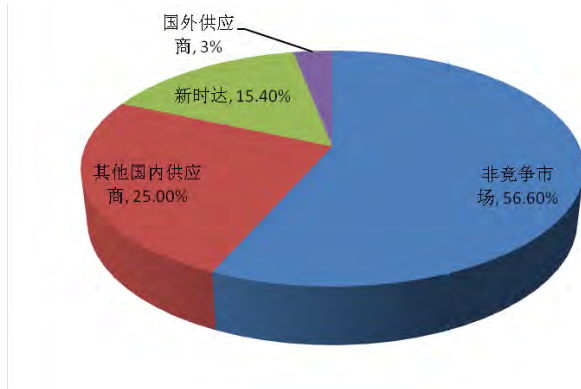
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 9：2004-2009 年我国电梯变频器市场规模



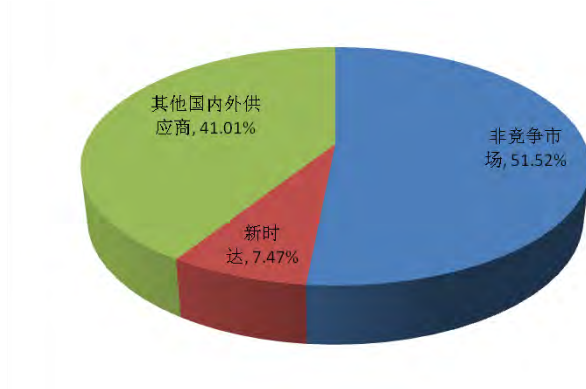
资料来源：中国变频器市场研究报告，东兴证券整理

图 10：我国电梯控制系统市场份额分布图



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 11：我国电梯变频器市场份额分布图



资料来源：中国变频器市场研究报告，东兴证券整理

2.1.2 新开工面积同比增速持续下降，与电梯需求并非正相关

房地产步入周期性低谷，新开工数据短期不振。温家宝总理在十一届全国人大五次会议上提到，合理的房价，应该是使房价与居民的收入相适应，现在房价还远远没有回到合理价位，因此调控不能放松。

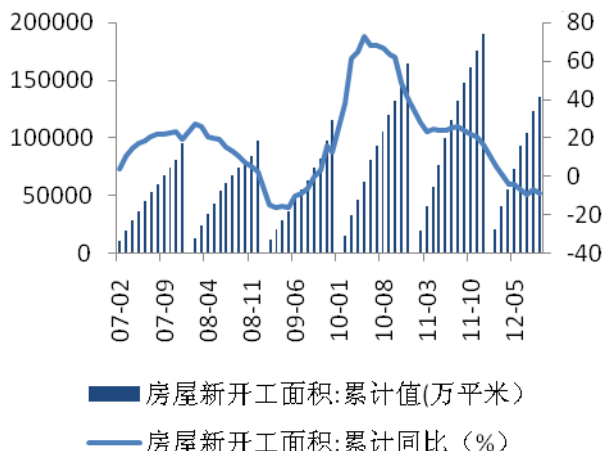
在持续大力的房地产调控政策下，2011 年全年房屋新开工面积同比增速位于低位徘徊，而 2012 年初更呈现出快速下降趋势，自 2012 年 4 月起，我国房地产新开工面积累计同比出现负增长。2012 年 1 月-9 月，我国房地产新开工面积累计同比下降

8.60%。由于电梯的购置和安装在房地产建设的中后期实施，因此未来电梯市场的需求可能承受较大压力。

但是，考虑到我国现实情况，很多新开工项目未能按期竣工，因此新开工面积与电梯需求并非完全正相关，竣工面积与电梯需求相关性更强。

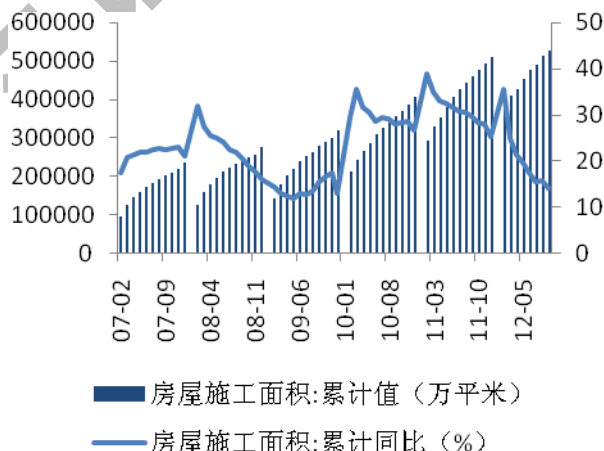
我们认为，公司通过产品优异的性价比、强大的品牌优势、以及极具针对性的市场营销策略，有望在电梯领域独树一帜，在不断开拓新市场的同时，巩固其优势地位。

