

2021年06月20日

赛福天 (603028.SH)

## 特种钢丝绳龙头地位稳固, 新兴建筑设计业务成长可期

■特种钢丝绳领军品牌, 主业稳健横向进军建筑设计。公司前身为成立于1958年的无锡市钢丝绳厂, 后经历改制合资, 整体变更为江苏赛福天, 公司主营特种钢丝绳的研发生产与销售, 产品种类电梯钢丝绳、起重钢丝绳及配套索具等。公司历史悠久, 研发及生产技术实力雄厚, 多个产品获得行业奖项, 产量位居行业前列, 旗下品牌“大力”和“建峰”分别在电梯钢丝绳和起重钢丝绳领域享有极高知名度, 是国内钢丝绳领域领军品牌。此外, 公司进行业务的多元拓展, 收购同人设计, 进军建筑设计领域, 实现建筑设计营收、业绩和订单的快速提升。公司2020年实现营业收入7.50亿元, 同比增长18.78%, 其中设计业务营收为0.63亿元, 占比8.45%。2016-2020年营业收入CAGR达9.67%, 公司经营规模不断扩大, 业务遍及海内外, 行业领先地位稳固。

■归母净利润显著改善, 盈利能力提升现金流良好。公司2015-2019年间归母净利润呈下滑态势, 2020年公司销售订单增加, 同时新增高毛利设计业务, 业绩快速提升, 实现归母净利润0.54亿元, 同比高增274.32%。公司引入自动化生产手段, 业务结构改善, 同时费用率控制有效, 毛利率、净利率和ROE同步大幅提升, 分别为21.02%、7.17%和7.33%。公司经营性现金流总体表现良好, 近五年中, 除2018年, 均保持净流入状态, 2020年经营现金流净额为0.51亿元。2016-2019年公司货币资金占总资产比重均超过15%, 2020年末占比为10.25%, 在手货币资金为1.20亿元。公司负债率在2016-2019年均在30%以内, 2020年公司长期借款和应付账款增加, 负债率提升至35.25%, 总体处于较低水平。

■下游钢丝绳市场空间广阔, 综合实力筑造深厚护城河。我国电梯产量和保有量逐年增长, 2005-2020年电梯产量CAGR达16.19%。随着我国城镇化建设推进以及建筑高层化趋势, 电梯配置需求广阔。此外我国电梯保有量接近800万台, 未来存量电梯维保服务发展将带来电梯钢丝绳的持续稳定需求。2015-2020年我国工程机械销量CAGR达24.48%, 国内起重机产量自2018年起持续增长。根据十四五规划和2021建设目标, 基础设施建设仍将为未来重要建设内容之一, 随未来各建设计划项目落地, 基建投资仍将保持可观规模, 工程机械设备需求广阔。特种钢丝绳对供应商的研发技术、生产技术和项目经验均有极高的要求, 在技术水平和市场进入上均存在较高的壁垒。公司深耕钢丝绳制造领域60多年, 技术研发实力强劲, 行业经验丰富, 参与过多个大型项目建设, 客户多为国内外知名电梯厂商、工程机械商以及大型建设单位, 护城河深厚, 行业地位稳固。

## 公司深度分析

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 **买入-A**

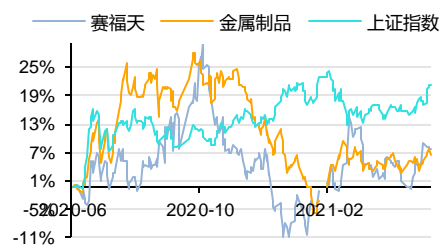
首次评级

6个月目标价: **15.5元**  
 股价 (2021-06-18) **11.90元**

### 交易数据

总市值(百万元)	2,689.34
流通市值(百万元)	2,689.34
总股本(百万股)	220.80
流通股本(百万股)	220.80
12个月价格区间	10.06/14.67元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.36	4.77	-8.9
绝对收益	3.4	8.75	13.61

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

■**城镇化助力房建设计需求释放，股东背景加持下设计订单高增成长可期。**公司收购同人设计，进军设计领域，打造新的业绩增长点，2020年实现设计业务净利润0.26亿元，同比高增74.79%。同人设计地处江苏苏州，为经济发达区域，江苏省GDP占全国比重10%以上，建筑产值逐年提升，增速水平高出全国，占全国建筑业总产值的比重在13%左右。苏州市2020年GDP超过2万亿元，目前江苏新型城镇化建设目标明确，房屋建设投资提升可期。2021年至今，公司已新签多个吴中区域的建筑设计和EPC重大项目合同，累计金额达10.4亿元，助力全年业绩释放。目前吴中区整体城市、工业制造、生态旅游领域建设规划明确，需求强劲，前端设计企业优先受益。公司实控人之一吴中经发由吴中经济技术开发区管理建设的主管单位全资控股，同人设计在吴中区建筑设计项目资源优势显著。目前公司设计业务进展顺利，股东背景助力订单承揽，随长三角一体化建设的不断推进，未来订单、业绩释放可期。

■**投资建议：**公司为特种钢丝绳供应领军品牌，技术实力强劲，优质客户资源丰富，护城河深厚，立足特种钢丝绳生产，进军设计领域，业绩大幅改善，现金流表现良好。目前我国电梯和工程机械持续新增，且保有量规模庞大，随新型城镇化和两新一重项目落地，新增及存量钢丝绳需求仍将持续增长，优质特种钢丝绳企业有望充分受益。公司建筑设计和EPC业务订单充足，依托上市公司的股东背景、资金和品牌实力，项目资源优势显著，将优先受益吴中区和江苏省城镇建设，我们看好公司未来的成长空间，预计2021-2023年公司营业收入合计分别为10.89亿元、14.62亿元和19.48亿元，分别同比增长45.12%、34.26%和33.23%，分别实现归母净利润1.16亿元、1.56亿元和2.06亿元，分别同比增长115.7%、34.9%和31.95%，预计2021-2023年公司EPS分别为0.40元、0.54元和0.72元，动态PE分别为29.4倍、21.8倍和16.6倍，PB分别为3.8倍、3.4倍、3.0倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，目标价15.5元。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动；疫情控制不及预期；政策推进不及预期；固定投资下滑；产品出售不及预期；人员流失；客户经营状况下滑；行业竞争加剧风险等

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	631.8	750.5	1,089.1	1,462.3	1,948.2
净利润	14.4	53.8	116.0	156.4	206.3
每股收益(元)	0.07	0.24	0.40	0.54	0.72
每股净资产(元)	3.21	3.43	3.15	3.53	4.03

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	182.9	48.9	29.4	21.8	16.6
市净率(倍)	3.7	3.5	3.8	3.4	3.0
净利润率	2.3%	7.2%	10.6%	10.7%	10.6%
净资产收益率	2.0%	7.1%	12.8%	15.4%	17.8%
股息收益率	0.2%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%
ROIC	2.7%	9.6%	16.4%	21.2%	24.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 公司概况：钢丝绳生产领军品牌，立足主业成长迅速</b> .....	<b>5</b>
1.1. 发展历程：历史悠久多元发展，实力雄厚行业地位领先.....	5
1.2. 股权架构：地方国企股权结构集中，实控人为五家公司.....	5
1.3. 主营业务：钢丝绳品牌领军企业，横向拓展建筑设计业务.....	6
<b>2. 财务分析：业绩水平大幅改善，经营性现金流表现良好</b> .....	<b>8</b>
2.1. 公司业绩显著改善，ROE 水平快速提升.....	8
2.2. 现金流总体表现良好，刚性负债占比下降.....	9
<b>3. 行业分析：钢丝绳下游需求充足，设计端受益城镇化推进</b> .....	<b>11</b>
3.1. 中国电梯市场蓬勃发展，保有量庞大助力需求释放.....	11
3.2. 工程机械行业景气度向好，起重钢丝绳市场空间可期.....	13
3.3. 长三角城镇化建设需求广阔，前端设计企业优先受益.....	14
<b>4. 公司优势：实力领先护城河深厚，新兴业务未来成长可期</b> .....	<b>17</b>
4.1. 实力强劲筑造护城河，产量销量快速增长.....	17
4.2. 建筑设计业绩增速强劲订单充足，股东背景优势显著发展可期.....	18
<b>5. 盈利预测及投资建议：主业钢丝绳龙头地位稳固，新兴建筑设计业务快速成长</b> .....	<b>19</b>
5.1. 公司盈利预测：钢丝绳业务快速增长，EPC 订单高增助力业绩释放.....	19
5.2. 公司估值：PEG 估值优势明显，未来估值提升可期.....	21
5.3. 公司投资建议：特种钢丝绳龙头地位稳固，新兴建筑设计业务快速成长.....	21
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历史沿革.....	5
图 2：公司股权架构（截至 2020 年末）.....	6
图 3：公司 2016-2021 年第一季度公司营收规模和同比增速变化（亿元，%）.....	7
图 4：2016-2020 年公司营收结构（亿元）.....	7
图 5：2016-2020 年公司各业务营收占比（%）.....	7
图 6：2016-2020 年公司营收区域分布（亿元）.....	8
图 7：公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	8
图 8：2015-2020 年公司总体毛利率变化（%）.....	9
图 9：2016-2020 年公司主营业务毛利率变化（%）.....	9
图 10：公司 2016-2020 年净利率和 ROE 变化（%）.....	9
图 11：公司 2016-2020 年期间费用率变化（%）.....	9
图 12：公司经营活动现金流及同比增速（亿元，%）.....	10
图 13：公司 2016-2020 年经营性现金流分项变化（亿元）.....	10
表 14：2016-2020 年公司资产构成情况（亿元，%）.....	10
图 15：公司负债及主要构成占比（%）.....	11
表 16：2016-2020 年公司负债构成情况（亿元，%）.....	11
图 17：我国电梯产量及同比增速（万台，%）.....	11
图 18：2008-2020 年房地产开发投资变化（万亿元，%）.....	12
图 19：2008-2020 年住宅、办公、商业房地产投资增速变化（%）.....	12
图 20：我国城镇化率变化（%）.....	12

