

# 新时达

## 优秀的智能制造产业整合者

首次覆盖

### 投资亮点

我们首次覆盖新时达，给予推荐评级：

新时达是国内智能制造产业潜在整合者之一，有望领跑中国制造2025。公司是国内电气传动及运动控制领域领军企业，主要产品已经由传统电梯控制驱动、工业传动业务升级至机器人产品及系统、运动控制、物联网技术、新能源等战略新兴产品。同时引入国投创新作为机器人与运动控制业务的战略投资人。

传统电梯控制等自动化业务稳健持平，并推出电梯星辰物联网。我们预计国内16~17年电梯产能或持续下滑，但电梯控制系统市场基本稳健。因为存量电梯改造、维保市场可以部分弥补新增电梯业务下滑带来的影响(目前梯龄超过15年以上的电梯累积已经突破40万台)。新时达和汇川分享约50亿元的电梯控制系统市场。

完善产业链，打造国内工业机器人最强平台，进入工业机器人第一梯队。公司机器人板块已经形成了“核心部件-本体-集成”产业链格局。2015年公司工业机器人本体和运控成套设备销量在内资工业机器人市场占有率超过10%，已经进入工业机器人第一梯队。我们认为公司机器人业务未来三年有望保持约30%左右增长。

公司是工业自动化核心零部件整合平台，会通科技渠道价值重估。公司与贝加莱合作，收购众为兴、会通科技，实现在工业自动化核心部件领域的全面布局。而且会通科技作为松下在中国最大的伺服驱动系统分销商(占比超过60%)，在全国拥有7,000多家自动化企业客户，渠道价值值得重估。

后期催化剂主要有：并购配套增发价格倒挂、潜在并购项目落地。

### 财务预测

预计公司2016~17年净利润分别为2.56亿元、3.04亿元，分别同比增长34.8%、19.1%。

### 估值与建议

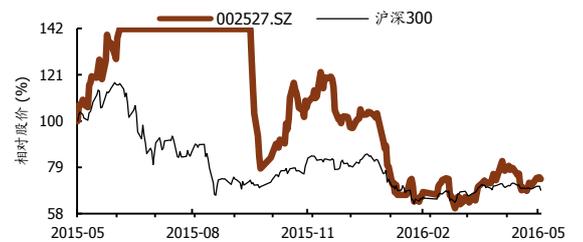
公司2016~17年的P/E分别为41.1x, 34.5x，我们首次覆盖给予“推荐”评级，目标价22.0元(对应16年55x P/E)。

### 风险

收购资产整合低于预期，电梯行业产量下滑负面影响超预期。

### 首次覆盖推荐

股票代码	002527.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 16.27
目标价	人民币 22.00
52周最高价/最低价	人民币 32.30~12.98
总市值(亿)	人民币 101
30日日均成交额(百万)	人民币 131.97
发行股数(百万)	620
其中：自由流通股(%)	58
30日日均成交量(百万股)	8.16
主营行业	机械



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,305	1,507	2,674	3,353
增速	30.4%	15.5%	77.4%	25.4%
归属母公司净利润	203	190	256	304
增速	22.4%	-6.7%	34.8%	19.1%
每股净利润	0.31	0.29	0.40	0.47
每股净资产	3.16	3.47	5.44	5.79
每股股利	0.13	0.12	0.12	0.14
每股经营现金流	0.14	0.17	0.41	0.42
市盈率	51.7	55.4	41.1	34.5
市净率	5.1	4.7	3.0	2.8
EV/EBITDA	39.3	38.1	26.2	22.8
股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
平均总资产收益率	9.6%	6.4%	6.1%	5.7%
平均净资产收益率	11.3%	8.9%	8.9%	8.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

史成波

分析员  
chengbo.shi@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080513080001  
SFC CE Ref: BEB246

吴慧敏

分析员  
huimin.wu@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080511030004  
SFC CE Ref: AUZ699

贾乃鑫

联系人  
naixin.jia@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080114120008



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1,305	1,507	2,674	3,353	营业收入	30.4%	15.5%	77.4%	25.4%
营业成本	790	965	1,971	2,526	营业利润	12.0%	-18.9%	45.6%	22.1%
营业税金及附加	6	10	17	21	EBITDA	18.8%	4.6%	28.3%	13.7%
营业费用	122	131	160	191	净利润	22.4%	-6.7%	34.8%	19.1%
管理费用	207	250	307	366	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-6	-2	-6	-23	毛利率	39.5%	36.0%	26.3%	24.7%
其他	8	12	13	13	营业利润率	14.0%	9.8%	8.1%	7.9%
营业利润	183	148	216	264	EBITDA 利润率	19.7%	17.9%	12.9%	11.7%
营业外收支	47	73	78	86	净利润率	15.6%	12.6%	9.6%	9.1%
利润总额	227	214	289	344	<b>偿债能力</b>				
所得税	23	23	31	37	流动比率	3.47	1.98	2.60	2.38
少数股东损益	0	2	2	3	速动比率	2.68	1.39	1.87	1.67
归属母公司净利润	203	190	256	304	现金比率	0.94	0.58	1.01	0.86
EBITDA	258	269	346	393	资产负债率	17.5%	34.4%	30.3%	33.8%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	381	653	1,503	1,604	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	660	827	1,158	1,361	总资产收益率	9.6%	6.4%	6.1%	5.7%
预付款项	39	76	106	144	净资产收益率	11.3%	8.9%	8.9%	8.4%
存货	318	671	1,080	1,315	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	1	12	12	12	每股净利润 (元)	0.31	0.29	0.40	0.47
流动资产合计	1,398	2,238	3,859	4,435	每股净资产 (元)	3.16	3.47	5.44	5.79
固定资产及在建工程	557	553	572	627	每股股利 (元)	0.13	0.12	0.12	0.14
无形资产及其他长期资产	520	622	604	586	每股经营现金流 (元)	0.14	0.17	0.41	0.42
非流动资产合计	1,077	1,175	1,176	1,214	<b>估值分析</b>				
资产合计	2,475	3,413	5,036	5,649	市盈率	51.7	55.4	41.1	34.5
短期借款	0	360	0	0	市净率	5.1	4.7	3.0	2.8
应付账款及票据	320	380	764	977	EV/EBITDA	39.3	38.1	26.2	22.8
其他流动负债	83	390	719	889	股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
流动负债合计	403	1,130	1,484	1,866					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	30	43	43	43					
负债合计	434	1,173	1,527	1,910					
股东权益合计	2,041	2,240	3,509	3,739					
少数股东权益	0	55	57	60					
负债及股东权益合计	2,475	3,413	5,036	5,649					
<b>现金流量表</b>									
净利润	203	192	258	307					
折旧和摊销	39	58	63	73					
营运资本变动	16	-74	353	142					
其他	5	8	10	10					
经营活动现金流	87	108	266	271					
投资活动现金流入	33	1	13	13					
投资活动现金流出	243	98	60	104					
投资活动现金流	-210	-97	-73	-117					
股权融资	0	0	1,083	0					
银行借款	0	480	-360	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-77	256	657	-53					
汇率变动对现金的影响	1	-1	1	0					
现金净增加额	-200	267	850	101					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

新时达是国内最大的电梯控制系统供应商，微机控制板国内市场占有率稳居行业第一。依托电梯控制和变频器业务优势，公司逐步布局机器人、运动控制、伺服系统、工业传动等多领域。公司机器人业务主要聚焦汽车与3C行业，形成了“核心部件-本体-集成”的产业格局，未来公司将成为领先的工业自动化核心零部件整合平台。



## 目录

<b>投资摘要</b> .....	<b>5</b>
观点一：传统电梯控制等自动化业务大概率稳健持平 .....	6
观点二：打造国内工业机器人最强平台 .....	6
观点三：工业自动化核心零部件整合平台，会通科技渠道价值重估 .....	6
催化剂一：并购配套增发的价格倒挂 .....	7
催化剂二：潜在新的并购项目落地 .....	7
总结：价值低估的纯正工业机器人标的 .....	7
<b>电梯运控及工业传动领域竞争优势显著</b> .....	<b>9</b>
电梯控制业务稳定 .....	9
星辰电梯物联网潜力较大 .....	11
工业传动稳定增长 .....	13
<b>全力打造机器人产业</b> .....	<b>14</b>
工业机器人行业需求旺盛 .....	14
公司全力打造工业机器人平台 .....	15
<b>工业自动化核心功能部件整合平台</b> .....	<b>19</b>
收购众为兴获得行业经验 .....	20
收购会通科技打开销售渠道 .....	21
<b>盈利预测、估值建议及风险提示</b> .....	<b>23</b>
盈利预测 .....	23
估值和投资建议 .....	25
风险提示 .....	25

## 图表

图表 1：新时达产品结构 .....	5
图表 2：新时达发展历程 .....	5
图表 3：新时达股权结构 .....	5
图表 4：新时达在工业机器人领域的布局 .....	6
图表 5：会通科技销售网络 .....	7
图表 6：公司 2015 年收入结构 .....	8
图表 7：公司 2017 年收入结构 .....	8
图表 8：公司 2015 年毛利结构 .....	8
图表 9：公司 2017 年毛利结构 .....	8
图表 10：公司近年来收入增长趋势 .....	8
图表 11：公司近年归母净利润增长趋势 .....	8
图表 12：新时达控制系统产品示意 .....	9
图表 13：电梯产量随房地产开工下滑，2016~17 年仍不乐观 .....	10
图表 14：2015 年电梯产量开始下滑 .....	10
图表 15：电梯行业的中低端机型控制系统一般外购 .....	11
图表 16：变频器下游产业示意图 .....	11
图表 17：新时达和汇川技术占据 60%有效竞争市场 .....	11
图表 18：星辰物联网结构示意图 .....	12
图表 19：高压变频器市场内资企业占比较小 .....	13



