



东兴证券
DONGXING SECURITIES

电梯控制与变频领先企业，新产品 机器人市场潜力巨大

——新时达（002527）深度报告

2013 年 2 月 4 日

强烈推荐/维持

新时达

深度报告

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长年保持第一。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 25.58% 和 23.00%，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。
- **新产品机器人即将推向市场，未来潜力巨大。**公司经过多年积累，新产品六轴机器人即将面世。六轴机器人技术壁垒较高，主要应用在汽车、汽车零部件、电子、橡胶塑料等行业，预计未来国内市场需求为每年 10 亿-15 亿元，属蓝海竞争。目前，国内市场主要被日系、欧美企业占据，内资企业市场占有率不足 10%，进口替代空间巨大。
- **2012 年底房屋施工面积对应电梯需求达 194 万台，未来电梯市场将保持快速增长。**2012 年底，我国房屋施工面积为 57 亿平方米，对应电梯需求达 194 万台，而 2012 年国内电梯需求量仅 52 万台，因此未来我国电梯市场需求将保持快速增长。另外，高层建筑比例逐步增加、业主对舒适性关注度提升、电梯维修和改造需求增加等因素将保证电梯行业市场形势好于房地产形势。
- **盈利预测：**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.66 元、0.83 元和 1.03 元，目前股价对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍，给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 20.75 元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	657.29	853.30	982.79	1,142.66
增长率（%）	30.94%	29.82%	15.18%	16.27%
净利润（百万元）	112.27	136.27	171.73	211.85
增长率（%）	40.16%	21.38%	26.02%	23.36%
每股收益(元)	0.543	0.659	0.831	1.025
净资产收益率（%）	9.04%	10.07%	11.56%	12.85%
PE	29.40	24.22	19.22	15.58
PB	2.57	2.44	2.22	2.00

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

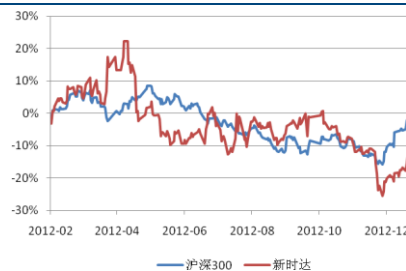
(9.30)

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

- 1.《新时达（002527）调研报告：电梯控制与变频领先企业，下游覆盖国际电梯产业巨头》
2012.11.5
- 2.《新时达（002527）事件点评报告：拓展机器人业务，希望之星扬帆起航》
2013.1.24

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	4
1.1 电梯控制与变频领域专家，业绩保持快速增长	4
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	6
2. 电梯市场快速增长，施工面积对应电梯需求达 194 万台	8
2.1 城镇化进程加快，带动电梯需求快速增长	8
2.2 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	9
2.3 房地产施工面积 47 亿平方米，对应电梯需求量达 194 万台	10
2.4 多因素提振电梯需求，电梯市场形势好于房地产	11
3. 工业自动化是大势所趋，公司机器人产品市场潜力巨大	11
3.1 公司管理层眼光独到，机器人产品多年积累终成正果	11
3.2 我国机器人市场规模快速增长，人力成本上升有效推动机器人普及率提升	13
3.3 日系、欧美企业占据 90% 市场，未来进口替代空间巨大	14
4. 公司推出股权激励，彰显未来业绩增长信心	15
5. 盈利预测与公司估值	16
6. 风险提示	16

表格目录

表 1: 公司主要产品类型	4
表 2: 公司微机控制主板市场占有率情况	6
表 3: 公司电梯变频器市场占有率情况	6
表 4: 公司电梯控制系统和变频器主要竞争对手情况	7
表 5: 多家跨国公司已从我国转移出全部或部分生产线	13
表 6: 北京不同行业员工收入增速	14
表 7: 工业机器人领域主要竞争对手	15
表 8: 公司股权激励业绩考核条件	15
表 9: 公司各年度股权激励费用摊销情况	16

插图目录

图 1: 公司主要产品及其关联关系示意图	4
图 2: 2007-2012 年公司营业收入和净利润情况	5
图 3: 2012 年中报公司各产品销售收入占比	5
图 4: 2007-2011 年公司分产品毛利率情况	5
图 5: 2007-2011 年公司期间费用率情况	5
图 6: 中国、日本、韩国的城市化进程曲线	8

图 7: 2004 年-2012 年我国电梯产量及增长率	8
图 8: 2003-2009 年我国电梯控制系统市场规模	9
图 9: 2004-2009 年我国电梯变频器市场规模	9
图 10: 我国电梯控制系统市场份额分布图	10
图 11: 我国电梯变频器市场份额分布图	10
图 12: 2001-2012 年我国房地产施工面积及同比增速情况	10
图 13: 2001-2012 年我国房地产竣工面积及同比增速情况	10
图 14: 全球各大洲机器人累计安装量情况	12
图 15: 机器人下游行业占比情况	13
图 16: 不同类型机器人市场占比情况	13
图 17: 我国机器人市场占有率情况	15