图 21: 我国电梯保有量及同比增速 (万台, %)	13
图 22: 2015-2020 年工程机械行业主营业务收入 (亿元, %)	13
图 23: 2015-2020 年主要企业机械销量 (万台, %)	13
图 24: 2015-2020 年起重机产量 (万吨, %)	14
图 25: 我国工程机械主要品种保有量 (万台)	14
<b>图 26: 我国基建投资和交通固定资产投资同比增速 (%)</b>	<b>14</b>
图 27: 2010-2019 年建筑设计行业营收变化 (亿元, %, %)	15
图 28: 2017-2019 年建筑设计行业主营业务构成 (亿元, %)	15
图 29: 2008-2021Q1 江苏 GDP 变化 (亿元, %)	15
图 30: 2008-2021Q1 苏州 GDP 及同比增速 (亿元, %)	15
图 31: 江苏省建筑业产值及新签合同额变化 (亿元, %)	16
图 32: 江苏省建筑业产值及新签合同额占全国比重 (%)	16
图 33: 苏州市固定投资及同比 (亿元, %)	16
图 34: 苏州市房地产投资及其同比增速 (亿元, %)	16
图 35: 2015-2019 年苏州各行政区 GDP 复合增速	16
图 36: 吴中区 GDP 及同比增速 (亿元, %)	16
图 37: 2011-2020 年吴中区成交土地和供应土地规划建筑面积 (万 m <sup>2</sup> , %)	17
图 38: 2011-2020 年吴中区成交土地和供应土地规划建筑面积占苏州比重 (%)	17
图 39: 2016-2020 年公司各类钢丝绳产量 (吨, %)	18
图 40: 2016-2020 年公司各类钢丝绳销量 (吨, %)	18
图 41: 公司与实控人之间的股权关系示意图	19
图 42: 公司核心投资逻辑示意图	21
表 1: 公司部分获奖产品或研发项目	6
表 2: 公司各类产品代表性客户	17
表 3: 同人设计 2021 年新签重大项目合同列表	19
表 4: 公司分块业务营收预测 (亿元, %)	20
表 5: 可比公司估值对比	21



## 1. 公司概况：钢丝绳生产领军品牌，立足主业成长迅速

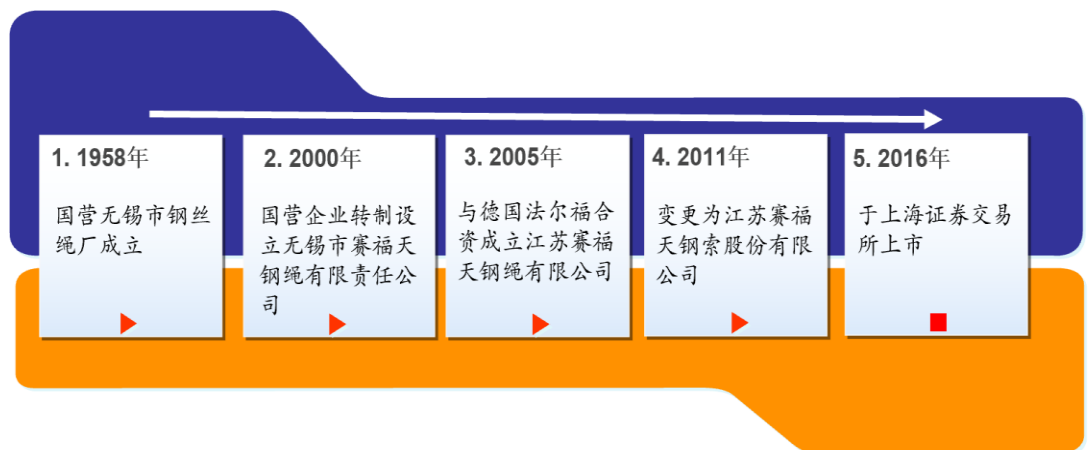
### 1.1. 发展历程：历史悠久多元发展，实力雄厚行业地位领先

江苏赛福天钢索股份有限公司（简称“江苏赛福天”）是国内领先特种钢丝绳供应商之一，总部位于江苏无锡。公司前身为 1958 年 9 月成立的国营无锡市钢丝绳厂，2000 年 11 月进行国营企业改制后设立无锡市赛福天钢绳有限责任公司（简称“无锡赛福天”），2005 年 6 月无锡赛福天与德国法尔福国际有限公司合资成立江苏赛福天钢绳有限公司，2011 年 9 月整体变更为江苏赛福天钢索股份有限公司，并于 2016 年 3 月在上海证券交易所上市，正式登陆资本市场。

公司主营特种钢丝绳与索具的研发、生产和销售业务，供应产品包括电梯用钢丝绳、起重机用钢丝绳、钢丝绳索具、合成纤维吊装带索具及配件等。公司自 1980 年代起即开始和美国 OTIS、三菱机电合作，历经多年发展，成为国内开发电梯专用钢丝绳的领先企业，目前公司钢丝绳年产量约 5 万吨，在国内电梯钢丝绳生产企业中产量规模位居前列，市占率较高。

公司立足主业不断进行业务的多元拓展，2020 年 5 月收购同人建筑设计（苏州）有限公司，进军建筑设计领域，打造新的业绩增长点，同时从建筑前期设计阶段即参与项目，为主营电梯用钢丝绳业务的下游应用场景提供市场切入点，新增建筑设计业务和主营钢丝绳业务联动发展。

图 1：公司发展历史沿革



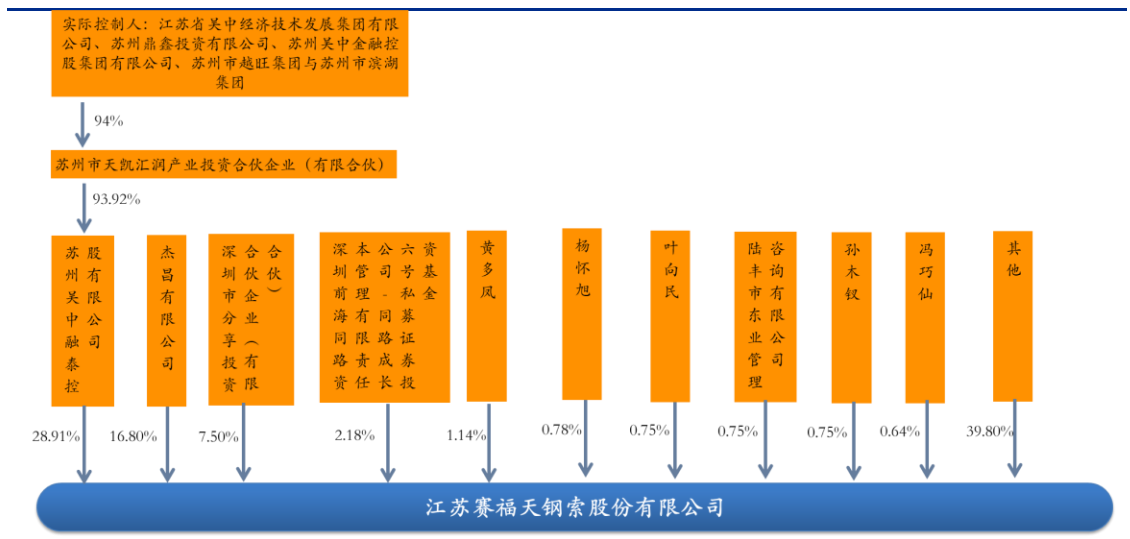
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.2. 股权架构：地方国企股权结构集中，实控人为五家公司

截至 2021 年第一季度末，公司控股股东为苏州吴中融泰控股有限公司，直接持有公司 28.91% 的股份，公司第二大股东为杰昌有限公司，持有本公司 16.80% 的股份，深圳市分享投资合伙企业（有限合伙）持有本公司 7.5% 的股份，为第三大股东。前十大股东中，包括 5 位个人股东，合计持股占比 4.03%。

目前公司实际控制人为江苏省吴中经济技术发展集团有限公司、苏州鼎鑫投资有限公司、苏州市吴中金融控股集团有限公司、苏州市越旺集团有限公司、苏州市滨湖集团有限公司五家公司，五家公司持有苏州市天凯汇润产业投资合伙企业（有限合伙）94% 的股份，并通过苏州市天凯汇润产业投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司控股股东苏州吴中融泰控股有限公司 93.92% 的股份。

图 2：公司股权架构（截至 2020 年末）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.3. 主营业务：钢丝绳品牌领军企业，横向拓展建筑设计业务

特种钢丝绳应用场景覆盖电梯、工程机械、港口码头、煤矿、海洋工程、船舶、远洋打捞、物流仓储等多个行业，是保证设备安全运行的重要部件，对生产技术水平 and 产品安全性可靠性上提出了极高的要求。公司长期致力于特种钢丝绳与索具领域的研发生产，建立了江苏省特种钢绳工程技术研究中心、江苏省博士后创新实践基地等多个技术创新平台，不断进行技术创新，根据公司公告和官网信息，目前共拥有专利 189 件，参与多个行业标准的编制，公司技术水平强劲，研发成果丰硕，产品线丰富，研发生产的多个产品荣获行业内奖项，如低温高负荷多层股起重绳，代表获奖项目包括高强度阻旋转压实股钢丝绳研发及产业化、超高速电梯用钢丝绳研发及产业化。

表 1：公司部分获奖产品或研发项目

产品或项目名称	奖项或称号
<b>获奖产品</b>	
低温高负荷多层股起重绳	江苏省新产品新技术推广目录（第二十二批）
高层高速电梯用微旋转钢丝绳	江苏省新产品新技术推广目录（第十八批）
高层高速电梯曳引钢丝绳	无锡市“专精特新”产品（2018）
高分子绳芯高速电梯用钢丝绳	江苏省高新技术产品（2016）
<b>获奖项目</b>	
超高速电梯用高强度纤维绳芯材料的研发（2016）	江苏省重点研发计划（工业支撑）
10m/s 超高速电梯绳组（2014）	江苏省经信委重点领域质量攻关项目
超高速电梯用高强度纤维绳芯材料的研发（2016）	江苏省重点研发计划（工业支撑）
高强度阻旋转压实股钢丝绳技术行业标准	江苏省科技计划项目-科技支撑-重要技术标准