图表 20: 变频器市场有 300%增长空间 .....	13
图表 21: 变频器下游产业示意图 .....	13
图表 22: 中国工业机器人销量 .....	14
图表 23: 2014 年机器人销量增速 .....	14
图表 24: 2014 年我国工业机器人销售结构 .....	14
图表 25: 我国汽车工业机器人密度 .....	15
图表 26: 汽车工业机器人市场空间 .....	15
图表 27: 我国 3C 行业机器人密度 .....	15
图表 28: 3C 行业工业机器人市场空间 .....	15
图表 29: 公司机器人业务布局 .....	15
图表 30: 新时达机器人示意 .....	16
图表 31: 公司机器人技术 .....	16
图表 32: 新时达机器人核心零部件布局对比 .....	16
图表 33: 众为兴 SCARA 机器人示意 .....	17
图表 34: 晓奥享荣整车生产线示意 .....	17
图表 35: 晓奥享荣业绩承诺 .....	18
图表 36: 新时达在工业自动化核心功能部件领域的布局 .....	19
图表 37: 研发、产品、渠道全业务流程整合 .....	19
图表 38: 众为兴、会通科技业绩承诺 .....	20
图表 39: 工业自动化市场规模不断增长 .....	20
图表 40: 运动控制产品占比大幅提高 .....	20
图表 41: 我国运动控制市场空间 .....	21
图表 42: 2014 年 PC-based 控制卡市场份额 .....	21
图表 43: 众为兴在电子装备等领域具有优势 .....	21
图表 44: 松下、安川占据约 30% 的市场份额 (2014) .....	21
图表 45: 新时达收入拆分表 .....	23
图表 46: 新时达主要财务信息 .....	24
图表 47: 新时达可比公司估值 .....	25
图表 48: 公司历史 P/E 和 P/B Band .....	25



## 投资摘要

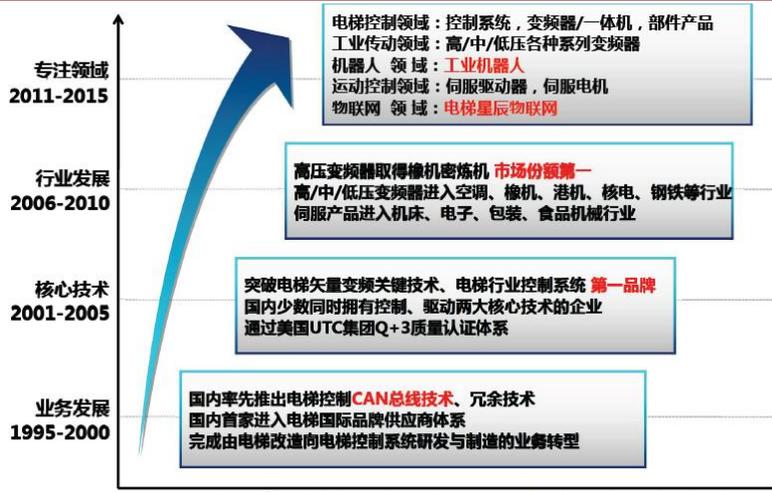
新时达是国内电气传动及运动控制领域领军企业，主要产品已经由传统电梯控制驱动、工业传动业务升级至机器人产品及系统、运动控制、物联网技术、新能源产品等战略新兴产品。公司有望成为国内智能制造潜在整合者，领跑中国制造 2025。

图表 1：新时达产品结构



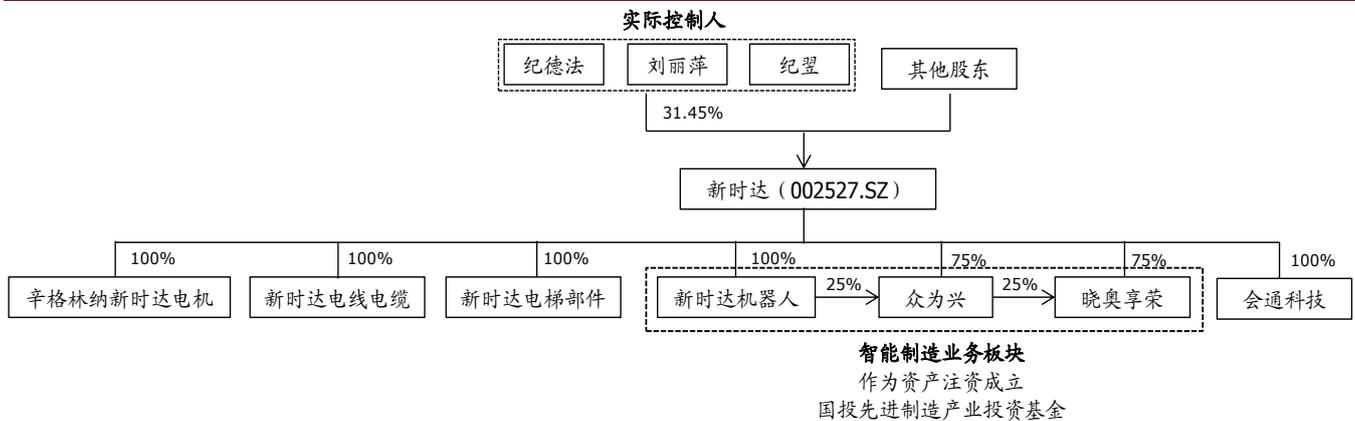
资料来源：新时达公司资料，中金公司研究部

图表 2：新时达发展历程



资料来源：新时达公司资料，中金公司研究部

图表 3：新时达股权结构



资料来源：新时达公司资料，中金公司研究部



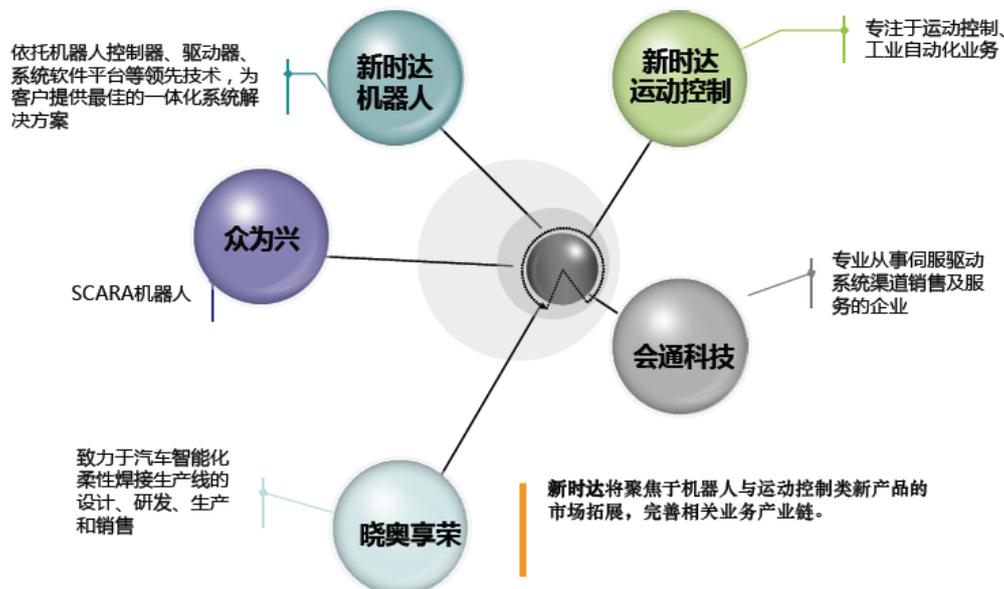
### 观点一：传统电梯控制等自动化业务大概率稳健持平

我们预计国内 2016~17 年电梯产能或持续下滑，但是电梯控制系统市场基本稳健，因为存量电梯改造、维保市场可以弥补新增电梯业务下滑带来的影响（目前期龄超过 15 年以上的电梯累积增多，已经突破了 40 万台）。竞争格局较为稳定，新时达和汇川技术分享约 50 亿元的电梯控制系统市场，其他竞争对手进入难度较高。

### 观点二：打造国内工业机器人最强平台

内资工业机器人第一梯队，布局核心部件，聚焦汽车与 3C 机器人，完善产业链。2015 年工业机器人本体和运控成套设备销量在内资工业机器人的市场占有率超过 10%，已经进入工业机器人第一梯队。公司 2014 年收购了晓奥享荣，目前公司机器人板块已经形成了“核心部件-本体-集成”产业链格局，通过晓奥享荣销售的工业机器人占比超过 20%，运控成套设备占比 100%。我们认为公司机器人业务未来三年有望保持约 30% 左右增长。

图表 4：新时达在工业机器人领域的布局



资料来源：新时达公司资料，中金公司研究部

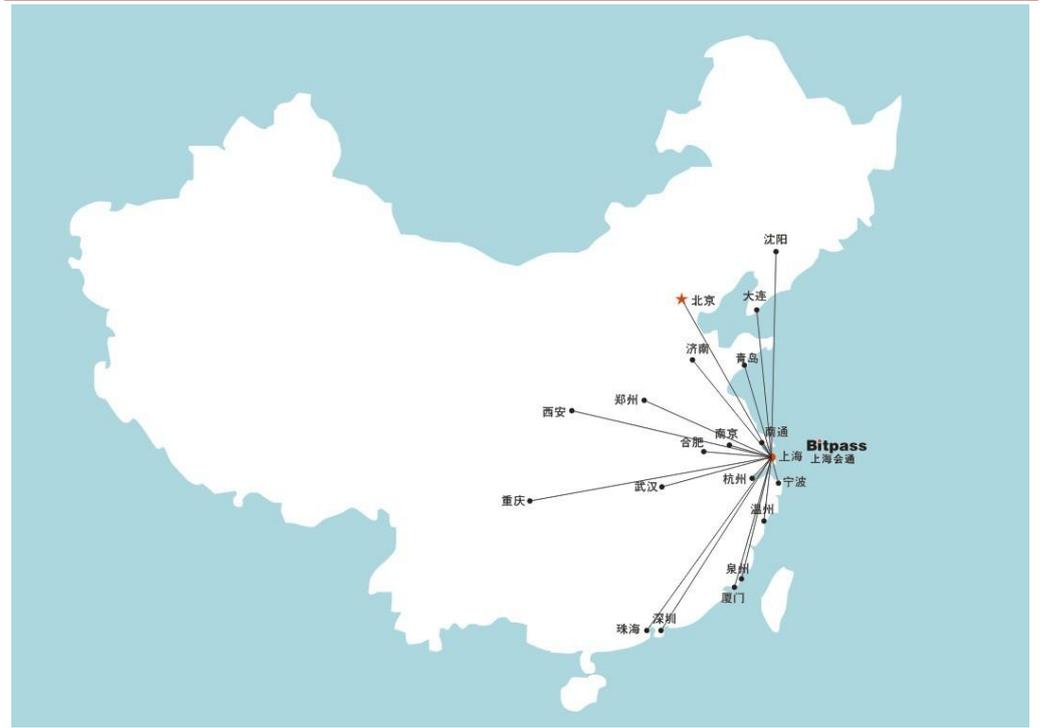
### 观点三：工业自动化核心零部件整合平台，会通科技渠道价值重估

公司与贝加莱合作，收购众为兴、会通科技，实现在工业自动化核心部件——运动控制系统的布局。同时继续在控制层、驱动层、执行层、设备层等领域拓展；另一方面有望依托众为兴的行业实施经验，整合自动化核心部件、传感器和机器人等产品，实现自动化产线、数字化工厂的总包能力。