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

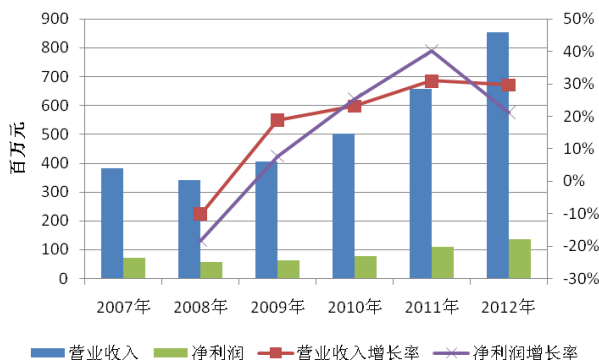


资料来源：公司公告，东兴证券整理

1.1.2 公司业绩保持快速增长，毛利率整体呈现上升趋势

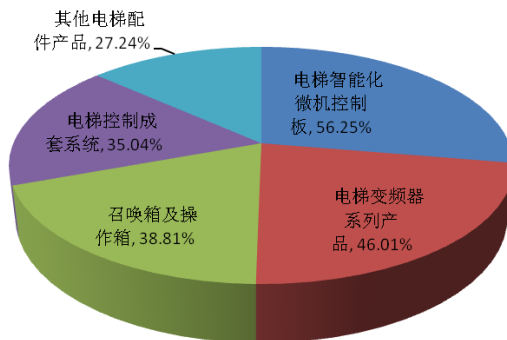
2008 年-2012 年，公司主营业务收入及净利润呈现快速增长态势，年复合增长率分别达到 25.58%和 23.00%，且增长速度呈现上升趋势。2012 年，公司营业收入达到 8.53 亿元，同比增长 29.75%，归属上市公司股东的净利润达到 1.36 亿元，同比增长 21.12%。

图 2：2007-2012 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



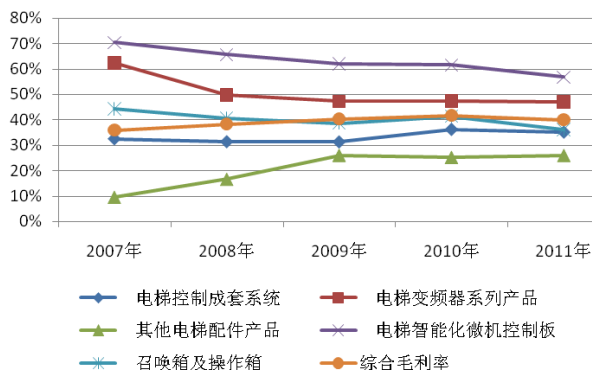
资料来源：公司公告，东兴证券整理

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。

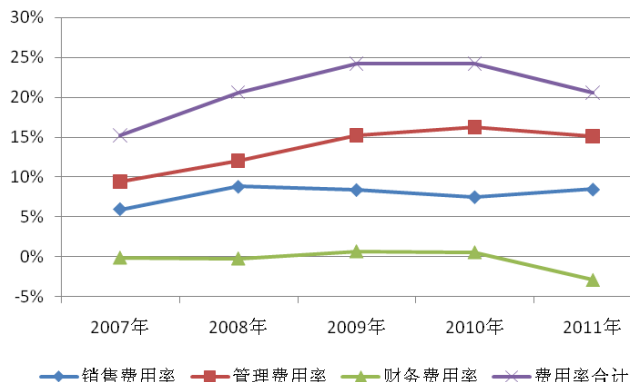
费用率方面，公司期间费用率合计呈现小幅上升趋势，公司于 2010 年上市后，募集资金使得 2011 年财务费用大幅降低，带动期间费用率有所下降。另外，公司十分重视技术研发，为有效保留核心技术人才，公司几乎每年都会进行一定程度的加薪，导致公司管理费用率呈现上升趋势。我们认为，公司作为一家高科技企业，核心研发人员是公司重要的核心竞争力，对员工的有效激励体现出公司长远发展的底蕴。同时，经过多年来在研发领域的积累，公司产品在技术升级、更新换代方面将保持领先，有望在行业内脱颖而出。

