

建议申购区间：14.00-16.00 元

电力设备行业

新股申购策略报告

第一创业研究所

何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

**新时达（002527）****——国内电梯一体化领军企业****发行数据**

发行股本（万股）	5000
发行后总股本（万股）	20000

**资产负债表摘要(06/10)**

股东权益（百万元）	359.77
每股净资产（元）	2.29
资产负债率	27.8%

**公司与沪深 300 指数比较****相关报告****摘要：**

- 公司主要从事电梯控制系统、电梯变频器的研究、生产和销售，是国内电梯行业一体化的领军企业。其中，公司董事长纪得法是公司实际控制人。另外，总经理袁孟民、技术总监蔡亮等高管也是公司股份的持有者。
- 行业层面看，随着我国经济的快速发展、城市化快速推进、人民生活水平提高等多重因素推动，我国电梯行业也呈现快速发展态势。电梯控制系统是电梯运行的核心部件，增长与电梯基本同步。
- 随着电梯控制系统技术的逐步成熟，电梯整机企业也逐步将控制系统的蛋糕划分给专业的部件企业，增加了有效竞争市场的份额。
- 公司是国内电梯控制系统的领军企业，是国内最大的电梯控制系统配套企业，其中，全球的领先企业美国奥的斯、瑞士迅达等都是公司的重要客户。公司一直保持 15% 的占有率。其中，核心技术产品“SMARTCOM 串行控制系统”列入上海自主创新产品名单。
- 随着公司变频器业务的快速成长，综合的配套能力也显著提高，从 2007 年的不足 15%，到 2010 年上半年超过了 60%，保证了综合毛利率的提升。
- 募集资金将新增 20000 台电梯变频器和 5000 台门机变频器产能，较目前的 15000 台和 5000 台分别增长 133% 和 100%。同时，将新增 12000 台电梯成套控制系统，较目前的 12000 台产能增长 100%。另外，预计两项目在三年内可以完全达产。
- 按照我们的盈利预测，2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元和 0.81 元，年均复合增长率接近 40%。
- 我们分别按照 2011 年和 2012 年 40 倍和 35 倍进行估值，对应的股价区间为 24~28 元。
- 我们选取在行业、产品、竞争力、股本等多方面因素具有一定可比性的公司进行比较，以超日太阳、启源装备和老板电器作为可比对象。
- 综合看，我们认为公司与老板电器最具有可比性，都属于为房地产配套、都是行业龙头、股本结构也类似。以 45~50 倍作为询价区间，对应的股价为 14~16 元。

# 目 录

<b>1、公司概况 .....</b>	<b>3</b>
1.1 公司股权结构.....	3
1.2 经营业务.....	3
<b>2、行业背景—依托城市化快速发展 .....</b>	<b>4</b>
2.1 电梯行业稳健增长.....	4
2.2 电梯控制系统快速增长 .....	5
2.3 有效竞争市场份额稳步提高 .....	5
<b>3、公司经营动态 .....</b>	<b>6</b>
3.1 控制一体化领域的领军企业 .....	6
3.2 技术优势成就控制系统的领先地位.....	6
3.3 配套能力提高.....	7
3.4 新产品开发 .....	7
<b>4、募投项目分析 .....</b>	<b>7</b>
4.1 募集资金将超出预期.....	7
4.2 产能规模和配套能力显著提升.....	8
4.3 有利于提升整体毛利水平 .....	8
<b>5、建议询价区间为 14.00-16.00 元 .....</b>	<b>8</b>
5.1 关键假设 .....	8
5.2 收入成本预测 .....	9
5.3 盈利预测 .....	10
5.4 估值及申购建议 .....	11

# 1、公司概况

## 1.1 公司股权结构

公司由上海新时达电气有限公司整体变更而设立的股份有限公司，其中，公司董事长纪得法是公司实际控制人，其家庭成员持股为发行前总股本 15000 万股的 52%。另外，总经理袁盅民、技术总监蔡亮等高管也是公司股份的持有者。本次公司拟向社会公众公开发行人 5000 万股，发行后股本为 20000 万股。