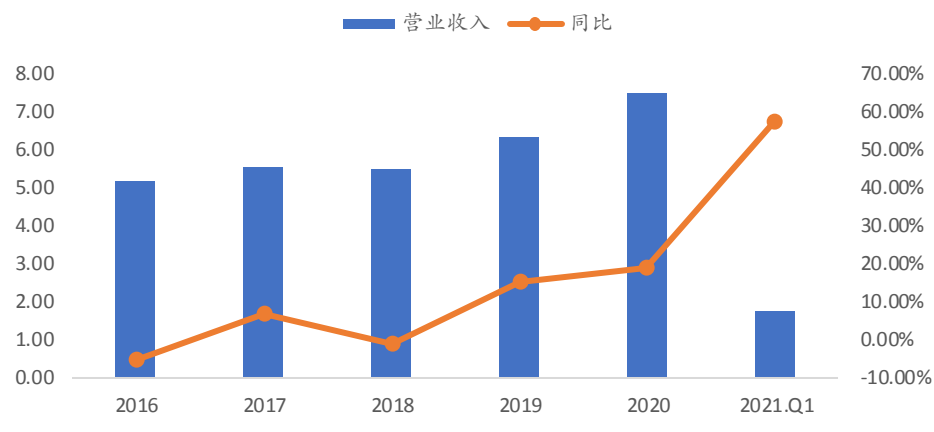
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司于 1982 年创建了电梯钢丝绳品牌“大力”和工业用钢丝绳和索具品牌“建峰”，“大力”为江苏省名牌产品和江苏省著名商标，在电梯钢丝绳领域享有极高的知名度，和多家知名电梯厂商建立长期合作关系，包括三菱、迅达、富士达、通力等。“建峰”持续为工业行业提供钢丝绳和索具等产品服务，与国内多家大型工程器械制造企业保持长期供给关系，如中联重科、三一重工等，参与了众多标志性基础工程，船舶建造工程，陆上及离岸能源工程建设。受益于品牌“大力”及“建峰”的行业知名度提升和技术水平的不断精进，公司获得国内外

多家客户公司的普遍认可，行业领先地位稳固。

除主营业务外，公司于2020年收购同人建筑设计（苏州）有限公司，拥有建筑行业（建筑工程）甲级资质，主要承揽建筑工程设计咨询和工程承包等业务，目前公司两大业务板块齐发力，营收规模稳健增长。公司营业收入由2016年的5.19亿元增长至2020年的7.50亿元，5年营收CAGR为9.67%。2016年至2019年公司营收呈现波动态势，2016年受宏观经济和原材料价格波动的影响，导致营收同比减少，2017年经济形势好转，订单销售增长，营业收入同比增长6.94%，2018年公司提高产品单价，销量下降，营业收入同比下滑。自2019年起，公司抓住市场机遇，大力发展起重机钢丝绳业务，订单增长迅速，同时公司2020年新增建筑设计及EPC业务板块，进一步提高营收增速。2019/2020年公司实现营业收入6.32/7.50亿元，同比增长15.44%和18.78%。

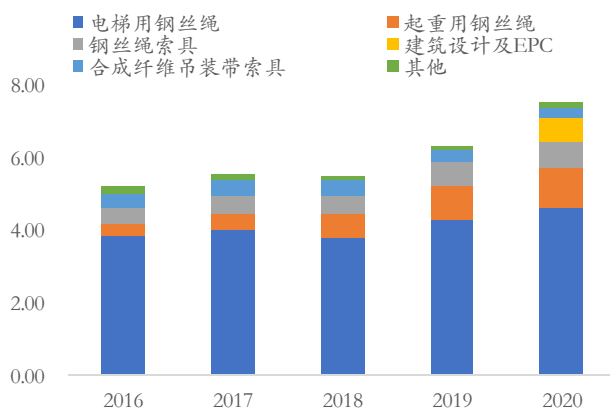
图3：公司2016-2021年第一季度公司营收规模和同比增速变化（亿元，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

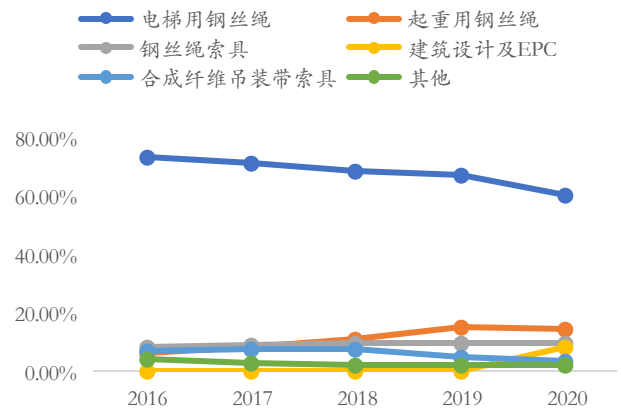
从公司营收结构来看，2016-2020年公司主要营收来自电梯用钢丝绳板块，其营收占比远超过其他业务，随其他业务板块的快速发展，电梯钢丝绳营收贡献率呈现出逐年下降的趋势，2016年营收3.80亿元，占比73.27%，2020年营收4.57亿元，占比60.88%；起重用钢丝绳为公司第二大营收来源，占比从2016年的6.78%逐年上升至2019年的15.21%，2020年有所下滑，为14.95%；第三大营收板块为钢丝绳索具板块，占比从2016年的8.58%逐年上升至2019年的10.10%，2020年小幅下滑至9.71%。2016年-2019年公司前三大业务板块合计营收占比从88.62%提升至92.67%，2020年公司新增建筑设计及EPC板块，实现营收0.63亿元，占比8.45%，前三大主营业务占比降至85.55%。合成纤维吊装带索具板块业务2020年营收占比仅为3.78%。

图4：2016-2020年公司营收结构（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

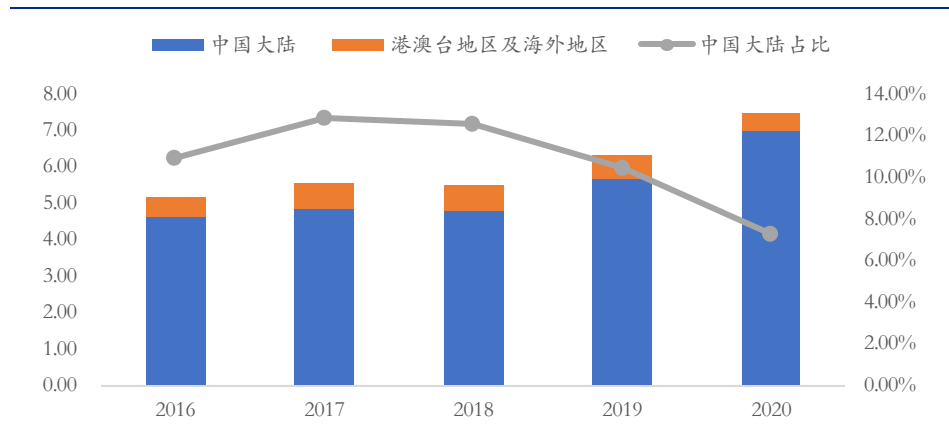
图5：2016-2020年公司各业务营收占比（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从营收区域分布来看，公司业务遍布海内外，中国大陆区域营收由 2016 年的 4.62 亿元增加至 2020 年的 6.96 亿元，2020 年营收占比达 92.71%。港澳台及海外区域营业收入占比自 2017 年起不断缩小，2020 年，公司实现港澳台及海外区域营收 0.55 亿元，营收贡献率为 7.29%。

图 6：2016-2020 年公司营收区域分布（亿元）



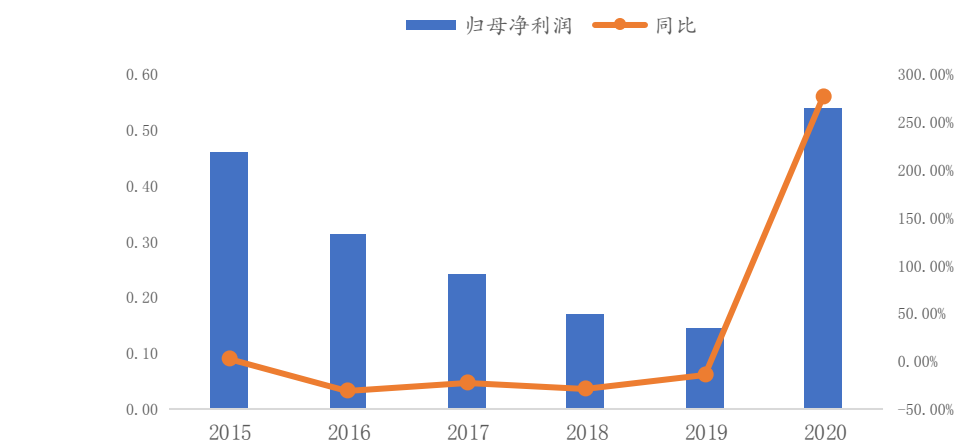
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 财务分析：业绩水平大幅改善，经营性现金流表现良好

### 2.1. 公司业绩显著改善，ROE 水平快速提升

2015 年至 2019 年间，公司归母净利润呈下滑态势，从 0.46 亿元下落至 0.14 亿元，除 2015 年外均为同比下滑；2020 年公司加大了市场开拓与产品推广力度，钢丝绳及索具销售订单增加，主营业务营业收入增长，同时新增高毛利建筑设计业务，公司业绩实现快速提升，归母净利润大幅增加至 0.54 亿元，为近几年来峰值水平，同比增速高达 274.32%，2015 年到 2020 年 CAGR 为 3.26%。2021Q1 公司实现归母净利润 0.08 亿元，同比高增 178.09%。

图 7：公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速（亿元，%）



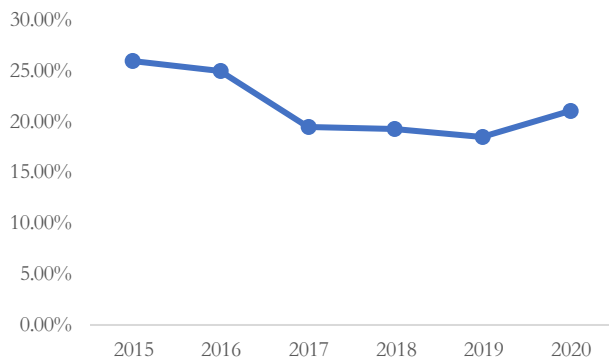
资料来源：Wind，安信证券研究中心

在盈利能力上，公司毛利率在 2015 年到 2019 年之间呈现下降趋势，由 2015 年的 26.05% 下降至 2019 年的 18.43%，2020 年公司营收增速提升，且在部分产品生产上引入自动化手段，有效控制增员，减少人力成本，同时新增建筑设计和 EPC 业务板块毛利率高达 63.13%，公司综合毛利率回升至 21.02%。