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。

表 4：公司电梯控制系统和变频器主要竞争对手情况

行业	企业名称	简要情况
电 梯 控 制 系 统	沈阳蓝光自动化	国内较早研发制造电梯控制系统和永磁同步无齿轮电梯曳引机系列产品的专业公司，该公司生产的电梯微机控制板、电梯控制柜为国内多家电梯生产厂家配套。
	无锡中秀电梯自动化	专业从事电梯控制系统的研发、生产、销售的企业，产品主要为串行电梯控制系统、并行电梯控制系统、扶梯控制系统等。
	佛山默勒米高电梯技术	业务涉及电梯控制系统，包括自行开发生产的电梯微电脑控制系统、内选及外呼板、显示板、外呼盒、轿厢操纵盘、液晶屏等各种电梯部件。同时代理德国蒂森无齿轮及蜗轮蜗杆曳引机、德国电梯专用变频器。
	苏州默纳克	深圳市汇川技术股份有限公司的子公司，主要产品有电梯一体化控制器、电梯专用变频器、各种扩展板卡及为之配套的产品软件。
电 梯 变 频 器	日本安川电机（上海）	主要代表产品是机械控制器、变频器以及伺服电机，该公司的变频器产品在电梯和起重行业占据领先地位。
	富士电机（上海）	主要提供变频器、伺服系统、可编程控制器、可编程操作显示器、低压电器等工业自动化控制类产品。
	意大利西威公司	经营全球范围内工业自动化和过程控制领域产品，尤以在自动化工业领域以提供标准化和依用户定制多功能的矢量变频器著称。该公司在上海设有变频器组装厂，为包括在金属、电梯、起重、造纸和塑胶工业等行业的客户提供产品。
	艾默生 CT	美国艾默生集团所属业务品牌-艾默生工业自动化的下属公司，其专项是驱动器的设计，生产和工程应用，并提供技术支持和售后服务。艾默生 CT 能提供完整的全方位的配套驱动解决方案，从通用到高性能的直交流驱动器、伺服、伺服电机、PLC 及触摸屏产品。
	苏州默纳克	深圳市汇川技术股份有限公司的子公司，主要产品有电梯一体化控制器、电梯专用变频器、各种扩展板卡及为之配套的产品软件。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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。

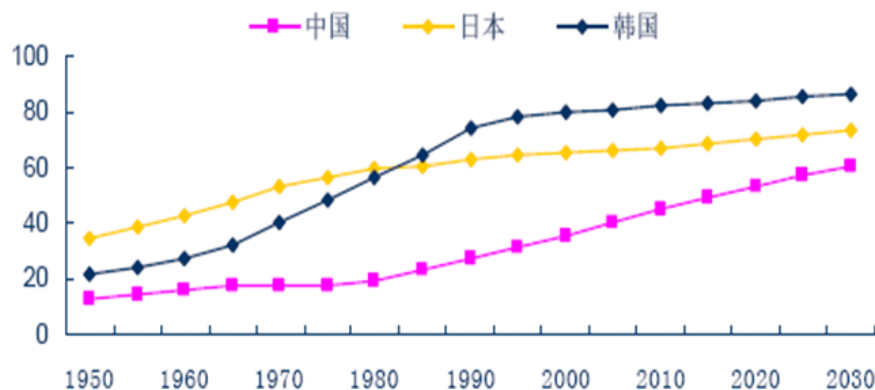
2. 电梯市场快速增长，施工面积对应电梯需求达 194 万台

2.1 城镇化进程加快，带动电梯需求快速增长

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。

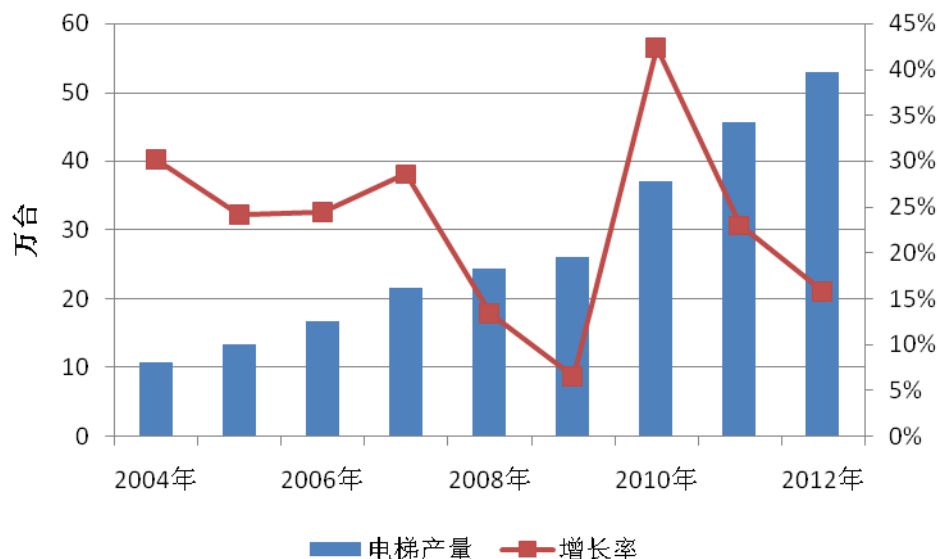
图 6： 中国、日本、韩国的城市化进程曲线



资料来源：联合国，东兴证券整理

2012 年我国电梯产量达 52.9 万台，同比增长 15.8%。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-2012 年，我国电梯产销量复合增长率达到 21.87%。到 2012 年，全国电梯产销量达 52.9 万台，占全球产量的一半以上，较 2011 年增长约 15.8%。截至 2011 年底，我国电梯保有量超过 240 万台，成为全球最大的电梯市场和制造中心。