同时，会通科技作为松下在中国最大的伺服驱动系统分销商（占比超过 60%），在全国拥有 7,000 多家自动化企业客户，业务触角遍及重要经济区域，在工业自动化领域拥有强大的渠道销售能力。这对于新时达旗下其他自动化核心部件品牌以及潜在并购对象具有强大吸引力。



图表 5：会通科技销售网络



资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 催化剂一：并购配套增发的价格倒挂

此前公司为了并购会通科技 100% 股权以及晓奥享荣 49% 股权，以 17.36 元/股的价格向资产方发行股份支付了 52,775.50 万元，剩余以现金支付。同时公司拟以询价的方式向其他不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 5 亿元，发行股份数量不超过 25,239,777 股，即发行价格不低于 19.81 元/股，目前股价倒挂。

### 催化剂二：潜在新的并购项目落地

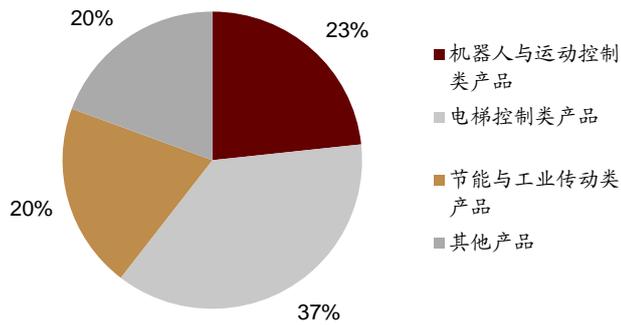
公司志在成为国内智能制造行业领头羊，除了有机增长，外延扩张是重要发展战略，此前已经通过并购众为兴、会通科技、晓奥享荣迅速扩大了在智能制造领域的版图。未来继续外延扩张方向：主要是工业软件、传感器、视觉传感器等前端核心部件产品，以及后端的系统解决方案。市场重点是汽车、食品加工以及 3C 等领域。

### 总结：价值低估的纯正工业机器人标的

公司通过自主研发、外延扩张、引入战略投资者相结合的路径，快速由电梯行业自动化企业成长为工业机器人以及泛工业自动化领域的领军企业。机器人与运动控制相关的业务收入占比有望从 2015 年 23% 快速提升至 2017 年的 63%，成为“货真价实”的内资工业机器人标的。对比 A 股的其他机器人标的，未来成长性较好，公司估值尚可。

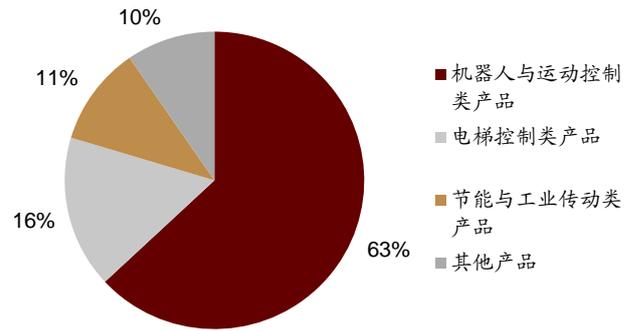


图表6：公司2015年收入结构



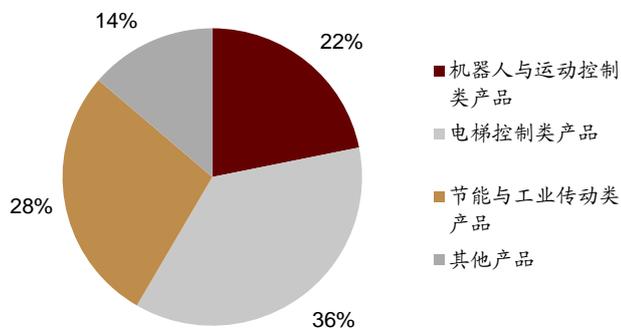
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表7：公司2017年收入结构



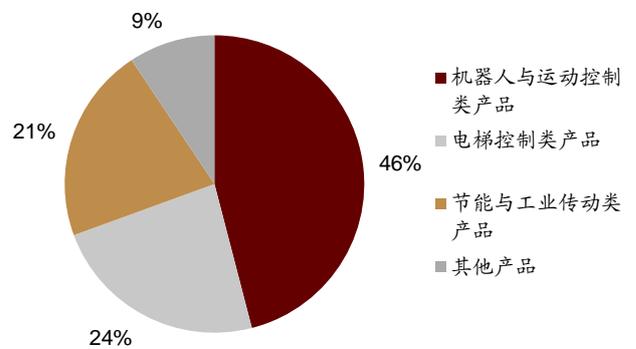
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表8：公司2015年毛利结构



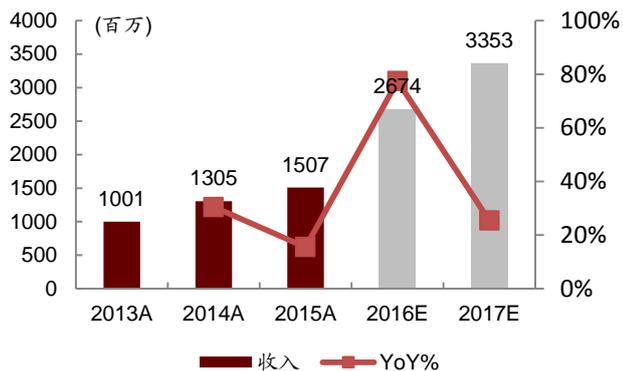
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表9：公司2017年毛利结构



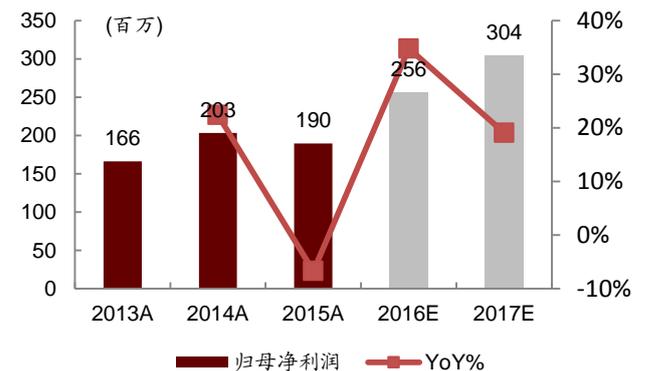
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表10：公司近年来收入增长趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表11：公司近年归母净利润增长趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部



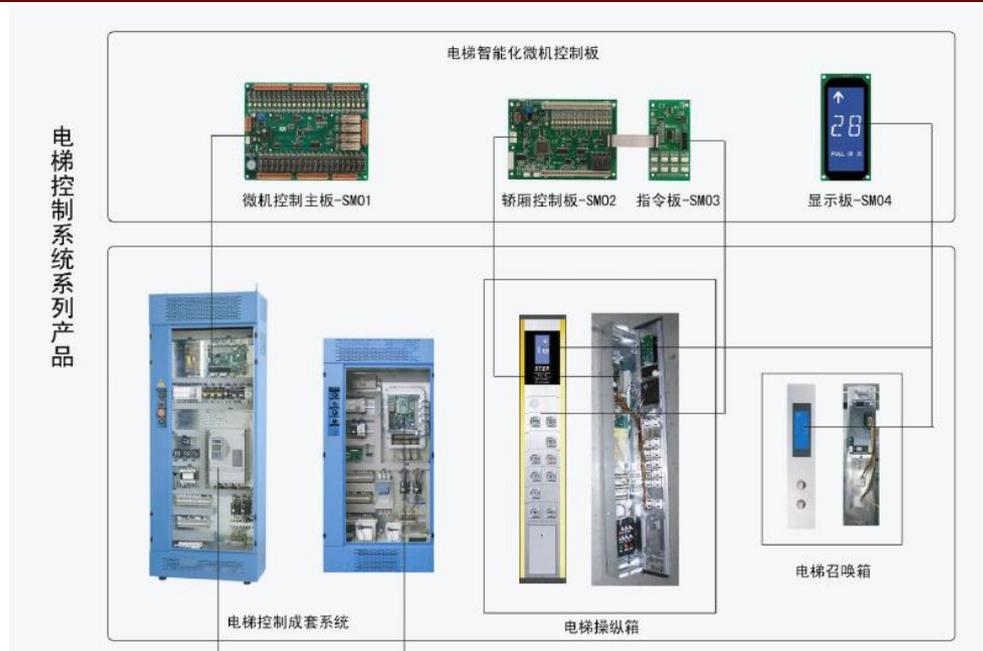
## 电梯运控及工业传动领域竞争优势显著

### 电梯控制业务稳定

#### 公司产品技术先进，客户认可度高

公司生产的电梯控制系统是电梯的核心部件，担负电梯运行的管理和指令功能。公司技术先进：1) 新时达是国内首家将 CAN 现场总线技术引入电梯控制的公司；2) 公司自主研发的电梯群控技术、非串行电梯控制技术，均处于国内领先地位；3) 公司是国内最早同时通过欧洲 EN-81 电梯安全认证、欧盟 CE 安全认证以及北美 CSA 安全认证的电梯控制企业。