图 1 公司发行前股权结构对比图



## 1.2 经营业务

公司主要从事电梯控制系统、电梯变频器的研究、生产和销售，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、电梯召唤箱等电梯控制系统系列产品，电梯专用变频器、一体化电梯驱动控制器、门机变频器等系列产品。

表 1 2010 上半年收入和毛利结构一览表

	收入		毛利	
	金额 (万元)	比例	毛利率	毛利比例
电梯控制成套	7418	36.5%	30.8%	27.6%
电梯控制	4774	23.5%	60.1%	34.6%
电梯变频器	2726	13.4%	43.2%	14.2%
其他	5425	26.5%	36.0%	23.6%
合计	20343	100%	40.7%	100%

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

图 2 公司主导产品结构图



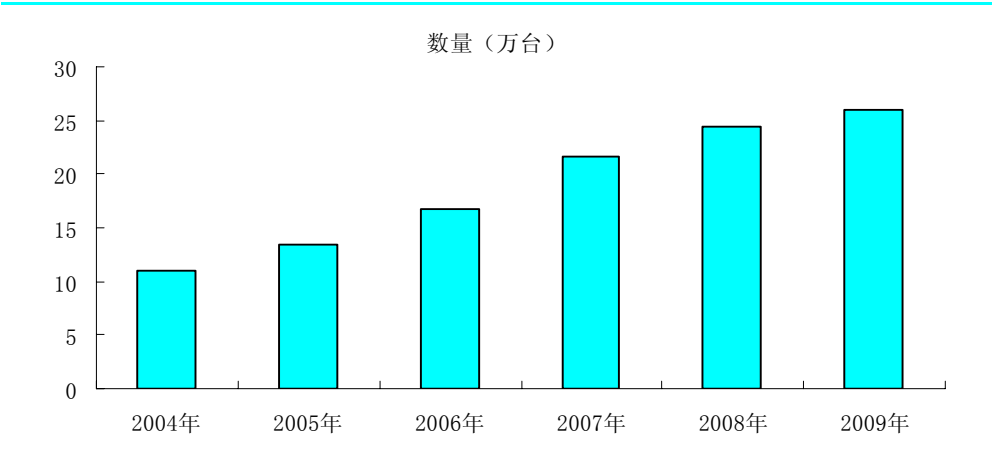
数据来源：招股说明书 第一创业研究所

## 2、行业背景—依托城市化快速发展

### 2.1 电梯行业稳健增长

电梯作为新型建筑的重要组成部分，随着我国经济的快速发展、城市化快速推进、人民生活水平提高等多重因素推动，我国电梯行业也呈现快速发展态势。数据显示，2003~2009 年的年均复合增长率超过 20%。