图 7： 2004 年-2012 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

2.2 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。

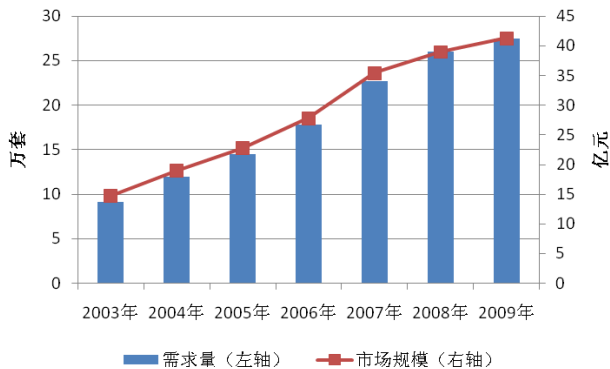
对于“内配套”生产企业，主要产品直接供给至相应整梯企业，产品不参与市场竞争，是非竞争市场，其余市场称为有效竞争市场。

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，主要参与者包括新时达、沈阳蓝光、无锡中秀和苏州默纳克等。

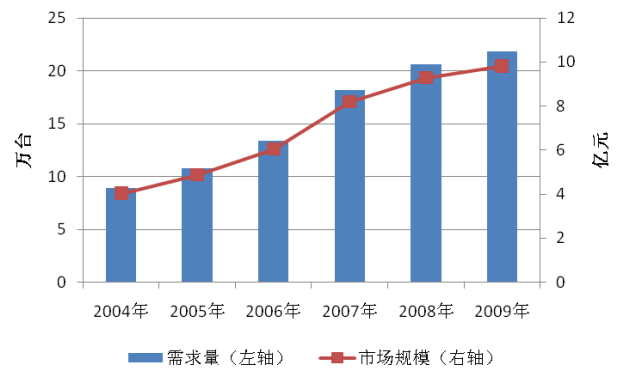
在电梯变频器领域，有效竞争市场约占总体的 48%，且主要被外资品牌占据，主要有日本安川、意大利西威、日本富士、艾默生等品牌；其余市场份额则由内资品牌竞占据，主要市场参与者有新时达和苏州默纳克等。

图 8：2003-2009 年我国电梯控制系统市场规模

图 9：2004-2009 年我国电梯变频器市场规模

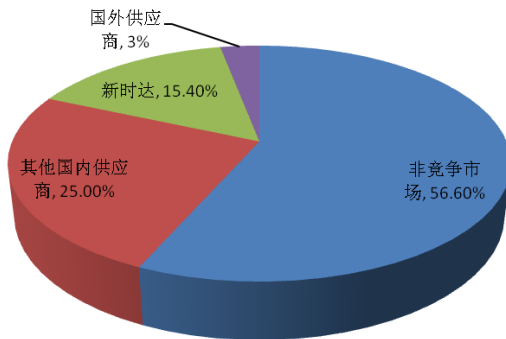


资料来源：公司公告，东兴证券整理



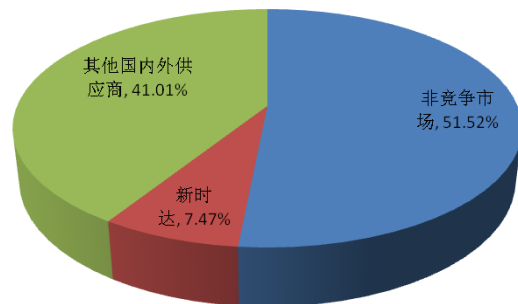
资料来源：中国变频器市场研究报告，东兴证券整理

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

2.3 房地产施工面积 47 亿平方米，对应电梯需求量达 194 万台

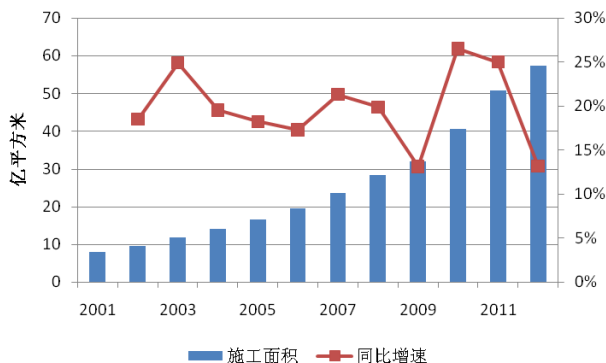
2012 年底房屋施工面积对应电梯需求达 194 万台，未来电梯需求将保持快速增长。2001-2012 年，我国房地产施工面积一直保持较快增长，大部分年度同比增速均高于 15%。2012 年底，我国房地产施工面积达到 57 亿平方米（扣除 2012 年竣工面积后约为 47 亿平方米），同比增长 13.15%。