图表 12：新时达控制系统产品示意



资料来源：公司资料，中金公司研究部

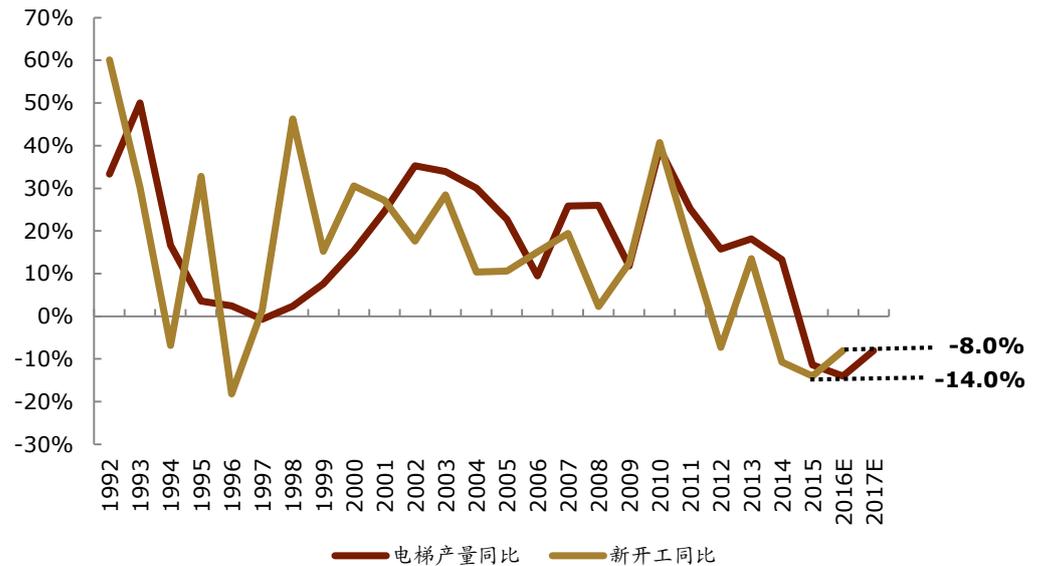
新时达是首家进入外资知名电梯厂商采购体系的内资电梯控制企业。公司产品受外资企业广泛认可，主要客户企业包括奥的斯、迅达、蒂森克虏伯、通力等国际电梯巨头；同时也得到包括康力、广日等领先的内资电梯企业的认可。

### 电梯行业产量拐点向下

2015 年我国电梯产量约 62 万台，同比-11%，是中国电梯行业历史上第二次下滑，预计下滑的趋势短期内很难扭转。电梯整机作为房地产配套设施，需求与房屋新开工面积高度相关，但滞后一年左右。2015 年房屋新开工面积同比-14.0%，中金地产组预计 2016 年房屋新开工面积同比-8%，因此，我们预计 2016、2017 年新装电梯需求同比下滑 14%和 8%。

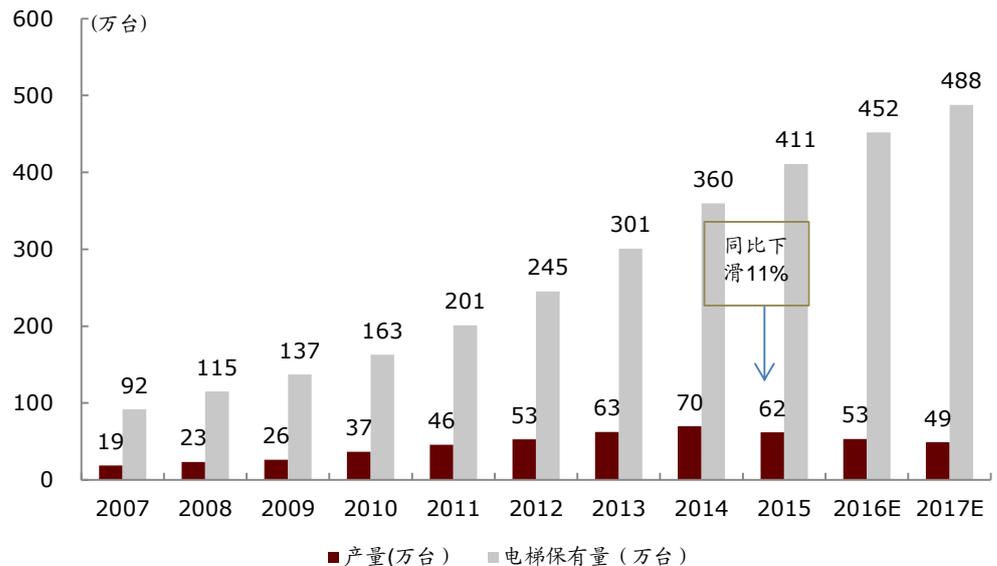


图表 13：电梯产量随房地产开工下滑，2016~17 年仍不乐观



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 14：2015 年电梯产量开始下滑



资料来源：公司资料，中金公司研究部

同时，2015 年中国电梯的总产量占全球电梯总产量的 65~70%，总产能突破 140 万台，是全球总需求量的 1.3 倍。电梯行业产能过剩已成为不争的事实，未来电梯行业 500 多家整机制造企业面临调整压力。

### 电梯控制系统市场稳健

目前电梯行业中，中、低端梯型的控制系统一般采用外购方式配套。



图表 15：电梯行业的中低端机型控制系统一般外购

下游电梯企业	控制系统采购
三菱、日立、奥的斯	奥的斯中低端外购
其余外资品牌	中低端外购
内资领先品牌	一般采取外购
其余民族品牌	一般采取外购

资料来源：公司资料，中金公司研究部

电梯控制系统总体市场规模约 105 亿，其中约 50% 由电梯生产商家自产自装，另外 50%，即 50 亿元为有效竞争市场。我们预计电梯控制系统市场增速基本与电梯市场匹配，但当存量电梯改造、维保市场成长起来后，可以弥补新增电梯业务下滑带来的影响（目前期龄超过 15 年以上的电梯累积增多，已经突破了 40 万台），因为无论是整体改造、还是电气部件更新，电梯电气控制系统都是旧梯改造的重点，所以我们估算未来电梯控制器市场基本稳健。

图表 16：变频器下游产业示意图

	新梯市场 (台)	新时达份额 (套)	控制器收入 (百万元)	到限旧梯 (台)	改造系数 (%)	改造数量 (台)	新时达份额 (套)	控制器收入 (百万元)	备件市场 (套)	新时达份额 (套)	控制器收入 (百万元)	新时达总份额 (套)	收入 (百万元)
2015A	620000	52700	516	37500	50%	18750	1594	18	62000	2790	27	57084	561
2016E	530000	47700	482	46710	50%	23355	2102	22	53000	2650	25	52452	529
2017E	490000	49000	495	63190	50%	31595	3160	33	49000	2940	28	55100	556

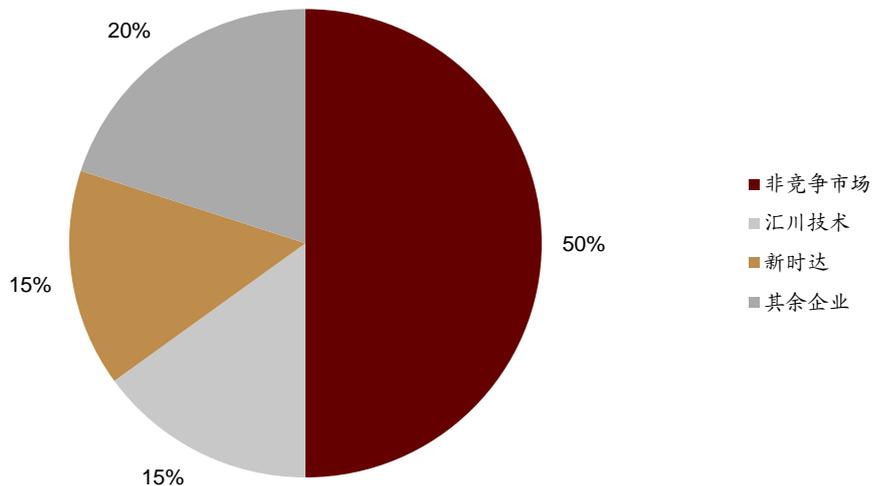
资料来源：公司资料，中金公司研究部

注：新时达市场份额 9~10%，成套控制系统单价 1 万元/台

### 电梯控制系统竞争格局稳定

近两年，公司与汇川技术维持市场竞争均势，各占据电梯控制市场约 15% 份额，即两公司分享了有效竞争市场 60% 的市场份额，

图表 17：新时达和汇川技术占据 60% 有效竞争市场



资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 星辰电梯物联网潜力较大



### 电梯物联网行业想象空间大

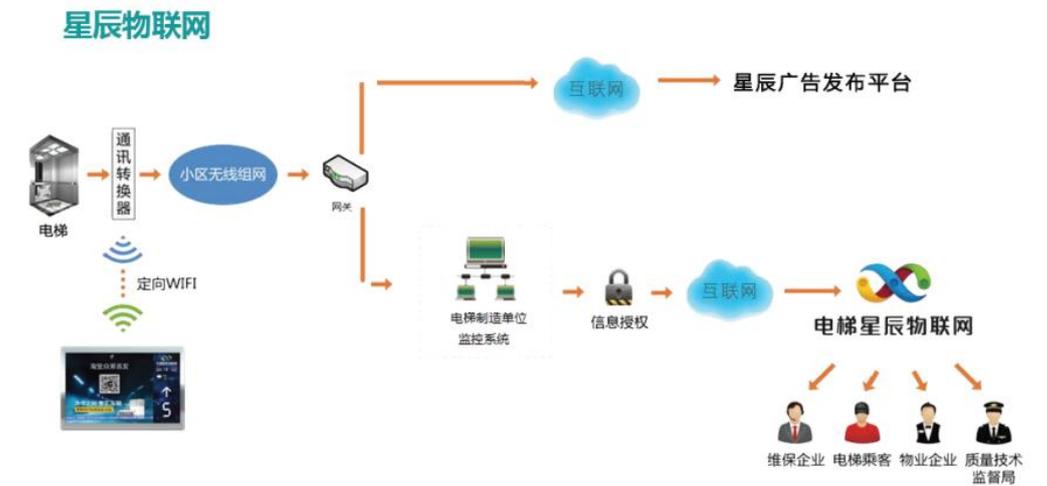
目前电梯物联网安装费市场空间为**210亿**。全国电梯保有量420万台，若全部加入物联网，按照首次安装费用5,000元/台计算，安装费用市场规模将达到210亿元，约为目前每年新装电梯市场规模的1/6。当前实际市场需求约为市场空间的**4%**。以电梯物联网试点进展较快的北京为例，2012年东城区试点电梯物联网2,000台，2014年地铁系统试点3,000台，仅占北京电梯保有量的3.8%。预计全国需求比例不会更高，总需求不足十万台。目前阻碍市场拓展的主要问题是入网及运营费用的归属。

**企业和政府采购是最可能的方向**。目前费用归属有四种模式：维保企业支付、小区业主支付、电梯生产商支付、企业和政府支付。1) 维保企业支付意愿不足。维保企业安装电梯物联网主要收益为节约人力成本。据研究，电梯物联网可提高维保企业人工检修效率30%，每人负责检修电梯数量可以从30台提高到40台。按照检修工人月工资0.5万元计算，电梯物联网节约的人工费为417元/台/年，投资回收期较长。2) 小区业主和电梯厂商支付困难较大。小区业主不愿支付额外费用(改造老旧危险电梯资金尚且难以筹集)。由于竞争激烈，电梯厂家更不愿提高成本。3) 企业和政府采购模式目前应用最好。企业(和非政府机构)方面，已有包括集团企业、连锁酒店、高校等出资的案例。政府方面，北京、安徽、深圳等地已经陆续实行政府买单的电梯物联网建设。