图 3 电梯行业产量年度变化对比图

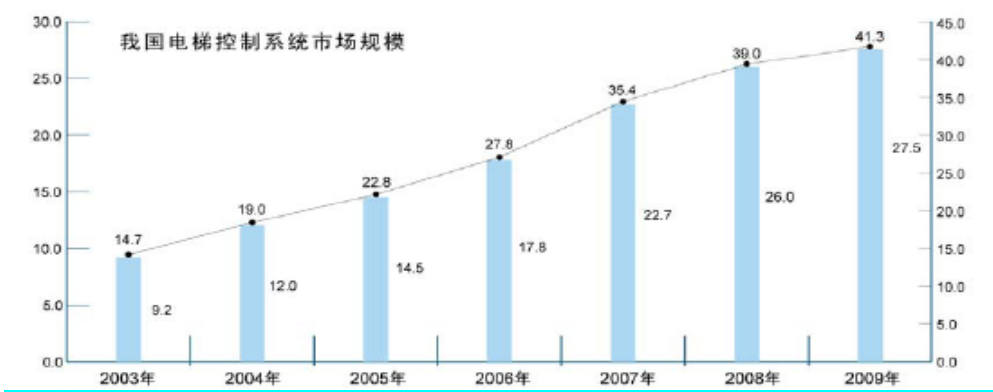


数据来源：招股说明书 第一创业研究所

## 2.2 电梯控制系统快速增长

电梯控制系统是电梯运行的核心部件，是电梯的“大脑”和“神经”，一台电梯至少配套一套电梯控制系统。因此，大的逻辑看，电梯控制系统的增长与电梯基本同步。

图 4 电梯控制系统市场规模年度变化对比图（左：套 右：亿元）



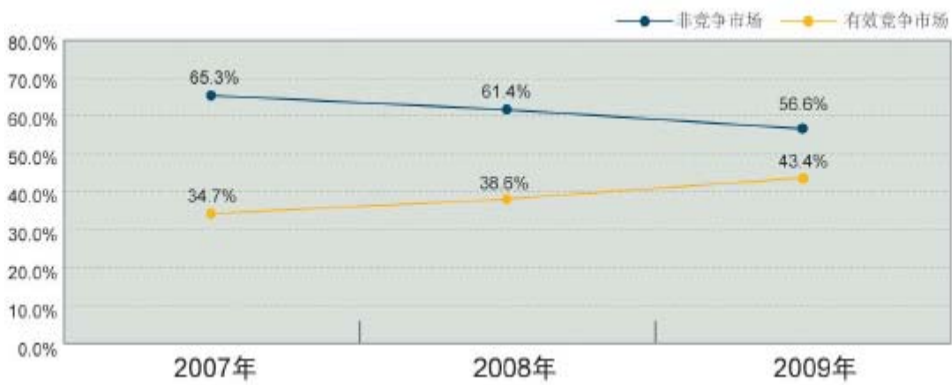
数据来源：招股说明书 第一创业研究所

## 2.3 有效竞争市场份额稳步提高

由于电梯控制系统在电梯运行过程的重要性，而且，由于电梯控制系统企业的技术相对劣势，使得以日本三菱、广州日立等为代表的国际知名品牌都采用自我配套方式，也使得企业自我配套的电梯控制系统成为虚拟的市场。

随着电梯控制系统技术的逐步成熟，电梯整机企业也逐步将控制系统的蛋糕划分给专业的部件企业，增加了有效竞争市场的份额。

图 5 电梯行业有效竞争市场年度变化对比图



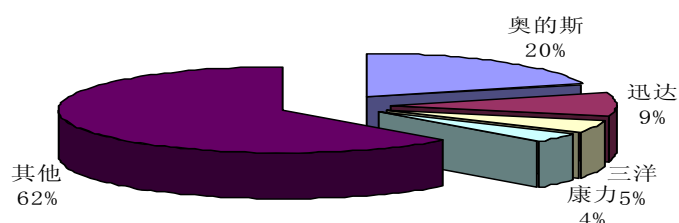
数据来源：招股说明书 第一创业研究所

### 3、公司经营动态

#### 3.1 控制一体化领域的领军企业

公司是国内电梯控制系统的领军企业，是国内最大的电梯控制系统配套企业，其中，全球的领先企业美国奥的斯、瑞士迅达等都是公司的重要客户。其中，公司产品销售的 20%来自于奥的斯，这是公司竞争力的有力证据。

图 6 公司主要客户结构对比图

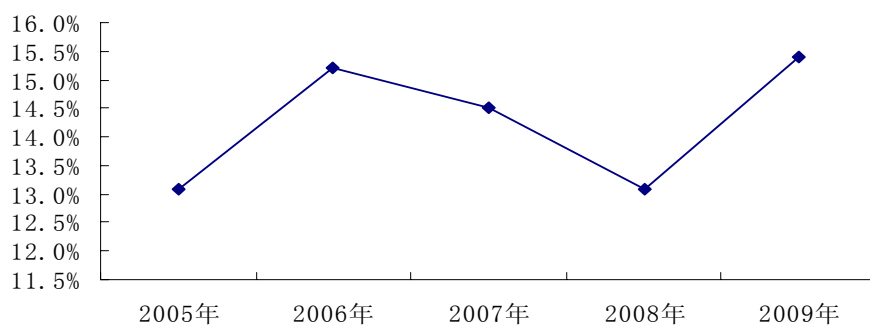


数据来源：招股说明书 第一创业研究所

#### 3.2 技术优势成就控制系统的领先地位

公司是国内最早进入电梯控制系统领域的企业，通过不断的技术积累，取得了多项发明，长期的优势地位也促进了公司的持续发展，公司一直保持 15% 的占有率。其中，作为电梯控制系统核心产品的“SMARTCOM 串行控制系统”列入上海自主创新产品名单。