我们近似假设 2012 年房地产竣工面积与 2011 年电梯销售量相对应，而 2012 年房地产竣工面积为 9.94 亿平方米，2011 年国内电梯需求量为 40.94 万台（扣除出口影响），因此 1 亿平方米房屋竣工面积对应电梯需求量为 4.12 万台。

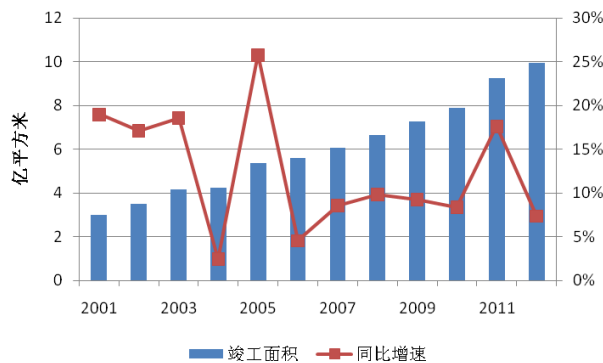
2012 年底，我国房屋施工面积为 47 亿平方米（扣除 2012 年竣工面积后），对应电梯需求达 193.64 万台。考虑到房屋施工面积转化为竣工面积的周期较短，且 2012 年国内电梯需求量仅 52 万台，我们认为，未来我国电梯市场需求将保持快速增长。

图 12: 2001-2012 年我国房地产施工面积及同比增速情况

图 13: 2001-2012 年我国房地产竣工面积及同比增速情况



资料来源：wind 资讯，东兴证券整理



资料来源：wind 资讯，东兴证券整理

2.4 多因素提振电梯需求，电梯市场形势好于房地产

从房地产行业的景气程度看，近两年受到政府相关政策的影响较大，房地产新开工面积同比呈现下降趋势。但是，我们认为电梯市场需求与房地产景气程度并不是简单的对应关系，高层建筑比例的提升、居民对生活舒适度要求的提升等多种因素将对电梯需求的增长构成利好，电梯行业的市场形势将好于房地产形势。

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。

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. 工业自动化是大势所趋，公司机器人产品市场潜力巨大

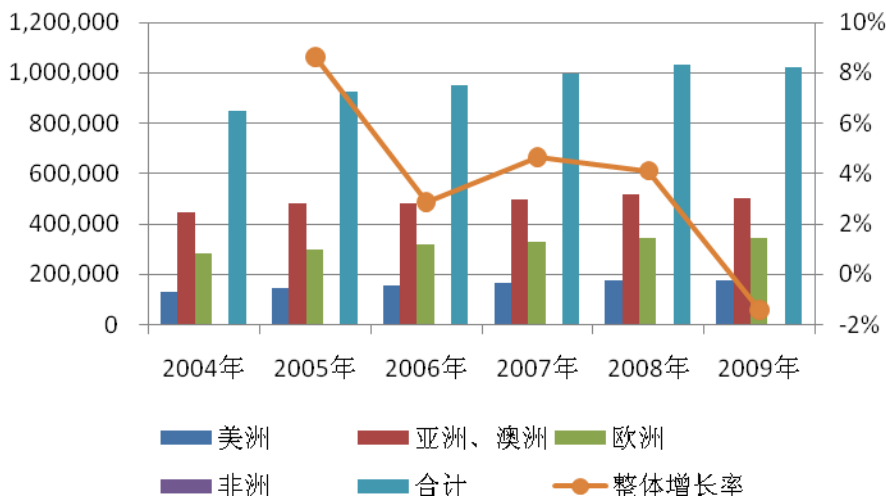
3.1 公司管理层眼光独到，机器人产品多年积累终成正果

3.1.1 工业机器人是诞生于 20 世纪 60 年代的一次技术革命

工业机器人诞生于 20 世纪 60 年代，在 20 世纪 90 年代得到迅速发展，它是综合了计算机、控制论、机构学、信息和传感技术、人工智能、仿生学等多学科而形成的高新技术。机器人的出现，顺应了制造业规模化大生产的诉求，将工人从单调重复的体力劳动中解放出来，有效提升了工业企业的生产效率。

正是因为机器人产品顺应了机械化大生产的潮流，在机器人出现的几十年的时间里，机器人产业一直保持蓬勃发展。据国际机器人联合会（IFR）统计，2011 年，全球大约销售 16.5 万台工业机器人，工业机器人累计安装量首次超过 230 万台。受 2011 年全球经济危机的影响，预计 2012 年全球工业机器人市场增速将有所放缓，但工业自动化、智能化仍是未来大势所趋。