图 12：我国房地产新开工面积累计同比情况



资料来源：wind 资讯，东兴证券整理

图 13：我国房地产施工面积累计同比情况



资料来源：wind 资讯，东兴证券整理

2.2 多因素提振电梯需求，部分抵消房地产市场影响

虽然我国房地产建设增速有所回落，但是经过多年的城镇化进程，我国房地产建设已经呈现出一些新的特点和趋势。同时，保障房建设、电梯更新改造市场的增长都带来了国内电梯市场多元化的需求，长期来看，我国电梯产品的市场需求仍有很大的发展空间，预计未来仍将保持稳步增长。

高层建筑比例逐步增加，电梯普及率提升。随着近年来国内房地产市场的火爆发展，各城市地价也相应飙升。为平滑房屋销售价格，保证开发商收益，高层住宅成为我国房地产市场主流建筑，而以往常见的六层板楼已难觅其踪。在此背景下，电梯将成为房地产建设中不可或缺的产品，预计电梯在住宅中的普及率将有显著提升。

业主对舒适性关注度提升，带动电梯密度提高。在过去的老旧住宅中，即使是高层住宅，电梯的数量并未得到人们的广泛关注。但是，随着生活水平的提高，人们对住宅舒适性的诉求逐步提升，一梯四户已经不能满足业主对舒适、便捷的要求，目前，一梯三户甚至一梯两户已经成为主流趋势。在同等户数或面积下，电梯的密度呈现上升态势，有利于电梯需求的持续向好。

保障房建设带动电梯市场需求增长。近年来，国家加大保障性住房工程的建设力度，为国产品牌电梯产品带来了较好的发展机遇。2011 年，在 1000 万套保障房的刺激下，我国电梯产销量增长率均达到了 23%。据测算，保障房大约有 80%需要加装电

梯。根据 2011 年末召开的住房保障工作会议的决定，2012 年我国计划新开工 700 万套保障房，电梯需求量十分可观。

电梯维修和改造需求增加，成为电梯市场的重要组成部分。一般来说，电梯的使用寿命是 15-20 年。根据电梯协会统计数据，截至 2011 年年底，我国电梯保有量已超过 200 万台。在这 200 万台电梯保有量中，使用年限超过 15 年的约占 10%，为 20 万台左右；使用年限超过 10 年的占到 20%左右，大约 40 万台。而在一些欧美发达国家成熟市场中，电梯改造和维修保养市场更加突出，全球电梯改造市场有 2/3 以上集中在欧美地区，并且每年的增长率在 10%左右，未来维修和改造需求有望成为电梯市场的重要组成部分。

3. 公司推出股权激励，彰显未来业绩增长信心

公司于上市后推出股权激励计划，股权激励采用限制性股票形式，涉及股份 767 万股，占公司当时总股本 2 亿股的 3.84%，授予价格为 6.89 元。

本激励计划授予的限制性股票分三次解锁，各个锁定期满后激励对象可分别解锁（或由公司回购注销）占其获授总数 30%、30%、40%的限制性股票。

公司业绩考核年度为 2012-2014 年，业绩考核中净利润与净资产收益率均以扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据。

表 4：公司股权激励业绩考核条件

行权	业绩考核条件
第一个解锁期	以 2011 年度净利润为基数，2012 年净利润增长率不低于 20%；2012 年加权平均净资产收益率不低于 8%。
第二个解锁期	以 2011 年度净利润为基数，2013 年净利润增长率不低于 44%；2013 年加权平均净资产收益率不低于 8.5%。
第三个解锁期	以 2011 年度净利润为基数，2014 年净利润增长率不低于 73%；2014 年加权平均净资产收益率不低于 9%。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司本次股权激励计划需摊销的费用合计 2124.73 万元，将在股权激励计划的实施过程中按照解锁比例进行分期确认。

表 5：公司各年度股权激励费用摊销情况

总费用	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
2124.73 万元	826.28 万元	814.48 万元	389.53 万元	94.43 万元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测与公司估值