图 7 公司控制系统占有率年度变化对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

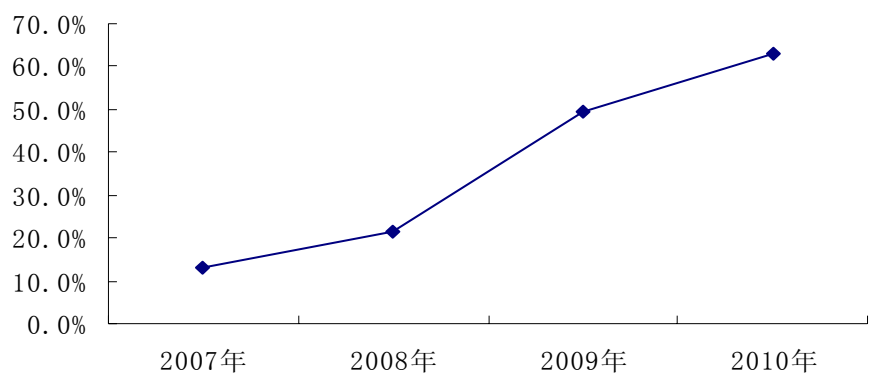
### 3.3 配套能力提高

公司在电梯控制系统领域的发展路径可以用“起步于控制，成长于变频”来概括。

在控制系统的构件中，控制主板和变频器是核心零部件。公司最早的变频器都来自外购，使得部分利润被变频器企业占有。

随着公司变频器业务的快速成长，综合的配套能力也显著提高，从 2007 年的不足 15%，到 2010 年上半年超过了 60%，保证了综合毛利率的提升。

图 8 公司变频器配套能力年度变化对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

### 3.4 新产品开发

随着公司电梯变频器的成长，也为公司进入其他领域奠定了基础。公司在风机、水泵领域的大功率高压矢量变频器已经进入试用阶段，与上海港机合作的其中变频器代表着最高的技术水准。另外，公司在矿山等领域也在积极拓展。

我们认为，虽然对公司的变频器业务的成长前景尚难以准确量化，但可以预期地存在超预期的成分。

## 4、募投项目分析

### 4.1 募集资金将超出预期

公司本次发行 5000 万股，计划投资 18548 万元。按照我们预测，保守估计，募集资金超过 50000 万元，显著超越计划募集资金规模。

表 2 募集资金规划一览表

	项目	投资总额（万元）	建设期
1	电梯专用系列变频器扩建	5788	12 个
2	电梯成套系统扩建	8806	12 个月
3	技术中心扩建	3954	12 个月
合计		18548	

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

## 4.2 产能规模和配套能力显著提升

项目一：将新增 20000 台电梯变频器和 5000 台门机变频器，较目前的 15000 台和 5000 台分别增长 133%和 100%，预计三年内可以完全达产。

另外，新增产能的进度分别为 50%、80%和 100%，足以满足公司业务增长需要。

项目二：将新增 12000 台电梯成套控制系统，较目前的 12000 台增长 100%，预计三年内可以完全达产。另外，新增产能的进度与项目一类似。

## 4.3 有利于提升整体毛利水平

公司 2010 年上半年的内部配套能力为 63%，由于部分客户的特殊配套要求，理论上不可能达到 100%，但仍有提升空间，将使成套的毛利率有回升机会。

综合看，随着产能逐步释放，与变频器对接的成套系统制造能力和配套能力都将显著提升，综合毛利率有望提升。

## 5、建议询价区间为 14.00-16.00 元

### 5.1 关键假设

#### 1、收入

电梯成套：2010 年增长 25%，2011 年和 2012 年均按照 25%的增长，主要考虑了行业增长和公司变化幅度不大的市场占有率；

电梯控制：2010 年增长 25%，2011 年和 2012 年均按照 25%的增长，理由



与电梯成套类似;