### 公司星辰物联网具有优势

电梯星辰物联网由五大部分组成：信息采集装置、电梯星辰物联网云服务平台、电梯制造单位监控系统、电梯星辰物联网广告平台、轿厢广告终端。目前公司优势主要是：**先发优势、控制系统优势等**。

图表 18：星辰物联网结构示意图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

**先发优势：入网量快速提升，品牌效应巨大。**公司是最早从事电梯物联网的公司之一，截至2016年2月已完成电梯入网4,630台，通过与嘉定区等多地区进行试点合作、与众多企业进行多种运营模式的探索，积累了丰富的行业经验。公司在品牌效应的营造上较为成功。目前在电梯物联网学术研究、媒体报道、科普网站等领域，公司星辰电梯物联网已经被广泛地作为电梯物联网的代表进行举例介绍和研究。电梯物联网要求高度安全可靠，消费者一般将品牌效应作为安全可靠的衡量。

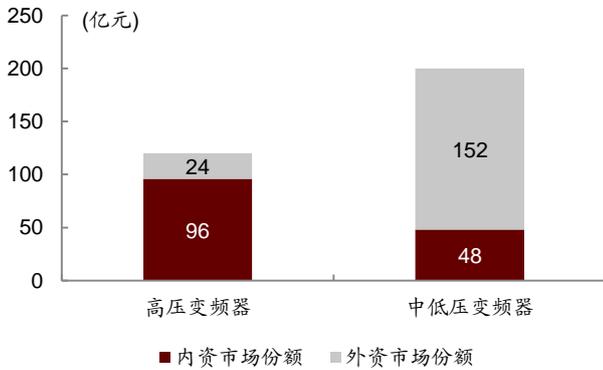
**控制系统优势：作为控制系统供应商，布局电梯物联网有天然优势，预计市场占有率不低于15%。**电梯物联网行业中，整梯厂家目前布局电梯物联网较少，除控制系统供应商外，专门的第三方物联网公司也参与竞争。传统电梯物联网采用传感器采集信息，误报较多。目前的电梯物联网技术基本都基于电梯控制系统的改造，准确率和速度提高很大。从市场发展趋势看，预计公司电梯物联网业务有望占据15%以上市场。



### 工业传动稳定增长

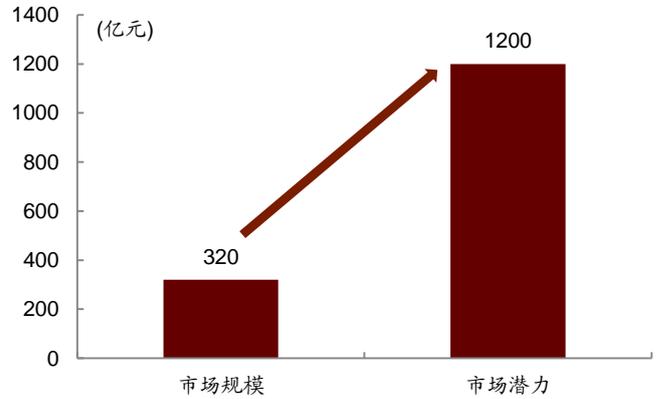
节能效果明显，变频器市场空间广阔。根据中国电器协会对高压变频器用户统计，企业应用变频器的节电效果在 20~60%之间。随着节能减排要求不断提高，变频器将成为工业企业标准配置。根据《变频器世界》数据，中国变频器市场潜力约为 1,200~1,800 亿元。按照目前 320 亿的市场规模，预计还有 300%增长空间。

图表 19：高压变频器市场内资企业占比较小



资料来源：中自传媒，中金公司研究部

图表 20：变频器市场有 300%增长空间



资料来源：《变频器世界》，中金公司研究部

**高端产品增长潜力较大。**变频器主要分为中低压变频器和高压变频器。中低压变频器与高压变频器中的高性能变频器技术含量较高，利润空间也较大，主要被国外品牌占领。高压变频器中技术含量较低的通用变频器随着竞争完全化，低价竞争，利润空间已经比较有限。根据中自传媒数据，目前中低压变频器市场规模约 200 亿，其中外资市场占有率约为 76%，高压变频器规模 120 亿，国内品牌市场份额超过 80%。相对于完全竞争的低端市场，预期中高端有更大的增长潜力。

**行业标准不统一，行业格局相对稳定。**变频器行业目前在产品标准上尚不统一，这使得产品个性化较强、市场整合困难。预计未来三年内行业格局难以发生突然的变化。中国电器协会、《变频器世界》分别预测，变频器行业未来三年平均增速在 10~15%之间。

**公司变频器业务：定位高端，预计保持行业增速。**电梯相关变频器受电梯市场影响，增速有所下降。除电梯变频器外，公司工业控制类变频器广泛应用于港机、核电、新能源等行业，呈现多元化特点。单一行业下滑对公司业绩影响较小。同时，公司变频器定位为“产品高起点、高技术含量”，主要竞争者为外资品牌：ABB、西门子、安川等，增长潜力高于同质化竞争较为严重的低端市场。我们认为未来三年公司变频器业务可以达到行业平均增速 10%。

图表 21：变频器下游产业示意图



上海老港再生能源 13组高压变频器



核电水泵测试站 12MW高压变频器



上海外高桥岸桥

资料来源：公司资料，中金公司研究部

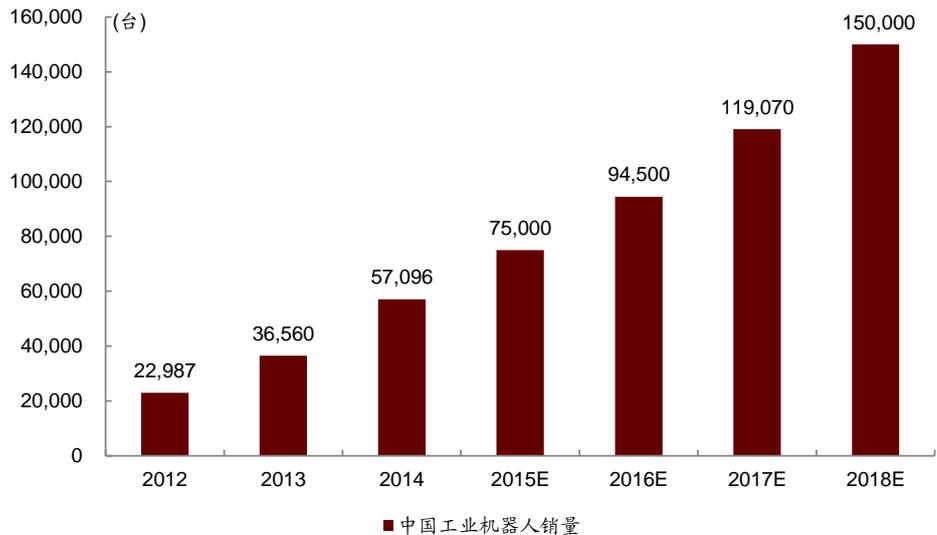


## 全力打造机器人产业

### 工业机器人行业需求旺盛

未来三年中国机器人销量将翻番，年均增长**26%**。根据 IFR 最新数据，我国 2014 年销售的工业机器人数量为 57,096 台，预计 2015 年销售将达到 75,000 台。未来三年我国机器人销售将继续保持高速增长，预计 2018 年我国机器人销售数量将达到 150,000 台，2016~2018 三年 CAGR 为 26%。

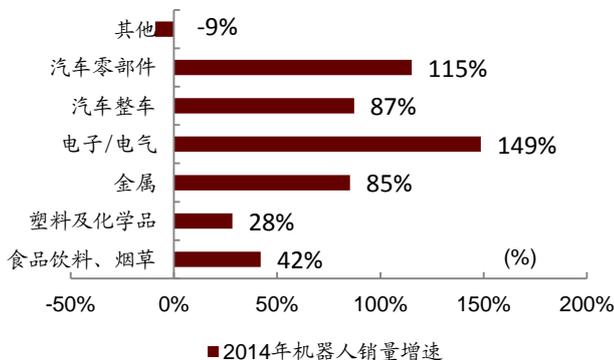
图表 22：中国工业机器人销量



资料来源：IFR，中金公司研究部

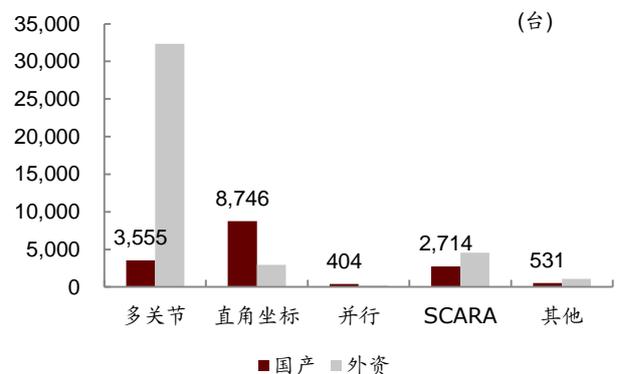
汽车工业机器人，3C 行业机器人较为景气。从行业上看，电子/电气行业机器人销量增速最快，2014 年同比增长 149%；同时，汽车工业用机器人依然维持较快增长，其中汽车零部件好于汽车整车。从结构上看，汽车工业使用的多关节机器人目前大部分由外资把持，3C 行业使用较多的 SCARA 机器人国产企业已在竞争中占据一席之地。

图表 23：2014 年机器人销量增速



资料来源：IFR，中金公司研究部

图表 24：2014 年我国工业机器人销售结构



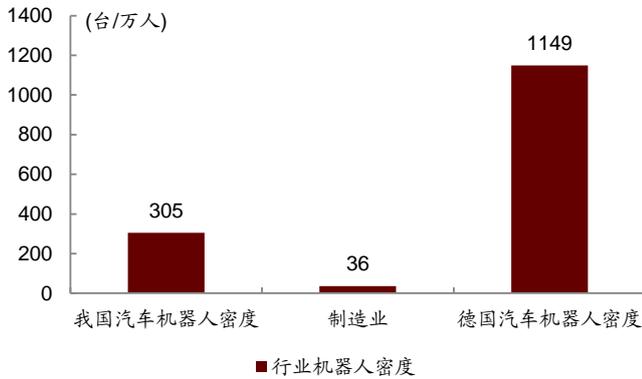
资料来源：IFR，中金公司研究部

汽车行业、3C 行业机器人市场空间分别为**2,490, 655 亿**。假设汽车行业机器人单价 20 万元/台，3C 行业机器人单价 10 万元/台；汽车行业机器人密度达到德国汽车工业整体的 1,149 台/万人，3C 行业机器人密度达到德国一般行业约 150 台/万人的水平，则未