图 14：全球各大洲机器人累计安装量情况



资料来源：米尔自动化，东兴证券整理

3.1.2 公司管理层目光长远，机器人产品即将推向市场

公司管理团队深耕工业控制领域多年，对工业自动化产业的未来趋势有着深刻的理解。早在 2009 年，公司已经意识到未来机器人产品在中国的巨大发展潜力。在看好机器人未来市场的同时，公司内部已对机器人研发项目进行了立项。但是，由于我国机器人的研发历史不长，公司受制于机器人研发人才的短缺，项目在立项后进展相对较慢。

2011 年初，公司引入国内机器人领域专家级研发人才，并逐步建立了机器人研发团队。经过近两年的研究实践，公司的六自由度工业机器人已完成原型机开发工作，正在进行 6 公斤、16 公斤和 20 公斤等三个负载功率段的机器人设计定型等研制工作，预计首批机器人生产线将于本年度内正式装配于公司电梯控制成套系统制造车间以及业内少量电梯整机厂商的生产现场。

考虑到公司原有产品下游客户集中在欧美及国内电梯龙头企业，产品质量出众，显示出公司强大的研发和营销实力，我们认为，经过 2 年的积累，公司的 6 轴机器人将

展现出良好的技术水平和优异的产品性能，产品有望成为公司业绩新的增长点，市场推广进展值得期待。

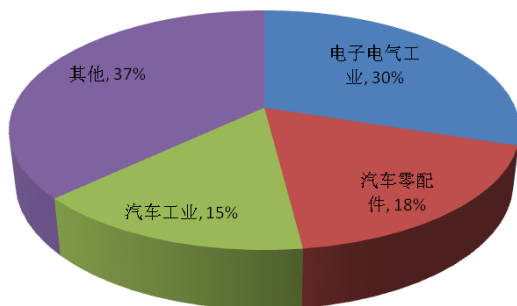
3.2 我国机器人市场规模快速增长，人力成本上升有效推动机器人普及率提升

3.2.1 我国机器人市场将迎来快速发展时期

“十一五”期间机器人产业快速发展，未来复合增长率将保持 25%以上。“十一五”期间，我国工业机器人实现了快速发展，2004 年，我国机器人装备量仅为 3493 台，到 2010 年，已经达到 14978 台，年复合增长率达到 27.5%。

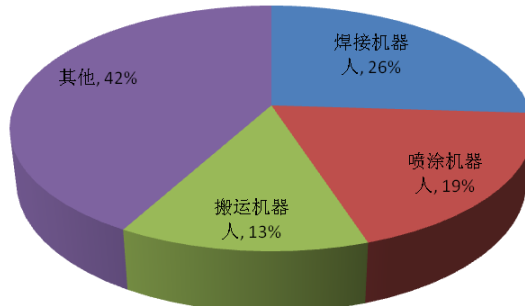
机器人产品的市场需求与经济形势密切相关，受到 2008 年金融危机影响，2009 年机器人新安装数量增速放缓，但是 2010 年市场出现了强劲反弹，市场增长率超过 150%，市场规模从 10 亿数量级一跃提高至 30 亿数量级。而在 2011 年机器人市场大幅下滑，下降幅度可能超过 30%，但是，工业自动化仍是大势所趋。根据米尔自动化预测，“十二五”期间我国机器人市场需求的复合增长率有望达到 25%以上，我国工业机器人年均市场规模有望超过 40 亿元。

图 15: 机器人下游行业占比情况



资料来源：米尔自动化，东兴证券整理

图 16: 不同类型机器人市场占比情况



资料来源：米尔自动化，东兴证券整理

3.2.2 “用工荒”及“高成本”将成为机器人推广的重要刺激因素

随着我国“人口红利”的消失，普通劳动力短缺，劳动力成本持续上升，在此背景下，一些欧美企业已经开始着手将设置在我国境内的生产工厂转移至印度、越南等人力成本更低的地区。人力成本的上升将降低内资企业的价格优势，使得这些企业在与海外品牌的竞争中处于被动。因此，无论是内资还是外资企业，如何降低生产成本都是企业所面临的关键问题，这是一场面临生死存亡的关键战役。

目前，“用工荒”、“高成本”等因素交织叠加在一起，“倒逼”有潜质、有能力的企业寻找新的出路。在用工成本大幅上涨的背景下，使用机器人效率更高、成本更低，而且有助于提高产品质量。机器人将成为企业突破迷局，走出困境的关键出路，未来市场潜力将不容小觑。