电梯变频: 2010 年增长 50%, 2011 年和 2012 年均按照 40%的增长, 主要考虑了产品是新进入领域, 增长潜力较大;

其他业务: 2010 年增长 20%, 2011 年和 2012 年分别按照 30%和 40%的增长, 主要考虑了变频领域可能形成部分定单;

## 2、毛利率

电梯成套、电梯控制和电梯变频均参照 2010 年中期财务数据, 2011 年和 2012 年保持不变;

其他业务: 毛利率有所提高, 主要考虑变频领域的毛利率相对较高;

## 3、期间费用率

营业费用率: 2010 年~2012 年均为 8.5%, 主要参照历史数据和 2010 年上半年数据;

管理费用: 2010 年~2012 年均按照增长 20%测算, 主要参照历史数据的变化;

财务费用: 2011 年~2012 年均有明显下降, 主要考虑了募集资金可能超预期;

## 4、所得税率

公司属于高科技企业, 2010 年~2012 年均按照 12%假设, 与 2010 年上半年基本一致;

# 5.2 收入成本预测

表 3 收入成本预测表

	2009 年	2010E	2011E	2012E
<strong>一、电梯控制成套</strong>				
收入(万元)	16676	20845	26056	32570
增长率	3%	25%	25%	25%
毛利(万元)	5220	6462	8077	10097
毛利率	31.3%	31.0%	31.0%	31.0%
<strong>二、电梯控制</strong>				
收入(万元)	9352	11690	14613	18266
增长率	27%	25%	25%	25%
毛利(万元)	5798	7014	8768	10959
毛利率	62.0%	60.0%	60.0%	60.0%
<strong>三、电梯变频</strong>				

收入(万元)	4494	6741	9437	13212
增长率	130%	50%	40%	40%
毛利(万元)	2121	2912	4058	5681
毛利率	47.2%	43.2%	43.0%	43.0%
<b>四、其他</b>				
收入(万元)	10244	12293	15981	22373
增长率	14%	20%	30%	40%
毛利(万元)	3278	4610	6392	8949
毛利率	32.0%	37.5%	40.0%	40.0%
<b>七、合计</b>				
收入(万元)	40766	51569	66087	86421
增长率	18.9%	26.5%	28.2%	30.8%
毛利(万元)	16417	20998	27295	35687
毛利率	40.3%	40.7%	41.3%	41.3%
成本(万元)	24349	30571	38792	50735
成本增长	15.3%	25.6%	26.9%	30.8%

数据来源：第一创业证券研究所

## 5.3 盈利预测

按照我们的盈利预测，2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元和 0.81 元，年均复合增长率接近 40%。

我们分别按照 2011 年和 2012 年 40 倍和 35 倍进行估值，对应的股价区间为 24~28 元。

表 4 盈利预测表

万	2009 年	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业利润</b>				
营业收入	40759	51569	66087	86421
减：营业成本	24338	30571	38792	50735
减：营业税金及附加	129	163	209	273
减：营业费用	3414	4383	5617	7346
减：管理费用	6169	7403	8883	10660
减：财务费用	273	420	84	92
减：资产减值损失	113	102	92	82
加：投资收益	2	0	0	0
营业利润	6325	8527	12410	17233
<b>二、利润总额</b>				
加：营业外收支	1150	1265	1391	1530

利润总额	7475	9792	13801	18763
三、净利润				
减：所得税	964	1175	1656	2252
净利润	6511	8617	12145	16512
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	117	155	218	296
归属母公司净利润	6394	8462	11927	16216
总股本（万）				20000
EPS(元)	0.32	0.42	0.60	0.81