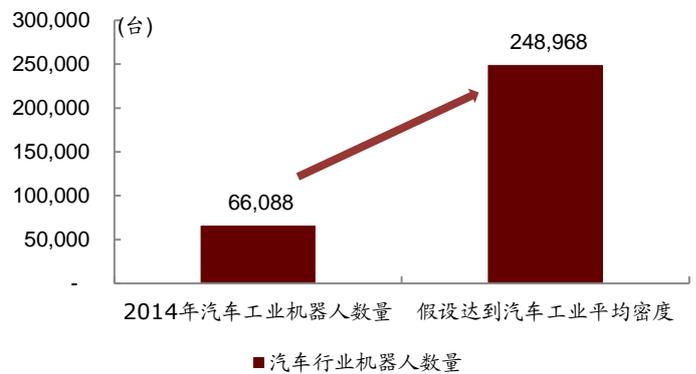
来将需要汽车行业机器人 248,968 台，3C 行业机器人 131,380 台，分别对应机器人本体市场空间约 498 亿、131 亿元；对应机器人系统集成市场规模约 2,490 亿、655 亿元。

图表 25：我国汽车工业机器人密度



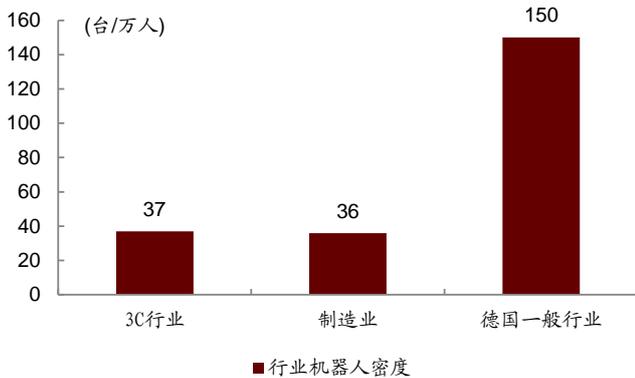
资料来源：IFR，万得资讯，中金公司研究部

图表 26：汽车工业机器人市场空间



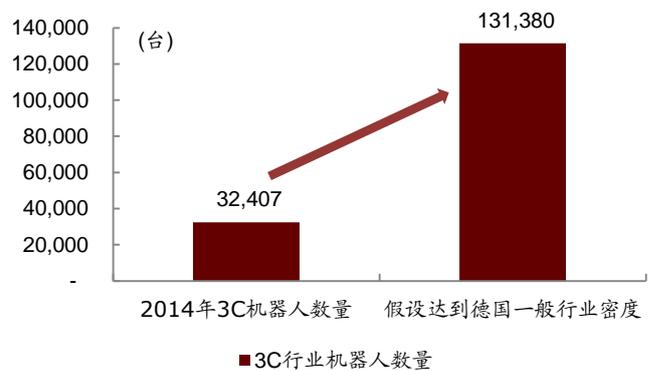
资料来源：IFR，万得资讯，中金公司研究部

图表 27：我国 3C 行业机器人密度



资料来源：IFR，万得资讯，中金公司研究部

图表 28：3C 行业工业机器人市场空间



资料来源：IFR，万得资讯，中金公司研究部

### 公司全力打造工业机器人平台

聚焦汽车与 3C 机器人，完善产业链。公司 2014 年收购了晓奥享荣，目前公司机器人板块已经形成了“核心部件-本体-集成”产业链格局。我们认为公司机器人业务未来三年有望保持约 30% 左右增长。

图表 29：公司机器人业务布局



资料来源：中金公司研究部



新时达机器人：机器人整机平台

新时达机器人将是未来公司机器人整机平台。公司2013年9月公告使用超募资金设立机器人子公司，正式进入机器人领域。首期产能1,000台/年，2014~2016年产能投放计划分别为100台、300台和1,000台。1) 在机器人方面，新时达机器人主要研发6kg级以上多关节工业机器人，最早用于保险箱和电梯的焊接，未来汽车焊接将是主要发展方向。2) 在运动控制领域，新时达原有运控业务与众为兴有协同，众为兴未来将作为公司运动控制平台。

图表 30：新时达机器人示意



资料来源：公司资料，中金公司研究部

公司机器人从工业控制技术起家。公司最早从电梯驱动控制技术起家，之后研制出自主伺服驱动技术，并应用于外资品牌机器人。在控制技术基础上，公司开始进行机器人本体的开发及系统集成应用。对比机器人“四大”来看，发那科是数控机床控制系统的生产商，ABB、KUKA、安川等都植根于工业控制领域。对比国内主要企业，广州数控和埃斯顿主要从数控机床起家，新时达是唯一一家从工业控制领域起家的公司。

图表 31：公司机器人技术



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 32：新时达机器人核心零部件布局对比

	六轴机器人销量		核心零部件	
	2015E (台)	伺服电机	控制器	减速机
埃夫特	1200			
广州数控	950	✓	✓	✓
沈阳新松	600		✓	
<b>新时达</b>	<b>300</b>		✓	
埃斯顿	260	✓	✓	

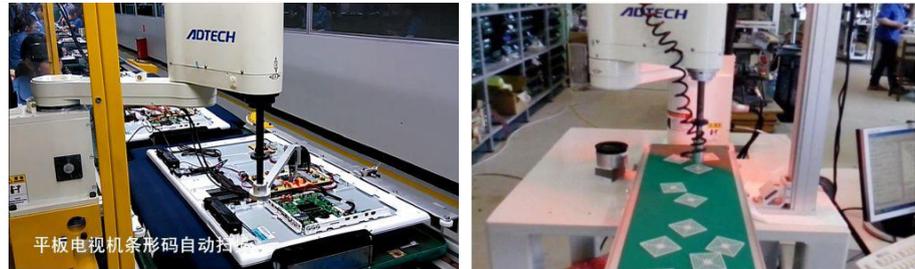
资料来源：中金公司研究部



收购众为兴：进入 3C 机器人领域

众为兴 2013 年前两大客户分别是富士康集团和歌尔声学，主要业务集中于 3C 行业（用于点胶机、喷涂机等），是国内少数几家可以提供从行业工艺软件、运动控制器到电机驱动一体化运动控制系统解决方案的服务商之一。除运动控制类设备外，公司也生产 SCARA 机器人，主要用于电子装配环节。公司机器人控制系统底层技术自主研发，目前正在大举进入格力、美的等公司。

图表 33：众为兴 SCARA 机器人示意



3C条形码扫描

视觉分拣

资料来源：公司资料，中金公司研究部

收购晓奥享荣：进入系统集成领域

公司 2015 年通过受让股份及增资获得了晓奥享荣 51% 的股权，目前正在定向增发收购剩余 49% 股权。晓奥享荣技术来源于日本享荣，主要业务为汽车智能化柔性焊接生产线的设计、研发、生产和销售，客户主要为汽车整车制造厂商，如一汽轿车、长城汽车、比亚迪、力帆汽车、吉利汽车等。

图表 34：晓奥享荣整车生产线示意



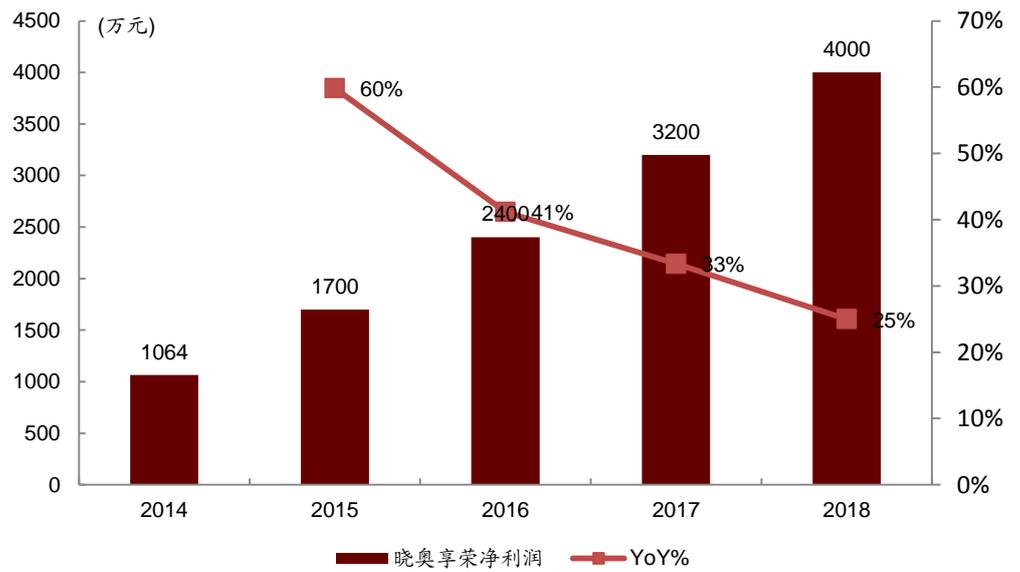
资料来源：公司资料，中金公司研究部

汽车自动化焊接生产线市场规模约 292 亿元。我国整车制造包括冲压、焊装、涂装、总装四大工艺装备，其中焊装的投资占比约 25%。我国整车制造业固定投资的约 50% 用于购买设备，2014 年我国汽车制造业固定资产投资额约 2,339.93 亿元，对应的汽车焊装生产线市场规模约 292 亿元。外资系统集成商包括 ABB、柯玛和 KUKA 等，国内领先的系统集成商包括大连奥托、成焊宝玛、晓奥享荣等，近年来内资企业市场份额开始不断提升。

有望带动公司机器人进入整车制造领域。汽车整车机器人一般由外资把持，主要由于 ABB、KUKA 等不仅具有高端机器人本体研发能力，还具有先进的系统集成能力，并与国外主要车厂如大众、通用等有较长时间的合作，内资机器人企业短时间内较难切入整车制造领域。新时达收购晓奥享荣后，可以学习掌握机器人在汽车整车领域的应用技术，为之后自主机器人进入整车领域奠定坚实基础。