表 5: 多家跨国公司已从我国转移出全部或部分生产线

行业	公司	具体情况
纺织服装	耐克	2009年3月，耐克关闭了公司位于中国的唯一一家鞋类工厂——太仓工厂
	阿迪达斯	将在2012年10月关闭其在中国苏州的自有工厂，该工厂是目前阿迪达斯在中国的唯一一家工厂
	优衣库	优衣库所属的迅销公司计划从低价服装品牌G.U.开始，向孟加拉国、印度尼西亚工厂增加委托生产，将目前中国以外20%-30%的生产比例提高到50%
通讯设备	NEC手机	2006年11月22日，NEC宣布退出中国市场
	松下	2005年12月9日，松下公司宣布关闭其位于菲律宾和捷克的两家手机制造工厂，以及美国和英国的手机研发中心，此举意味着松下手机退出包括中国在内的海外2.5g移动通讯市场
	三星空调	2012年3月，三星苏州工厂所有生产线全部停产，意味着三星空调正在向中国市场告别
家用电器	飞利浦	2011年4月19日，飞利浦电视运营团队宣布退出中国市场，把相关业务交给冠捷科技有限公司
	仙霸玩具	仙霸迪奇集团旗下的迪奇桌面足球玩具把生产完全撤出中国
物流	德国快递	2011年6月29日，中外运空运发展公司全部转让所持有的全宜快递、中外运速递公司及金果三家公司
	DHL	的全部100%股权，意味着DHL将撤出中国国内快递业务

资料来源：东兴证券研究所

表 6：北京不同行业员工收入增速

行业	2009	2010	2011	2012	2008-2012 复合增长率
快递员	-0.85%	26.00%	12.81%	12.61%	12.64%
技工(车床/磨床/铣床/冲床工)	-1.84%	17.40%	23.10%	11.74%	12.60%
技工(普通)	9.54%	13.43%	26.28%	10.45%	14.93%
服装/面店/纺织设计	-1.58%	16.42%	11.50%	7.28%	8.41%
软件工程师	9.48%	12.79%	14.95%	6.81%	11.01%
名义 GDP	8.55%	17.78%	17.45%	9.00%	13.19%

资料来源：东兴证券研究所

3.3 日系、欧美企业占据 90%市场，未来进口替代空间巨大

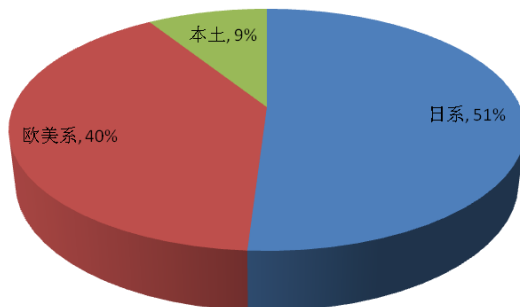
工业机器人技术壁垒较高，外资品牌占据 90%市场。机器人是综合了计算机、控制论、人工智能、仿生学等多学科而形成的高新技术，技术壁垒较高。目前，全球机器人市场主要被日本和欧美企业占据，行业四大巨头包括瑞士 ABB、日本 FANUC(发那科)、日本 YASKAWA(安川电机)和德国 KUKA(库卡)。在中国市场上，外资企业占据机器人市场的比例达到 91%，其中日系企业占据 51%，欧美系企业占据 40%，而国内本土企业的市场占有率不足 10%。

机器人市场仍是蓝海竞争，未来进口替代空间巨大。20 世纪 90 年代末期，中国企业开始了在机器人领域追赶世界的步伐，并相应投资建立了 9 个机器人产业化基地和 7 个科研基地，包括沈阳自动化研究所的新松机器人公司、哈尔滨工业大学的博实自动化设备有限公司、北京机械工业自动化研究所机器人开发中心、海尔机器人公司等。

目前，虽然我国自主机器人产品与国际龙头企业仍有差距，部分核心器件如减速器仍需从国外进口，但是，随着我国研发实力的不断提高，我国自主品牌的机器人产品将逐步走向成熟。由于机器人的技术壁垒和资金壁垒均较高，国内机器人领域仍是一片

蓝海竞争，且短期内不会改变，未来国内企业进口替代的空间非常广阔，市场潜力一片光明。

图 17：我国机器人市场占有率情况



资料来源：米尔自动化，东兴证券整理

表 7：工业机器人领域主要竞争对手

公司	基本情况
首钢莫托曼	由中国首钢总公司、日本株式会社安川电机和日本岩谷产业株式会社共同投资组建的合资公司。首钢莫托曼引进安川电机最新 UP 系列机器人生产技术生产的 SG-MOTOMAN 机器人，可用于汽车、摩托车、工程机械、化工等行业的焊接、喷漆、装配、研磨、切割和搬运等领域以及机器人工作站等产品。
ABB	ABB 在 1974 年研发出全球第一台微型电脑控制的工业机器人 IRB6，主要应用于工件的取放和物料搬运。ABB 公司所生产的工业机器人广泛应用于焊接、装配、铸造、密封涂胶、材料处理、包装、喷漆、水切割等领域。
KUKA	KUKA 公司自 1972 年研制开发第一台工业机器人以来，该公司的工业机器人年产量已接近 10,000 台，至今已在全球安装近 60,000 台工业机器人。KUKA 所生产的工业机器人产品广泛应用于仪器、汽车、航天、食品、制药、医学、铸造以及塑料等领域。
安川电机	安川电机的代表性产品是创造高附加值机械及支持其信息化的机械控制器、实现节能和机械自动化的变频器以及工业机器人等系列产品。目前，安川电机所生产的产品已应用于 24 个国家，并在 6 个国家设立了产业基地。