各分项业务中，或由于原材料、设备和人工成本的增加，电梯绳、起重绳和钢丝绳索具的毛利率在 2016-2020 年总体呈下滑趋势，其中起重绳和钢丝绳索具 2020 年毛利率同比有所提升，分别为 16.96%（同比+2.02 个 pct）和 28.34%（同比+2.41 个 pct），电梯绳和合成纤维吊装带索具毛利率持续下滑至 14.54%（同比-2.48 个 pct）和 12.44%（同比-7.02 个 pct）。

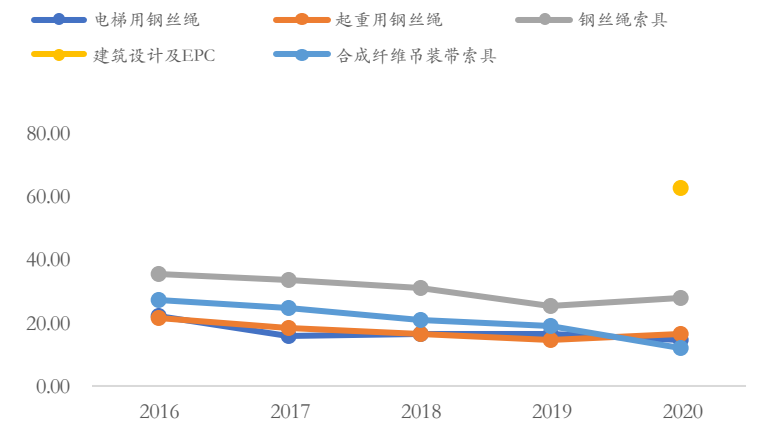


图 8：2015-2020 年公司总体毛利率变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9：2016-2020 年公司主营业务毛利率变化 (%)

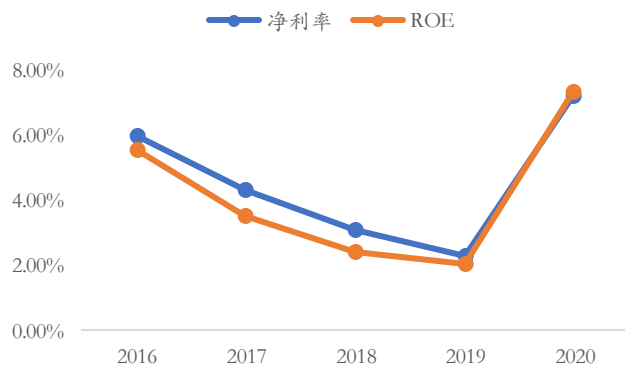


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

在净利率和 ROE 表现上,公司 2016-2019 年净利率与 ROE 均呈现下滑态势,净利率由 2016 年 6.00% 降至 2019 年的 2.27%; ROE 由 2015 年的 5.53% 逐步下降至 2019 年的 2.04%。2020 年,公司业绩高增,净利率和 ROE 分别达到了 7.17% 和 7.33%, 公司整体盈利水平大幅提升。

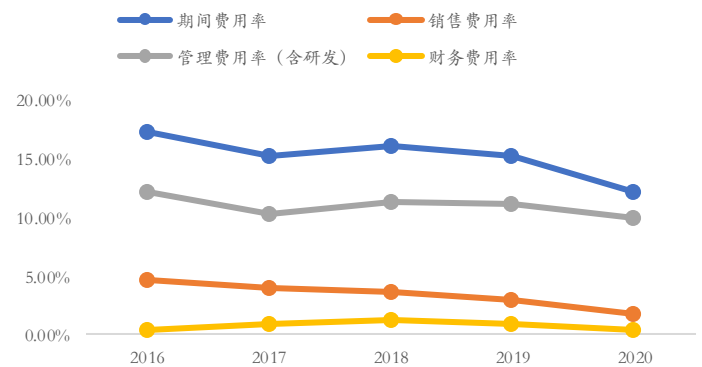
2016-2019 年,公司的期间费用率在 12%-18% 之间波动,总体呈下滑趋势,2016 年公司期间费用率达到峰值,为 17.31%; 2020 年期间费用率下降至 12.22%, 为近年来最低水平,主要是由于公司严格控制费用相关的经营支出,同时 2019、2020 年营收稳健增长,各项费用率均控制有效。2020 年公司管理费用率(含研发)为 9.98%, 同比下降 1.24 个 pct。销售费用率由 2018 的峰值 3.58% 下降至 2020 年的 1.85%。财务费用率表现较为平稳,5 年来在 0.47%-1.37% 之间波动,2020 年公司优化资金配置、控制财务成本,财务费用率仅为 0.48%, 同比下降 0.52 个 pct。

图 10：公司 2016-2020 年净利率和 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 11：公司 2016-2020 年期间费用率变化 (%)

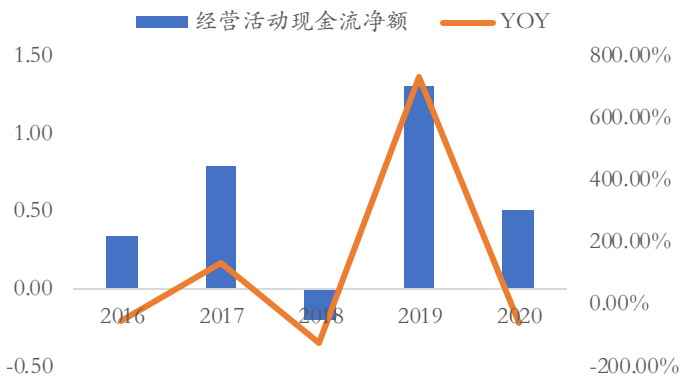


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 现金流总体表现良好, 刚性负债占比下降

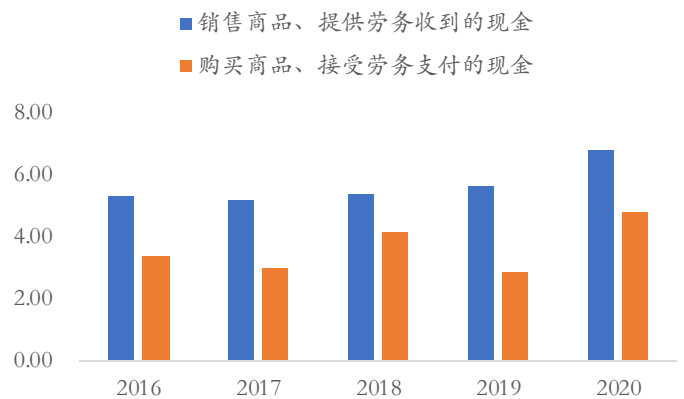
2016-2020 年, 公司经营性现金流总体表现良好, 除 2018 年外, 每年均保持净流入状态, 公司 2018 年的现金流净额为 -0.21 亿元, 主要由于市场上相关原料供货不足, 公司为完成生产目标进而大量增加了库存, 购买原材料的支持资金大幅增加。2019 年, 公司收到销售商品的现金额增加, 购买原材料支出现金减少, 公司的现金流净额为 1.31 亿元, 为近年来最高值。2020 年公司的经营活动现金流净额减少至 0.51 亿元, 较 2019 年同期下降了 60.88%, 主要原因为公司在 2020 年的订单增多, 为满足生产需求增加了购买生产原料的支出。

图 12: 公司经营活动现金流及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 公司 2016-2020 年经营性现金流分项变化 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

公司资产总额在 2016-2018 年逐年增长，2018 年实现资产总额 9.66 亿元，2019 年小幅减少至 8.78 亿元，2020 年，由于公司加大对外投资的力度，并完成同人设计的收购，公司资产总额增长至近年来最高值，达到了 11.70 亿元，同比增长 33.20%。

固定资产、货币资金、存货和应收账款为公司资产的主要构成部分，2016-2019 年公司固定资产占比一直在 40% 左右，2020 年固定资产占比降至 28.14%，主要由于公司完成收购后资产总额快速增长。

2016-2020 年，公司的货币资金呈波动状态，从 2016 年的 1.55 亿元持续增至 2017 年的 1.72 亿元，2018 年减少至 1.43 亿元，2019 年小幅上升至 1.57 亿元，期间货币资金占资产比重均在 15% 以上，2020 年，公司收购子公司导致投资现金流出大幅增加，同时经营现金净流入同比减少，在手资金减少至 1.20 亿元，但占资产比重仍在 10% 以上。

公司存货占比有所改善，2016/2017 年公司存货为 1.64 亿元/1.62 亿元；2018 年由于公司加大了库存储备，存货数额达到新高，为 2.36 亿元，较上年同比增加了 45.62%，占总资产比重达 24.46%；2019 年公司适当降低库存，存货降至 1.60 亿元，同比减少 32.10%，资产比重降至 18.27%；2020 年存货持续减少至 1.54 亿元，占资产比重降至 13.14%。

随近几年公司产品销量增加，应收账款总体增长，由 2016 年的 1.04 亿元增加至 2020 年的 1.39 亿元，2020 年公司新增合同资产 0.31 亿元，应收账款及合同资产占资产比重提升至 14.54%。

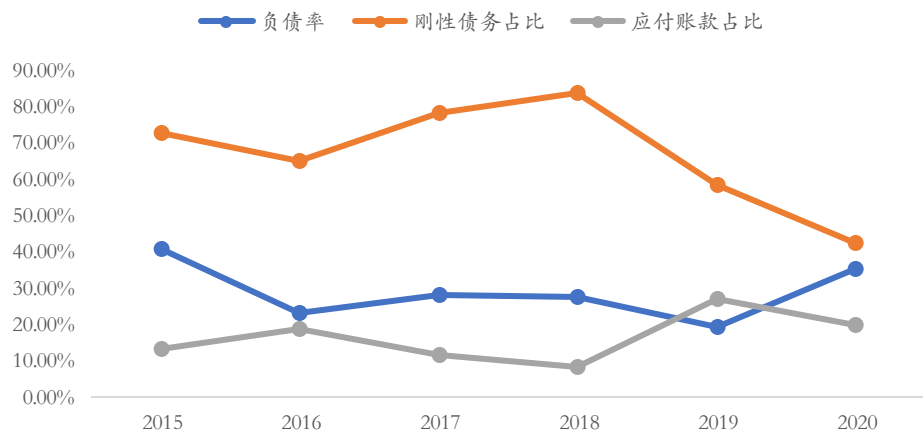
表 14: 2016-2020 年公司资产构成情况 (亿元, %)