数据来源：第一创业证券研究所

## 5.4 估值及申购建议

我们统计了 2010 年 11 月以来发行的 31 只新股的相关数据，09 年的摊薄市盈率为 64 倍。从个别公司看，差异较大。最高的 124 倍，最低的 30 倍。

我们选取在行业、产品、竞争力、股本等多方面因素具有一定可比性的公司进行比较，以**超日太阳**、**启源装备**和**老板电器**作为可比对象。

综合看，我们认为公司与老板电器最具有可比性，都属于为房地产配套、都是行业龙头、股本结构也类似。以**45~50 倍**作为询价区间，对应的股价为**14~16 元**。

表 5 2010 年 11 月以来的新股发行情况一览表

证券代码	证券简称	发行日期	首发价格（元）	09 净利润（万元）	总股本（万股）	09EPS（元）	PE（倍）
300142.SZ	沃森生物	2010-11-01	95	7633	10000	0.76	124
300143.SZ	星河生物	2010-11-29	36	2035	6700	0.30	119
002503.SZ	搜于特	2010-11-03	75	5406	8000	0.68	111
300144.SZ	宋城股份	2010-11-29	53	8700	16800	0.52	102
002505.SZ	大康牧业	2010-11-08	24	3020	10280	0.29	82
002512.SZ	达华智能	2010-11-22	26	4132	11799	0.35	74
002504.SZ	东光微电	2010-11-08	16	2316	10700	0.22	74
300141.SZ	和顺电气	2010-11-01	31.68	2521	5520	0.46	69
300145.SZ	南方泵业	2010-11-29	37.8	4580	8000	0.57	66
002522.SZ	N 众成	2010-12-01	30	4900	10667	0.46	65
002515.SZ	金字火腿	2010-11-22	34	3949	7350	0.54	63
002502.SZ	骅威股份	2010-11-03	29	4042	8800	0.46	63
002509.SZ	天广消防	2010-11-10	20.19	3237	10000	0.32	62
002501.SZ	利源铝业	2010-11-03	35	5359	9360	0.57	61
002518.SZ	科士达	2010-11-24	32.5	6144	11500	0.53	61

002520.SZ	N 日发	2010-12-01	35	3802	6400	0.59	59
002523.SZ	N 天桥	2010-12-01	19.5	5458	16000	0.34	57
<b>002506.SZ</b>	<b>超日太阳</b>	<b>2010-11-08</b>	<b>36</b>	<b>17000</b>	<b>26360</b>	<b>0.64</b>	<b>56</b>
002516.SZ	江苏旷达	2010-11-24	20.1	7211	20000	0.36	56
002511.SZ	中顺洁柔	2010-11-15	38	11044	16000	0.69	55
300139.SZ	福星晓程	2010-11-01	62.5	6379	5480	1.16	54
002517.SZ	泰亚股份	2010-11-24	20	3378	8840	0.38	52
002507.SZ	涪陵榨菜	2010-11-10	13.99	4156	15500	0.27	52
002521.SZ	N 齐峰	2010-12-01	41.5	11873	14725	0.81	51
<b>300140.SZ</b>	<b>启源装备</b>	<b>2010-11-01</b>	<b>39.98</b>	<b>4852</b>	<b>6100</b>	<b>0.80</b>	<b>50</b>
002514.SZ	宝馨科技	2010-11-22	23	3194	6800	0.47	49
<b>002508.SZ</b>	<b>老板电器</b>	<b>2010-11-10</b>	<b>24</b>	<b>8183</b>	<b>16000</b>	<b>0.51</b>	<b>47</b>
002510.SZ	天汽模	2010-11-15	17.5	7836	20576	0.38	46
002519.SZ	银河电子	2010-11-24	36.8	6576	7040	0.93	39
002513.SZ	蓝丰生化	2010-11-22	43.2	9891	7400	1.34	32
002500.SZ	山西证券	2010-11-01	7.8	61865	239980	0.26	30
平均（倍）							<b>64</b>

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司	
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层	
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718	
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn	
北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层	上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777	TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:100140	P.R.China:200120