资料来源：东兴证券研究所

4. 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 8：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 9：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

5. 盈利预测与公司估值

公司是国内电梯控制及变频器领域的领先企业，电梯控制系统在国内的市场占有率多年保持第一。公司技术实力突出，已经跻身国际电梯巨头的供应商行列，拥有较好的品牌美誉度。同时，公司新产品六轴机器人产品技术壁垒较高，在工业自动化的大趋势下，未来进口替代空间巨大。

综合考虑以上因素，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.66 元、0.83 元和 1.03 元，目前股价对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍，给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 20.75 元，维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

6.1 受到房地产相关调控政策影响，我国房地产市场短期不振，2012 年新开工面积呈现负增长态势；另外，在房价持续上涨的背景下，政府可能出台进一步严厉的房地产调控政策，从而对电梯行业的长期快速增长造成一定影响；

6.2 公司新产品六轴机器人预计 2012 年年内完成在电梯行业的生产线调试。由于产品技术等级较高，公司是首次涉足机器人领域，因此，公司机器人产品的未来推广进展存在一定的不确定性。

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	657.29	853.30	29.82%	982.79	15.18%	1,142.66	16.27%
营业成本	393.11	517.40	31.62%	593.75	14.76%	690.29	16.26%
营业费用	55.40	75.94	37.08%	85.50	12.59%	91.41	6.91%
管理费用	98.90	126.29	27.69%	142.51	12.84%	154.26	8.25%
财务费用	(19.37)	(11.21)	N/A	(10.65)	N/A	(9.59)	N/A
投资收益	0.02	1.58	8677.78%	9.45	498.10%	11.00	16.40%
营业利润	124.82	140.56	12.61%	174.79	24.36%	220.40	26.09%
利润总额	135.18	163.06	20.62%	206.29	26.51%	254.90	23.56%
所得税	18.06	21.78	20.60%	27.56	26.51%	34.06	23.56%
净利润	117.12	141.27	20.63%	178.73	26.51%	220.85	23.56%
归属母公司所有者的净利润	112.27	136.27	21.38%	171.73	26.02%	211.85	23.36%
NOPLAT	91.36	112.06	22.66%	142.21	26.90%	182.64	28.43%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	635.49	1,607.11	152.89%	687.96	-57.19%	1,395.56	102.86%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	207.37	116.89	-43.63%	376.96	222.49%	156.53	-58.48%
预付款项	19.16	29.50	54.02%	29.50	0.00%	29.50	0.00%
存货	151.28	70.88	-53.15%	276.54	290.18%	170.21	-38.45%
流动资产合计	1,065.76	1,853.34	73.90%	1,835.14	-0.98%	1,915.82	4.40%
非流动资产	285.83	267.97	-6.25%	250.66	-6.46%	233.35	-6.91%
资产总计	1,351.58	2,121.31	56.95%	2,085.80	-1.67%	2,149.16	3.04%
短期借款	0.00	0.00	N/A	27.42	N/A	0.00	N/A
应付帐款	64.16	283.51	341.88%	81.34	-71.31%	0.00	N/A
预收款项	11.96	438.61	3568.33%	438.61	0.00%	438.61	0.00%
流动负债合计	87.69	740.11	744.03%	565.36	-23.61%	456.61	-19.24%
非流动负债	2.07	2.07	0.00%	2.07	0.00%	2.07	0.00%
少数股东权益	20.27	25.27	24.67%	32.27	27.70%	41.27	27.89%
母公司股东权益	1,241.55	1,353.86	9.05%	1,486.09	9.77%	1,649.22	10.98%
净营运资本	978.07	1,113.23	13.82%	1,269.78	14.06%	1,459.21	14.92%
投入资本 IC	626.14	(228.18)	N/A	857.63	N/A	294.92	-65.61%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	117.12	141.27	20.63%	178.73	26.51%	220.85	23.56%
折旧摊销	20.29	0.00	N/A	17.31	N/A	17.31	0.00%
净营运资金增加	(35.73)	135.16	N/A	156.54	15.82%	189.43	21.01%
经营活动产生现金流	(11.23)	972.48	N/A	(924.18)	N/A	766.16	N/A
投资活动产生现金流	(107.39)	11.89	N/A	6.45	-45.76%	8.00	24.03%
融资活动产生现金流	(75.89)	(12.75)	N/A	(1.43)	N/A	(66.55)	N/A
现金净增（减）	(194.52)	971.62	N/A	(919.15)	N/A	707.61	N/A

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能

源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。