	固定资产	货币资金	存货	应收账款+ 合同资产	资产总额	A/E	B/E	C/E	D/E
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)				
2016	3.5911	1.55	1.64	1.04	8.83	40.68%	17.54%	18.62%	11.79%
2017	4.1309	1.72	1.62	1.22	9.61	42.98%	17.91%	16.89%	12.74%
2018	3.8588	1.43	2.36	1.14	9.66	39.95%	14.81%	24.46%	11.79%
2019	3.6757	1.57	1.60	0.96	8.78	41.85%	17.91%	18.27%	10.88%
2020	3.2926	1.20	1.54	1.70	11.70	28.14%	10.25%	13.14%	14.54%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

公司负债率水平呈现较大波动，2016-2019 年负债率均在 30% 以内，且自 2017 年起逐年下降，降至 2019 年的 19.24%，2020 年公司新增并购项目长期贷款 0.70 亿元，新增按合同约定的应付投资款，期末其他应付款为 1.02 亿元（同比+1.01 亿元），负债率大幅提升至 35.25%。公司负债主要由刚性负债和应收账款组成，刚性负债占比在 2018 年达到峰值 83.82%，主要由于公司为扩大其融资规模，增加了银行贷款，短期借款大幅增加至 1.6 亿元，同比增长 109.95%，随后刚性负债占比持续下降至 2020 年的 42.67%。公司应付账款占负债比重在 2018 年为最低值 8.43%，2019 年和 2020 年分别提升至 27.16% 和 19.95%。

图 15: 公司负债及主要构成占比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 16: 2016-2020 年公司负债构成情况 (亿元, %)

	负债合计	负债率	中长期刚性		短期刚性		短期刚性		应付账款占比
			长期借款	短期借款	一年内到期非流动负债	应付票据	应付账款	刚性债务占比	
2016	2.07	23.45%	0.26	0.23	0.00	0.86	0.39	65.41%	18.71%
2017	2.73	28.42%	0.00	0.76	0.26	1.11	0.32	78.19%	11.84%
2018	2.67	27.62%	0.00	1.60	0.00	0.64	0.22	83.82%	8.43%
2019	1.69	19.24%	0.00	0.70	0.00	0.29	0.46	58.59%	27.16%
2020	4.12	35.25%	0.70	0.60	0.20	0.26	0.82	42.67%	19.95%

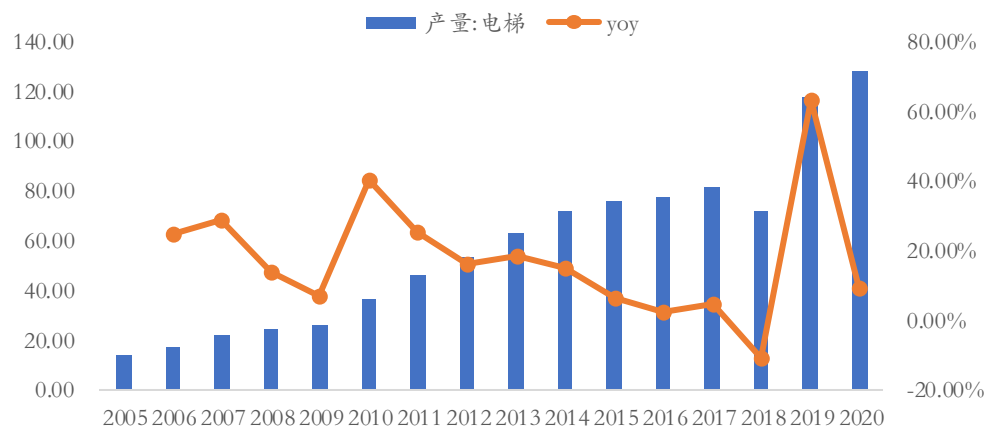
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3. 行业分析: 钢丝绳下游需求充足, 设计端受益城镇化推进

#### 3.1. 中国电梯市场蓬勃发展, 保有量庞大助力需求释放

电梯用钢丝绳是电梯的关键零部件, 其技术性能和产品品质对电梯运行安全具有重要影响, 市场需求与电梯行业的发展紧密相关, 主要市场空间取决于新增电梯和存量电梯维护更新的服务需求。目前我国是全球电梯生产大国, 随着城镇化建设持续推进, 高层建筑迅速增加, 同时基础设施投资需求不断释放, 国内电梯产量和保有量均稳步提升, 在全球占据较高的比重, 2005-2020 年, 中国电梯产量由 2005 年的 13.5 万台增加至 2020 年的 128.20 万台, CAGR 达 16.19%, 占全球电梯产量比重超过 50%。

图 17: 我国电梯产量及同比增速 (万台, %)

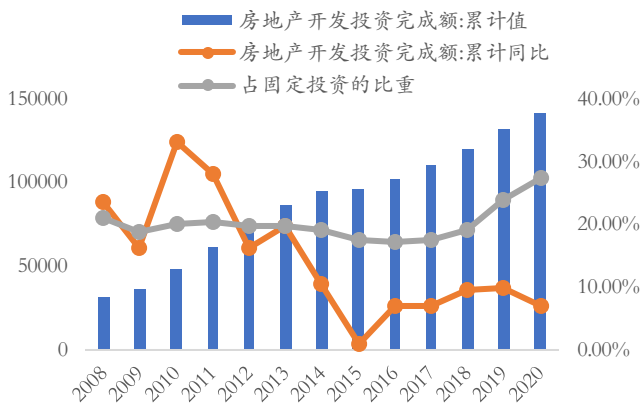


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

电梯需求主要受房地产投资、城镇化建设及宏观经济政策的影响, 2008-2020 年, 我国房地产开发投资由 3.12 万亿元快速增加至 14.14 万亿元, CAGR13.42%, 同比增速在 2015 年急剧下滑后, 自 2016 年起, 年投资同比增速呈上升趋势, 2019 年全年房地产开发投资完成额

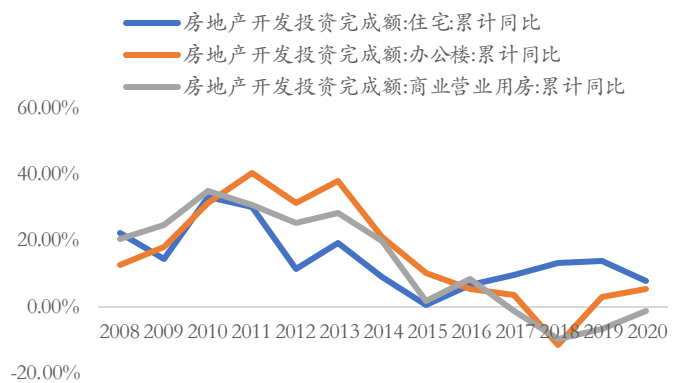
同比增速达 9.9%。2020 年受疫情冲击，房地产投资增速下滑至 7.00%。房地产投资占固定资产投资比重自 2017 年起由之前的下滑转为提升状态，并于 2020 年达到自 2008 年以来的比重峰值 27.26%，房地产仍为我国经济重要产业之一。在各类房地产投资中，住宅类地产投资增速高于办公楼和商业用房，且自 2015 年其增速呈持续提升趋势，2019 年提升至 13.90%，2020 受疫情影响，同比增速放缓至 7.60%，占房地产开发投资额比重高达 73.84%，为地产投资规模提升主力。在建筑类型上，由于目前城市人口密集，土地资源供求失衡更为明显，因此城市建筑高层化成为建设趋势，根据建筑电梯设计的相关规范，相较于低层建筑，高层建筑对电梯需求的配置数量、运行效率和安全性有更高的要求，电梯用钢丝绳的使用数量需求也相应增加，同时对钢丝绳的品质也提出更严格的要求。

图 18：2008-2020 年房地产开发投资变化（万亿元，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 19：2008-2020 年住宅、办公、商业房地产投资增速变化 (%)

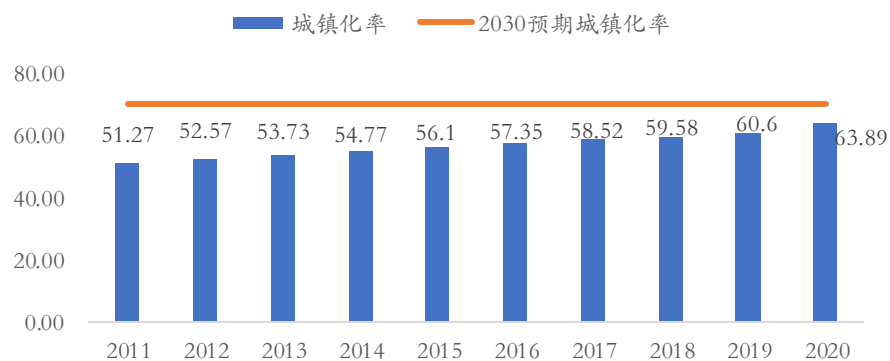


资料来源：wind、安信证券研究中心

在城镇化建设上，根据国家统计局公布数据，2020 年我国城镇化率超过 60%，中国社科院发布的《城市蓝皮书：中国城市发展报告 No.8》预测，2030 年我国城镇化率将达到 70%左右，未来 10 年我国城镇化率具有较大的提升空间，将有效带动建筑业和房地产投资建设需求，电梯安装量需求将同步释放。

2020 年初起，我国城镇化建设屡获推进，2020 年 12 月召开的中央经济工作会议提出 2021 年推动新型城镇化和区域协调发展，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，高度重视保障性租赁住房建设；《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中也强调推进新型城镇化重大工程建设。目前我国一体化建设和城镇协调发展的重点推进区域主要包括长三角一体化、粤港澳大湾区建设、京津冀、成渝双城经济圈以及补短板需求明显的中西部和农村地区，总体来看地域分布广泛，建设需求强劲，并且国家及各部委在具体规划建设、财政及货币政策上均出台了一系列支持政策，提出完善与新型城镇化建设相匹配的投融资工具，均为房建投资增速提升提供保障。

图 20：我国城镇化率变化 (%)