图表 35：晓奥享荣业绩承诺



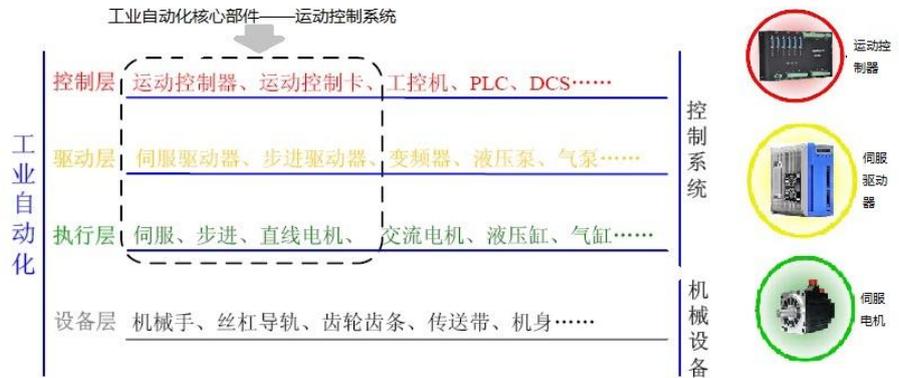
资料来源：公司资料，中金公司研究部



## 工业自动化核心功能部件整合平台

公司与贝加莱合作，收购众为兴、收购会通科技，实现在工业自动化核心部件——运动控制系统的布局，未来或有更多拓展。

图表 36：新时达在工业自动化核心功能部件领域的布局



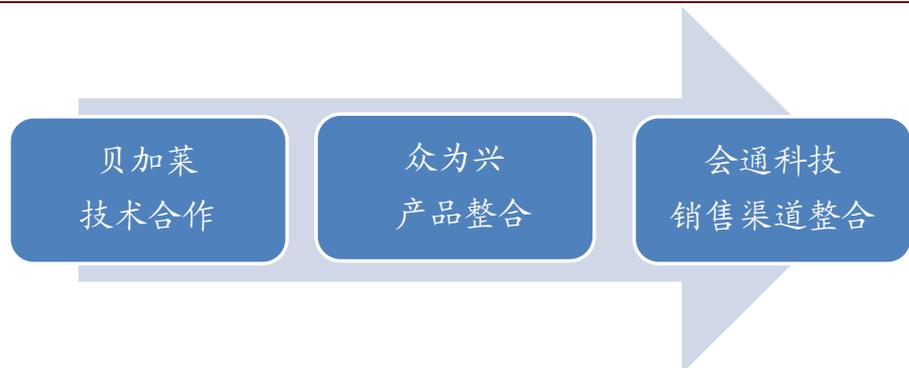
资料来源：公司资料，中金公司研究部

2014年公司与奥地利贝加莱建立合作。贝加莱（B&R）是一家运动控制领域的全球性领导厂商，在工业自动化领域有30余年经验，技术水平也处于全球领先地位，公司机器人的伺服系统采用贝加莱总线型powerlink。公司与贝加莱合作有助于提升公司的研发实力。

2014年定向增发收购了众为兴100%股权。众为兴主要为新兴领域的自动化机器设备提供高性能运动控制系统，包括整体解决方案的设计和 Related 控制系统部件的研发、生产、销售及服务，是我国少数几家能提供从行业工艺软件、运动控制器到电机驱动一体化的运动控制系统整体解决方案服务商之一。

2015年收购了运动控制销售公司会通科技。会通科技主要通过自有网络销售伺服驱动系统及其他运动控制类设备，主要的上游厂商包括松下、英国翠欧（TRIO），日本纳博（Nabtesco）等，产品广泛应用于工业自动化领域，是智能工厂的重要控制类部件。

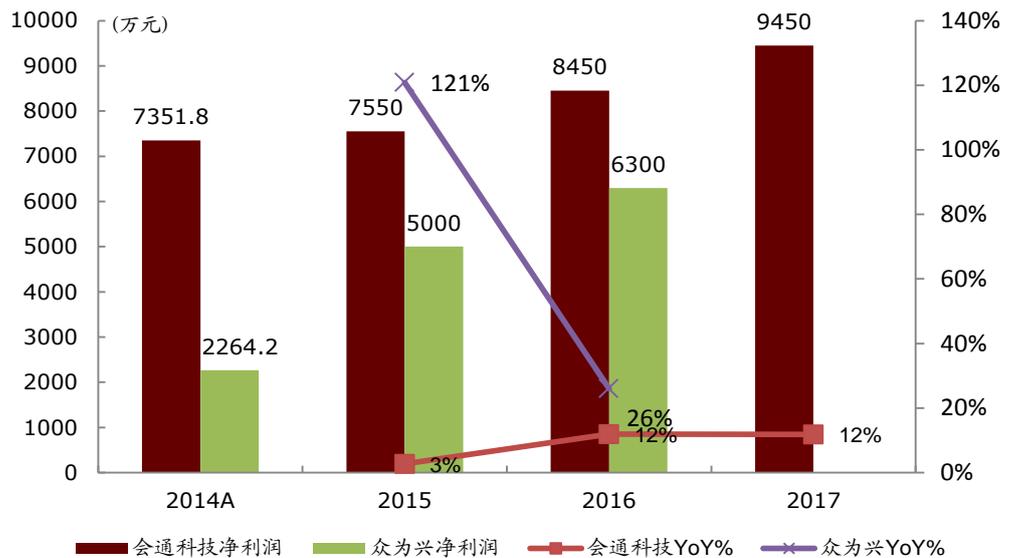
图表 37：研发、产品、渠道全业务流程整合



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 38：众为兴、会通科技业绩承诺



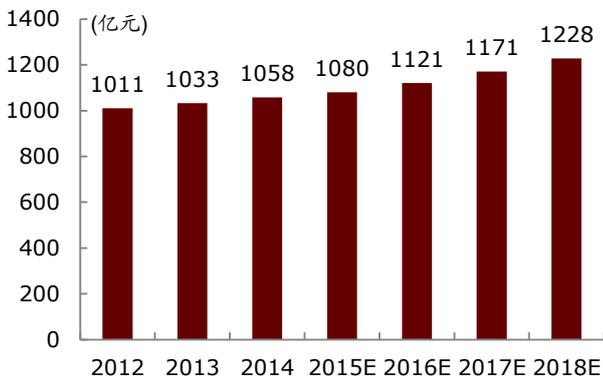
资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 收购众为兴获得行业经验

**运动控制是自动化设备的核心。**随着运动控制系统技术不断提升，功能增加和计算机技术的发展，运动控制在应用深度和行业应用广度方面不断拓展。传统行业自动化率的提升带来了运动控制系统的使用机会。运动控制系统广泛涉及在纺织、塑料机械、橡胶、包装机械、机床和印刷等行业。

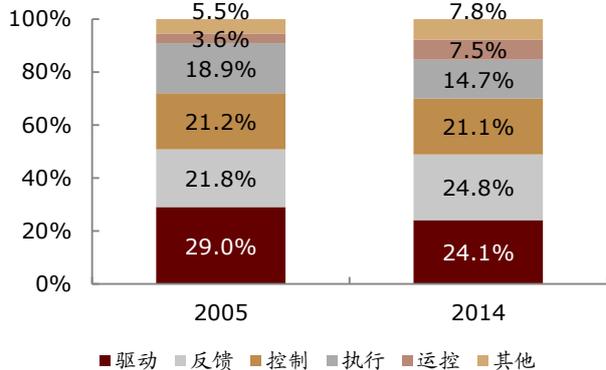
**自动化需求旺盛，运动控制系统潜力最大。**根据工控网分类，工业自动化零部件主要包括：运动控制系统（GMC、CNC）、控制系统（PLC等）、驱动系统（变频器等）、执行机构、反馈机构和其他零部件。根据工控网数据，2018年工业自动化市场将达到1,228亿。运动控制系统份额逐年提高，由2005年的3.6%，提高到2015年的7.5%，预计2018年将达到13%。运动控制系统中，如果不包含增长相对缓慢的CNC，增长预期则更为可观。

图表 39：工业自动化市场规模不断增长



资料来源：工控网，中金公司研究部

图表 40：运动控制产品占比大幅提高



资料来源：工控网，中金公司研究部

**运动控制市场空间约 113 亿。**根据 IMS Research 数据，2015 年我国运动控制产品的需求规模约 113 亿，同比增长约 18%。从市场竞争格局看，在 PLC 控制器和嵌入式控制器市场，中低端完全竞争，高端由日本三菱、松下、西门子等外资企业垄断；在 PC-based 控制卡领域，众为兴占据约 4% 市场份额，高端市场仍有 PMAC、翠欧等外资品牌占据。

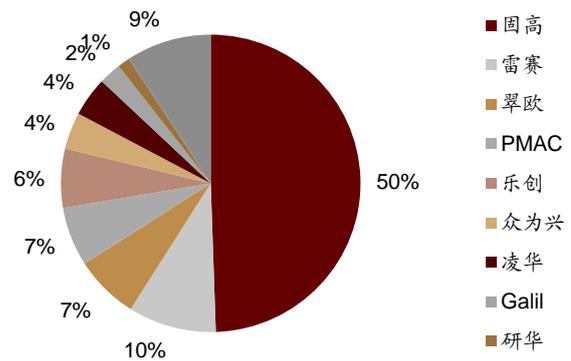


图表 41：我国运动控制市场空间



资料来源：IMS Research，中金公司研究部

图表 42：2014 年 PC-based 控制卡市场份额



资料来源：中国产业信息网，中金公司研究部

众为兴的核心价值在于行业经验。与行业内公司相比，众为兴软件实力突出，专注于为细分行业定制专用系统来获取市场机会。主要竞争优势行业包括电子装备、金属加工、轻纺家居、特种机床等。公司目前储备的行业超过 40 个，未来根据下游行业发展情况可快速复制拓展。

图表 43：众为兴在电子装备等领域具有优势

行业	运动控制系统使用情况
电子装备制造	贴片机、点胶机、电阻成型机等
金属加工	水切割机、激光切割机等
轻纺家居	弹簧机、压簧机等
	钻孔机、植毛机、磨毛机等

资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 收购会通科技打开销售渠道

会通科技是我国伺服系统销售龙头。松下、安川是我国伺服系统销售额最大的两家公司，其中日本松下在国内经销商较少，而安川的代理商数量较多，且规模大小类似。会通科技是国内销售规模最大的伺服驱动系统渠道商，也是日本松下伺服驱动系统全球最大的代理商。2014 年会通科技代理销售的松下伺服驱动系统产品约占当年松下在华销售额的 60%，2014 年会通科技在伺服驱动系统渠道销售行业内的市场份额约为 11%。