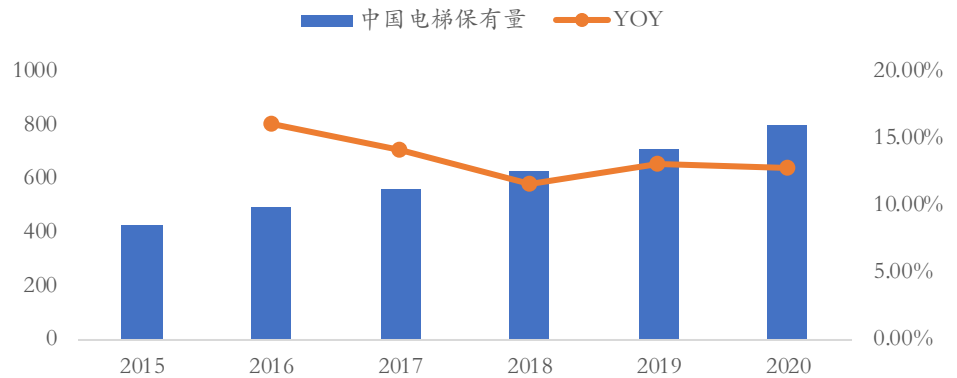


资料来源：电梯行业协会，安信证券研究中心



除新增电梯市场，保有量电梯维护更新是电梯用钢丝绳的另一重要应用领域，目前我国电梯保有量已接近 800 万台，各年保有量增速均超过 10%。目前国内电梯产业的发展仍集中在新增电梯，保有量电梯的维护服务产业处于初步发展阶段，近年来，随电梯安全意识不断强化，国家和地方质监部门提高了对电梯维保检测的监管执行力度。电梯用钢丝绳的更换周期通常为 3-5 年，未来国内电梯维保市场空间充足，为存量电梯钢丝绳需求的持续性提供坚实基础。且目前电梯维护和运营安全责任逐渐由电梯运营服务商转向由电梯供应商主导，优质钢丝绳厂商有望进一步扩大市场份额。此外，目前国家对于老旧小区加装电梯改造等政策不断推进，老旧小区加装电梯带来的新增市场也将为电梯用钢丝绳行业带来新的发展机遇。

图 21：我国电梯保有量及同比增速（万台，%）



资料来源：电梯行业协会，安信证券研究中心

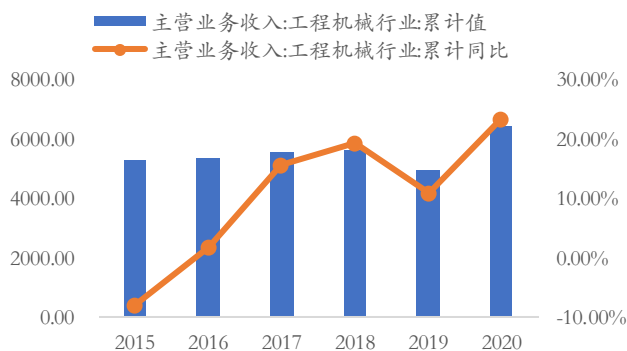
### 3.2. 工程机械行业景气度向好，起重钢丝绳市场空间可期

起重用钢丝绳主要应用于起重机、旋挖钻机、塔吊、打桩机等工程类机械，应用范围极为广泛，包括工程机械、港口码头、冶金矿山、电力石化、海洋工程等多个领域，为起重钢丝绳的应用创造广阔的下游市场空间基础。

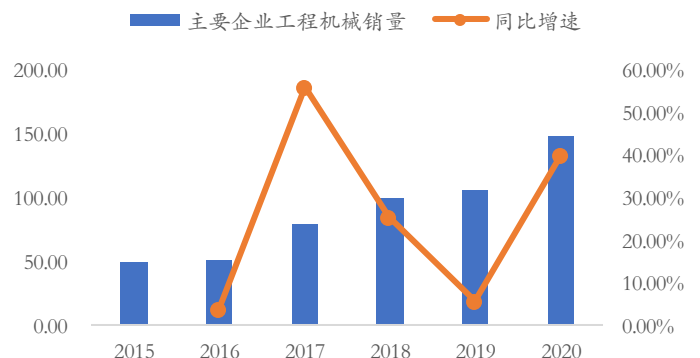
目前我国工程机械行业发展规模位居全球前列，2020 年工程机械行业主营业务收入为 6392 亿元，同比大幅增长 23.16%，为自 2015 年来最高增速水平。工程机械主要企业产品销量在 2015-2020 年间持续增长，年销量由 49.35 万台增加至 147.53 万台，CAGR 为 24.48%，2020 年同比增速高达 39.71%。2020 年疫情后，多项稳增长政策出台，各地重大基建项目开工力度不断加大，工程机械需求提升显著。

图 22：2015-2020 年工程机械行业主营业务收入（亿元，%）

图 23：2015-2020 年主要企业机械销量（万台，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

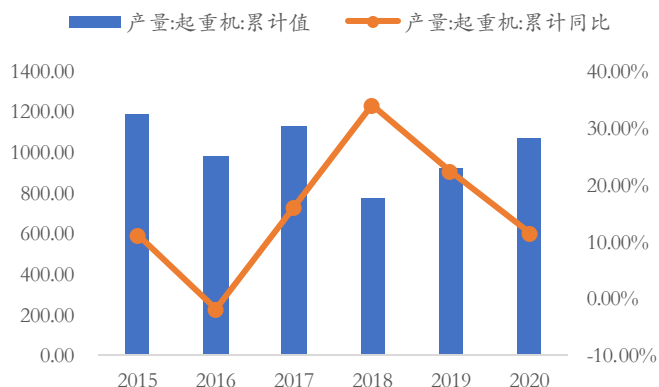


资料来源：wind、安信证券研究中心

国内起重机产量自 2018 年起呈持续增长态势，2020 年产量达 1074.74 万吨，同比增长 11.66%，主要企业的起重机销量同样高速增长，由 2015 年的 0.93 万台快速增长至 2020 年的 5.42 万台，为公司起重机钢丝绳应用下游最主要的细分市场领域。

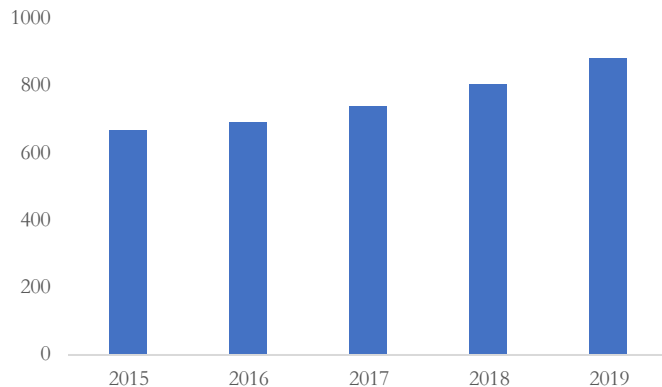
从存量市场看，我国工程机械保有量规模庞大，2019 年主要品种机械保有量达 886 万台，未来存量机械的更新维护市场空间充足，有望助力起重用钢丝绳供应需求快速增长。

图 24：2015-2020 年起重机产量（万吨，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 25：我国工程机械主要品种保有量（万台）

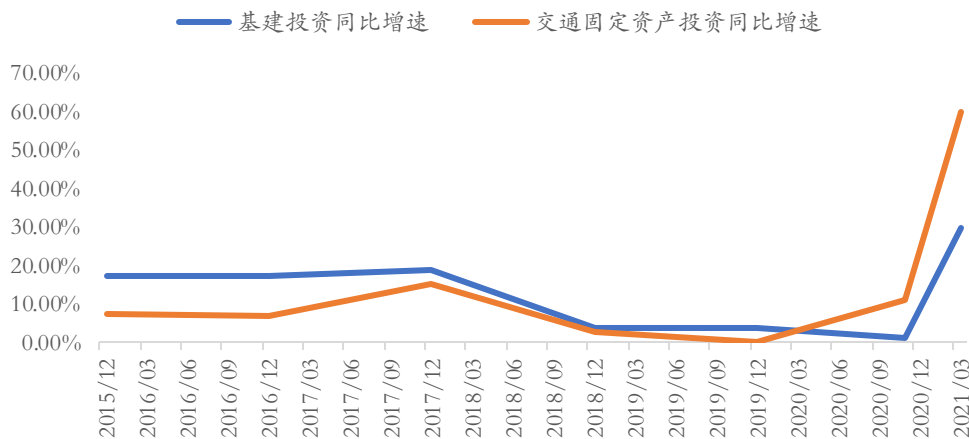


资料来源：工程机械工业协会、安信证券研究中心

工程机械行业的规模发展主要受下游基建投资需求拉动、存量机械设备更新等因素驱动，根据 2021 年政治局会议内容和十四五规划相关文件，基础设施建设仍将为未来十四五规划建设的重要内容之一，投资结构将不断优化，投资空间持续拓展，主要建设领域包括“两新一重”重大工程、城镇化建设、区域一体化、生态园林建设等，基础设施、市政工程、农村建设和民生保障等多个领域补短板仍待加快需求，2021 Q1 基建投资增速和交通固定资产投资增速如期高速回升，全年投资增速可期。随在建、新建项目的密集开工及各省市重大项目计划落地，预计基建投资规模仍将维持较高的规模体量，机械设备需求空间广阔。

此外，目前工程机械行业集中度呈提升趋势，技术强劲、品牌知名度高的大型工程机械企业市场份额扩大，进一步带动上游起重用钢丝绳行业集中度提升，优质钢丝绳供应商有望充分受益长期合作的供需关系。

图 26：我国基建投资和交通固定资产投资同比增速（%）

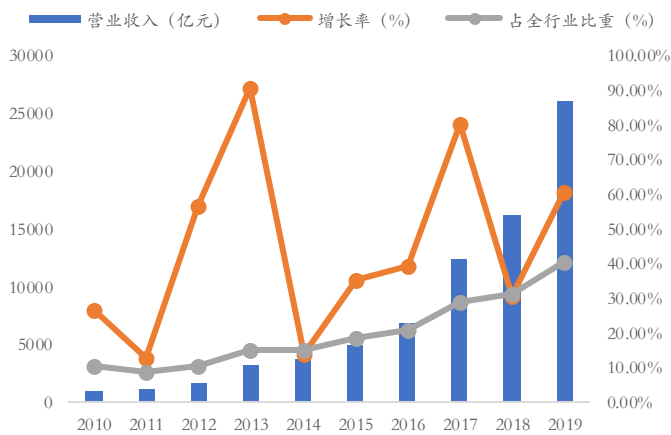


资料来源：wind、安信证券研究中心

### 3.3. 长三角城镇化建设需求广阔，前端设计企业优先受益

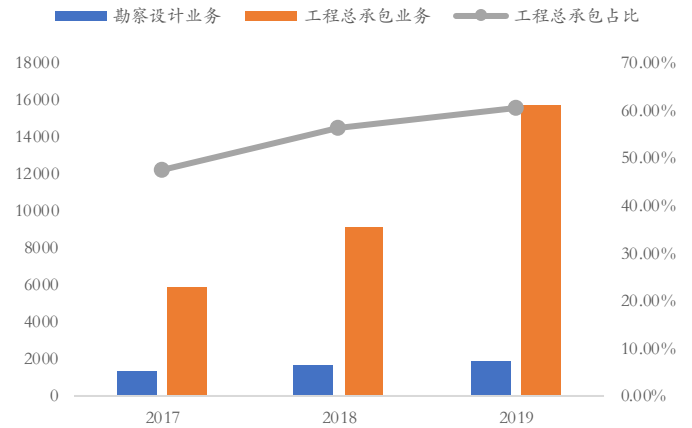
公司于 2020 年收购同人设计，进军建筑设计领域，截至 2019 年末，我国建筑设计行业共有企业 5917 家，占全行业企业总数的比重为 25.00%，2019 年建筑设计行业营收达 2.59 万亿元，同比大幅增长 60.20%，占勘察设计行业营收比重由 2010 年的 10% 大幅提升至 2019 年的 40.40%，2010-2019 年间营收 CAGR 达 44.26%。随工程总承包模式的推进，建筑设计行业工程总承包业务营收占比不断提升，由 2017 年的 47.64% 提升至 2019 年的 60.55%。总体来看，建筑设计行业营收规模在 2010-2019 年快速增加，占勘察设计行业总营收比重持续提升，工程总承包模式推进成果显著，市场规模呈不断扩张趋势。

图 27: 2010-2019 年建筑设计行业营收变化 (亿元, %, %)



资料来源: 工程勘察设计协会、安信证券研究中心

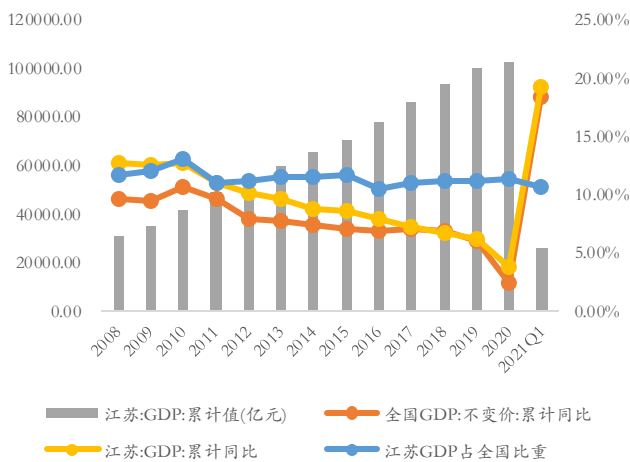
图 28: 2017-2019 年建筑设计行业主营业务构成 (亿元, %)



资料来源: 工程勘察设计协会、安信证券研究中心

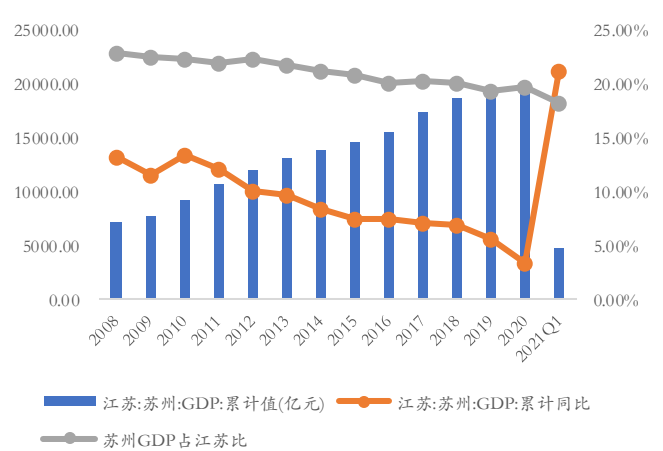
公司全资子公司同人设计地处江苏省苏州市，为公司设计业务规模主要贡献区域。江苏省为全国经济较为发达的地区，GDP 占全国比重在 10% 以上，除 2018 年外，2008-2020 年间各年 GDP 增速均高出全国 GDP 增速水平。2008-2020 年，苏州市 GDP 持续增长，占江苏省比重在 20% 左右，2020 年，苏州市 GDP 为 20170.45 亿元，同比增长 3.40%，2021Q1 的 GDP 同比增速快速提升至 21.10%。

图 29: 2008-2021Q1 江苏 GDP 变化 (亿元, %)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 30: 2008-2021Q1 苏州 GDP 及同比增速 (亿元, %)

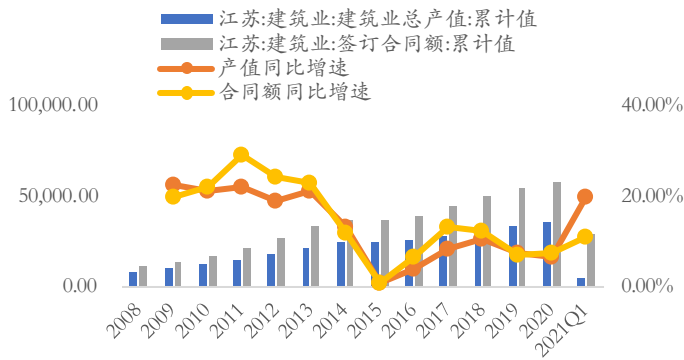


资料来源: wind, 安信证券研究中心

江苏省是我国城镇化建设推进力度较强区域，2019 年末，江苏省城镇化率为 70.6%，其中苏州市城镇化率为 77.0%，高出全国水平。早在 2015 年发布的《江苏省城镇体系规划 (2015-2030 年)》即提出至 2030 年，江苏省城镇化水平将达 80% 左右，城镇人口约 7200 万。城镇化建设带动全省建筑业产值逐年提升，2020 年江苏省建筑业总产值为 35251.64 亿元，同比增长 6.49%，超过全国增速水平 6.20%，自 2008 年起，除 2012 年和 2013 年，江苏省建筑产值占全国建筑业总产值的比重均在 13% 以上。

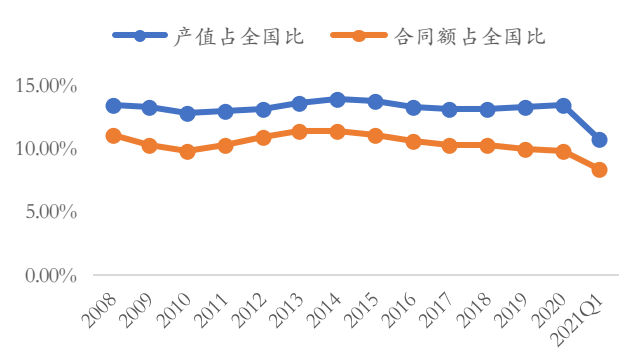
《江苏省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提出，抢抓国家重大战略叠加机遇，全面融入国家发展总体格局，深化“1+3”重点功能区建设，加快江海河湖联动发展，以城市群为主体提高区域竞争力，构建形成推进省域一体化发展和新型城镇化建设的区域协调发展新格局。上述新型城镇化建设将助力实现都市圈中心城市与周边城乡同城化发展，房屋建设领域的住宅、商业办公、民生建筑、公共设施、交通设施建筑等领域的投资提升可期，省内优质房建设计企业有望优先受益房建需求释放。

图 31：江苏省建筑业产值及新签合同额变化（亿元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

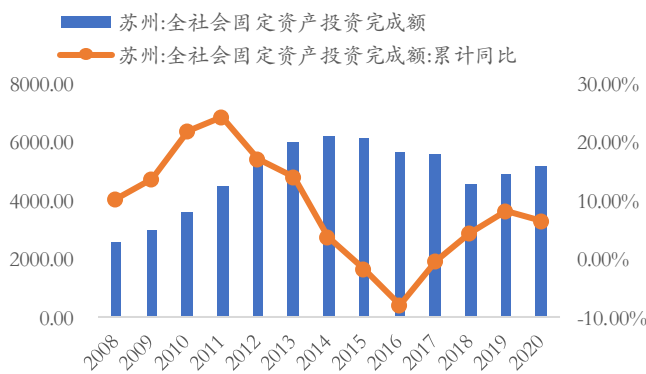
图 32：江苏省建筑业产值及新签合同额占全国比重（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

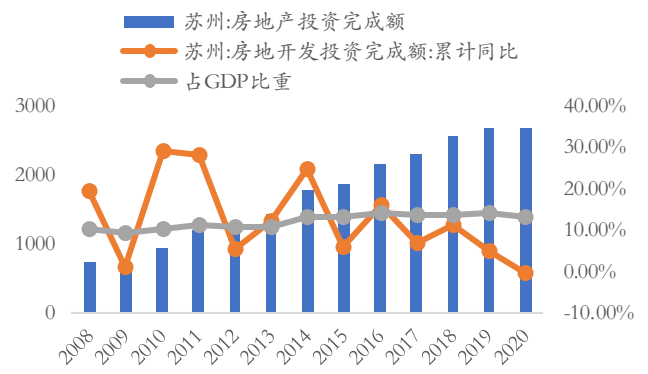
苏州市固定投资规模由2008年的4502亿元增加至2020年的5224亿元，复合增速为5.95%，2020年完成额同比增长6.60%。房地产投资完成额由2008年718.08亿元增加至2673.66亿元，CAGR为11.58%，占GDP比重总体呈提升态势，由10.15%提升至13.26%。