图表 44：松下、安川占据约 30% 的市场份额 (2014)

供应商	销售金额 (百万元)	占比%	增长率
Panasonic	895.7	15%	14.60%
Yaskawa	992.9	16%	15.30%
Siemens	667.4	11%	11.50%
Mitsubishi	675.2	11%	10.20%
Lust	115.6	2%	5.00%
Delta	529	9%	11.50%
Huada	147.8	2%	5.00%
Bosch Rexroth	247.9	4%	0.70%
Dengqi	171.2	3%	2.00%

资料来源：中国传动网，中金公司研究部



**销售协同效应可期。**会通科技服务的下游行业客户超过 7,000 家，有良好的客户资源积累；同时，会通科技拥有行业经验丰富的专业团队，能够为下游客户在售前提供选型和解决方案，在售后将提供参数调整、优化运行等服务。我们预计公司未来会在运动控制领域的销售和市场上加大投入，并对众为兴、会通科技相关业务进行整合，2016 年净利润将迎来较快增长。

**工业自动化平台持续整合可期。**一方面，公司未来有望继续在控制层、驱动层、执行层、设备层等领域拓展；另一方面有望依托众为兴的行业实施经验，整合自动化核心部件、传感器和机器人等产品，实现自动化产线、数字化工厂的总包能力。



## 盈利预测、估值建议及风险提示

### 盈利预测

预计公司 2016~17 年的收入分别为 **26.74、33.53** 亿元，分别同比增长 **77.4%、25.4%**；预计归母净利润分别为 **2.56 亿元、3.04 亿元**，分别同比增长 **34.8%、19.1%**。

图表 45：新时达收入拆分表

人民币 百万	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>机器人与运动控制类产品</b>							
收入			0.73	81	351	1,510	2,114
成本			0.55	46	233	1,231	1,733
毛利			0.18	35	118	279	381
毛利率 (%)			24.66%	42.89%	33.70%	18.50%	18.00%
收入增速 YoY (%)				10982.19%	334.07%	330.00%	40.00%
<b>电梯控制类产品</b>							
收入	217	316	555	633	560	529	556
成本	140	198	323	376	362	344	363
毛利	76	119	232	256	198	185	193
毛利率 (%)	35.21%	37.58%	41.76%	40.51%	35.41%	35.06%	34.71%
收入增速 YoY (%)		46.06%	75.43%	14.01%	-11.49%	-5.56%	5.10%
<b>节能与工业传动类产品</b>							
收入	141	183	239	316	304	328	361
成本	75	96	108	151	153	167	185
毛利	66	86	131	165	151	162	176
毛利率 (%)	46.96%	47.15%	54.71%	52.16%	49.74%	49.25%	48.75%
收入增速 YoY (%)		29.28%	30.76%	32.30%	-3.82%	8.00%	10.00%
<b>其他产品</b>							
收入	117	147	206	276	292	307	322
成本	87	108	161	216	218	231	245
毛利	30	39	45	60	74	76	77
毛利率 (%)	26.01%	26.26%	21.75%	21.64%	25.49%	24.73%	23.99%
收入增速 YoY (%)		25.47%	40.31%	33.74%	5.98%	5.00%	5.00%
<b>总收入</b>							
收入	657.30	840.48	1,000.56	1,305.08	1,507.04	2,673.63	3,352.75
成本	393.12	498.17	593.18	789.67	964.82	1,971.46	2,526.12
毛利	264.18	342.31	407.38	515.41	542.22	702.17	826.63
毛利率 (%)	40.19%	40.73%	40.72%	39.49%	35.98%	26.26%	24.66%
收入增速 YoY (%)		27.87%	19.05%	30.43%	15.47%	77.41%	25.40%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 46：新时达主要财务信息

损益表 (人民币百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	840	1,001	1,305	1,507	2,674	3,353
营业成本	498	593	790	965	1,971	2,526
营业税金及附加	4	5	6	10	17	21
销售费用	79	96	122	131	160	191
管理费用	132	150	207	250	307	366
财务费用	-16	-12	-6	-2	-6	-23
资产减值准备	8	11	8	12	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	5	4	7	5	6
营业利润	137	163	183	148	216	264
营业外收入	24	40	45	68	75	82
营业外支出	1	2	1	2	2	2
利润总额	160	201	227	214	289	344
所得税	19	25	23	23	31	37
少数股东权益	6	9	0	2	2	3
归属于母公司所有者净利润	135	166	203	190	256	304
<b>现金流量表</b>						
经营活动现金流净额	127	148	87	108	266	271
投资活动现金流净额	-206	-89	-210	-97	-73	-117
融资活动现金流净额	11	-45	-77	256	657	-53
<b>资产负债表</b>						
货币资金	568	582	381	653	1,503	1,604
应收款项	326	368	532	632	879	1,056
预付帐款	19	15	39	76	106	144
存货	190	204	318	671	1,080	1,315
流动资产合计	1,159	1,257	1,398	2,238	3,859	4,435
长期股权投资	96	99	103	111	117	122
固定资产	252	287	451	441	452	499
在建工程	48	69	2	0	4	7
无形资产	60	56	158	179	161	143
非流动资产合计	469	524	1,077	1,175	1,176	1,214
资产总计	1,628	1,781	2,475	3,413	5,036	5,649
短期借款	0	0	0	360	0	0
应付款项	136	166	317	372	756	969
预收帐款	28	14	19	339	668	838
流动负债合计	202	219	403	1,130	1,484	1,866
长期借款	0	0	0	0	0	0
长期负债合计	4	8	30	43	43	43
负债总计	205	227	434	1,173	1,527	1,910
归属于母公司所有者权益合计	1,399	1,532	2,041	2,185	3,451	3,679
少数股东权益	24	22	0	55	57	60
负债和权益	1,628	1,781	2,475	3,413	5,036	5,649
<b>财务指标</b>						
毛利率	40.7%	40.7%	39.5%	36.0%	26.3%	24.7%
息税前利润率	15.6%	16.2%	14.3%	10.7%	8.8%	8.0%
净利润率	16.1%	16.6%	15.6%	12.6%	9.6%	9.1%
净资产收益率	9.5%	10.7%	10.0%	8.5%	7.3%	8.1%
总资产收益率	8.3%	9.3%	8.2%	5.6%	5.1%	5.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



### 估值和投资建议

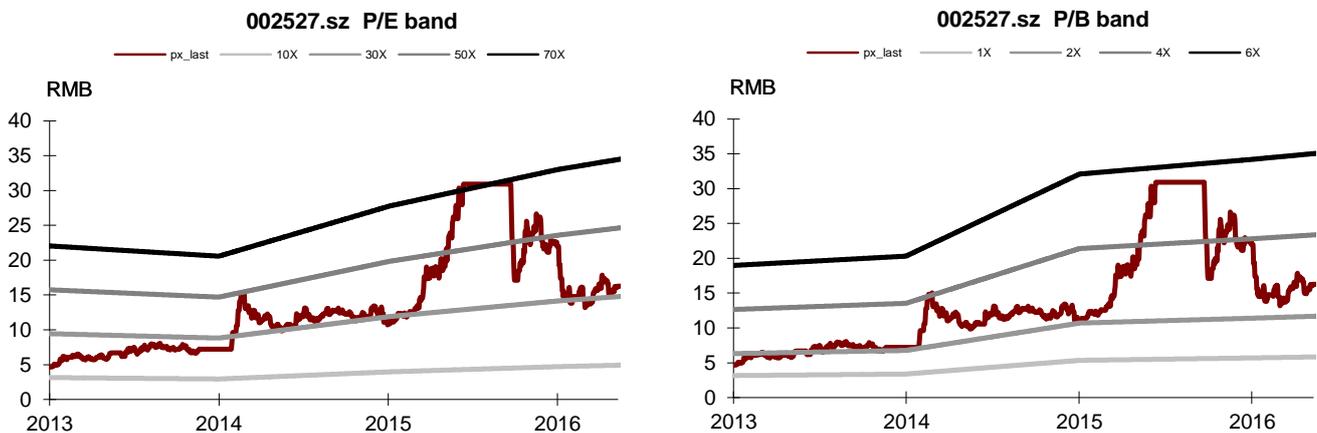
公司 2016~17 年的 P/E 分别为 41.1x, 34.5x, 我们首次覆盖给予“推荐”评级, 目标价 22.0 元 (参考市场平均估值水平, 对应 16 年 55x P/E)。

图表 47: 新时达可比公司估值

代码	公司	总市值 (Rmb/HK\$ mn)	收盘价 (Rmb/HK\$)	EPS			P/E			P/B		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
600845.sh	宝信软件	16,636	21.24	0.40	0.68	1.00	53.1	31.2	21.2	4.2	3.7	3.3
600588.sh	用友网络	26,079	17.81	0.22	0.29	0.38	81.0	61.4	46.9	4.7	4.4	4.2
300353.sz	东土科技	7,915	17.10	0.13	0.28	0.38	131.5	61.1	45.0	7.2	6.2	5.5
002184.sz	海得控制	5,036	22.89	0.35	0.51	0.76	65.4	44.9	30.1	6.2	4.5	3.9
300124.sz	汇川技术	28,784	36.19	1.02	1.25	1.52	35.5	29.0	23.8	7.1	6.1	5.3
002747.sz	埃斯顿*	6,316	51.95	0.42	0.43	0.54	123.7	121.9	96.2	12.7	4.9	4.8
002380.sz	科远股份*	7,656	31.90	0.26	0.64	0.97	122.7	49.8	32.8	7.8	3.8	3.5
300024.sz	机器人*	39,084	25.05	0.25	0.31	0.37	100.2	80.4	67.3	7.5	6.8	6.2
002527.sz	新时达*	10,090	16.27	0.31	0.40	0.47	52.5	41.1	34.5	4.6	3.0	2.9
<b>Average</b>							85.1	57.9	44.2	6.9	4.8	4.4
<b>Median</b>							81.0	49.8	34.5	7.1	4.5	4.2

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 注: \*为中金公司预测, 其余为万得资讯一致预期

图表 48: 公司历史 P/E 和 P/B Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

### 风险提示

- 1、收购资产整合低于预期。
- 2、电梯行业产量下滑负面影响超预期。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