图 33：苏州市固定资产投资及同比（亿元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

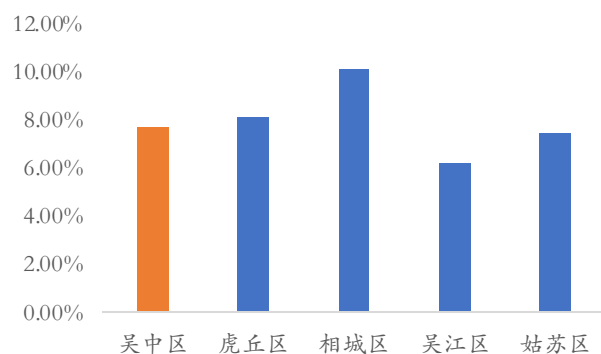
图 34：苏州市房地产投资及其同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

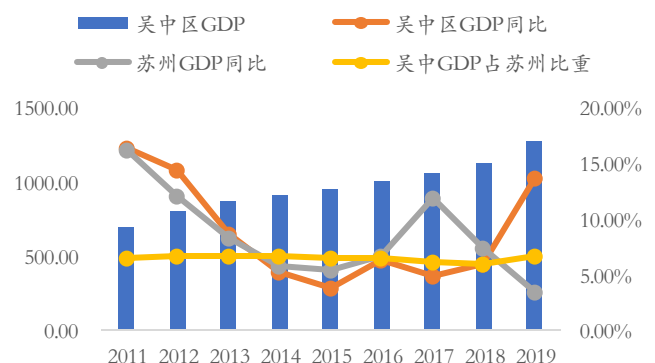
苏州市包括虎丘、相城、吴中、姑苏和吴江5个行政区域，各区域GDP增速差异较大，同人设计位于吴中区，2015-2019年吴中区GDP累计值CAGR为7.72%，次于相城区和虎丘区增速水平，位居各区域中位水平。2011-2019年，吴中区经济水平不断提升，GDP由700.66亿元增加至1278.72亿元，占苏州市GDP比重在6-7%之间，同比增速水平自2017年起持续提升，由2017年的4.95%大幅提升至2019年的13.69%，2019年同比增速远高出苏州市增速水平3.43%。

图 35：2015-2019年苏州各行政区GDP复合增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 36：吴中区GDP及同比增速（亿元，%）

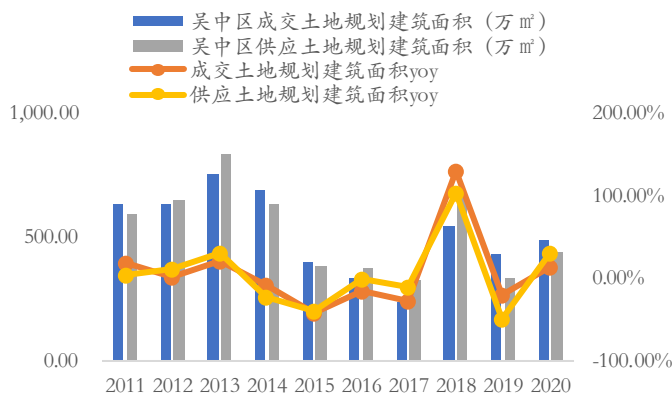


资料来源：wind，安信证券研究中心



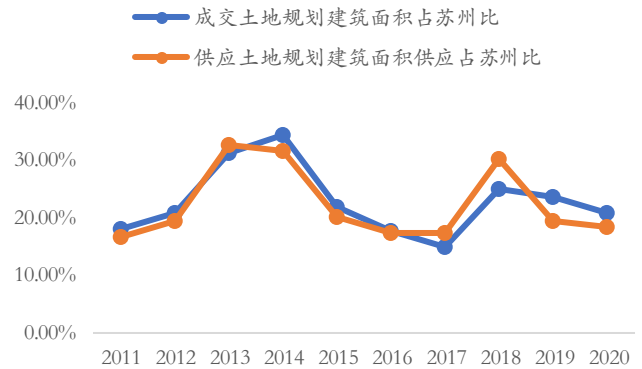
根据吴中区人民政府发布的建设规划，目前吴中区正深入推进“中心城市核、先进制造轴、生态文旅带”产业空间发展战略，“中心城市核”旨在依托吴中高新区和太湖新城，构筑苏州金融商贸、科教文卫、优质地产、高端人才等现代服务业集聚的新高地。在先进制造商，将以角直、胥口为两端，以国家级开发区-吴中经济技术开发区为主体，串联木渎金桥、临湖装备产业园等产业带。在生态文旅建设上，以国家旅游度假区和5A级景区为主体，涵盖苏州太湖国家旅游度假区（香山、金庭、光福）、吴中太湖旅游区（东山、旺山、穹窿山）、临湖、藏书等区域，促进全域旅游和文化产业发展。在城市、工业产业和生态旅游上，吴中区均有强劲的建设需求。2020年，吴中区成交土地和供应土地规划建筑面积分别同比增长13.23%和30.65%，占苏州市成交土地和供应土地规划建筑面积的比重分别为20.66%和18.46%，总体来看，规划建设面积呈增长趋势。

**图 37：2011-2020 年吴中区成交土地和供应土地规划建筑面积 (万㎡, %)**



资料来源：wind，安信证券研究中心

**图 38：2011-2020 年吴中区成交土地和供应土地规划建筑面积占苏州比重 (%)**



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 4. 公司优势：实力领先护城河深厚，新兴业务未来成长可期

### 4.1. 实力强劲筑造护城河，产量销量快速增长

特种钢丝绳是保证电梯和工程机械设备安全稳定运行的重要零部件，其技术性能和产品品质对设备的运行安全具有重要影响，产品类型和品质需满足国家/地方规范要求以及客户使用场景下的运行标准，专业性极强，因此特种钢丝绳的生产研发具有一定的技术壁垒，对钢丝绳生产企业的研发应用、生产能力和项目经验有极高的要求。由于钢丝绳在设备运行时重要的安全保障性，下游客户在选择钢丝绳供应商时，通常需对钢丝绳厂商进行长期和严格的考核和评估，以保证生产技术、产品品质、质量体系、服务体系、供货模式等满足应用要求，获得客户认可的钢丝绳品牌基本和下游客户可建立长期稳定的供需关系，新进品牌存在一定的市场进入壁垒，较难快速抢占市场份额创建品牌影响力。

公司已深耕钢丝绳制造领域 60 多年，上个世纪 80 年代起，开始进行电梯钢丝绳的研发生产，技术研发实力过硬，行业经验丰富，开发多种类型钢丝绳及配套产品，其中低温高负荷多层股起重绳、高层高速电梯用微旋转钢丝绳等多项产品获得行业奖项。公司旗下品牌“大力”和“建峰”分别在电梯钢丝绳和起重钢丝绳领域具有较强的品牌知名度，行业地位突出。公司在下游行业建立了良好的品牌口碑，与国内多家知名电梯供应商形成长期合作关系，包括三菱、迅达、富士达、通力等。“建峰”品牌自 1982 年创立起，为工业、港口、船舶、海洋等多个行业提供钢丝绳和索具等产品服务，与多家大型知名工程机械商和基建建设企业保持长期供给关系，如中联重科、三一重工、中国交建、中国石化、中海油等，参与了众多标志性基础设施工程，如中国第一座深水钻井平台“海洋石油 981”、南中国油田“流花 11-1 油田”、港珠澳大桥建设项目。

**表 2：公司各类产品代表性客户**

产品分类	代表合作商
电梯钢丝绳	三菱电梯

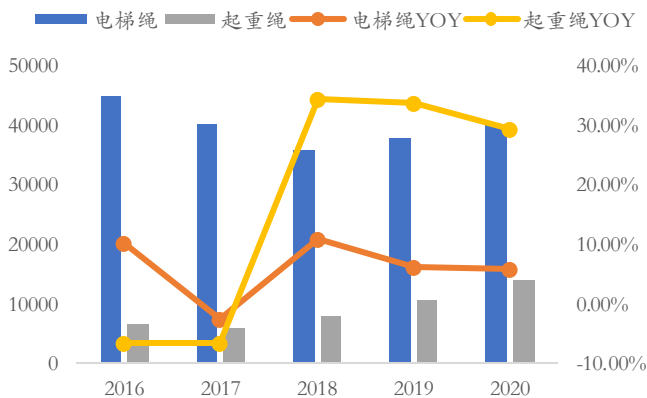
	迅达电梯
	富士达电梯
	广日股份
起重钢丝绳	中联重科
	三一重工
	徐工机械
索具	中海油
	中国石化
	中国重工
	中集集团
	中国建筑国际
	中国交通建设

资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

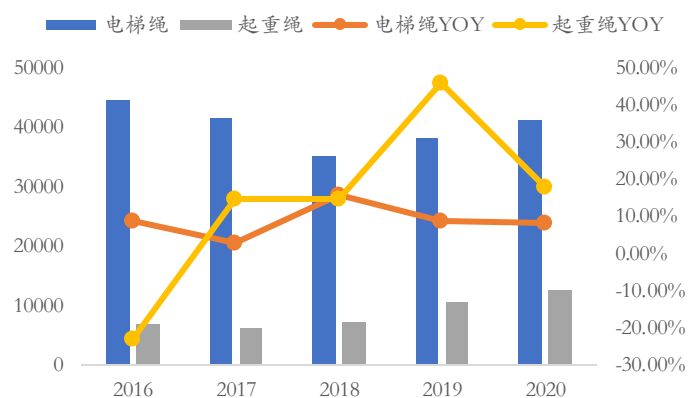
公司电梯钢丝绳年产量和年销量自 2018 年起持续提升,2020 年产量和销量分别为 4.01 万吨和 4.12 万吨,分别同比增长 5.78%和 8.12%,公司电梯钢丝绳销量市场份额行业领先。起重钢丝绳业务发展迅速,产量和销量均呈现高速增长态势,产量由 2015 年的 0.64 万吨增长至 2020 年的 13.75 万吨,同比增长 29.17%,5 年间 CAGR 达 16.61%;2020 年销量为 1.25 万吨,同比增长 17.86%,2015-2020 年销量 CAGR 为 12.14%。公司持续进行市场拓展和研发投入,行业知名度及技术水平均不断提升,获得国内外客户普遍认可,在特种钢丝绳生产领域筑造了深厚护城河,行业领先地位稳固,随下游客户集中度提升和国产替代趋势的逐步发展,公司有望进一步扩大特种钢丝绳领域市场份额。

图 39: 2016-2020 年公司各类钢丝绳产量 (吨, %)

图 40: 2016-2020 年公司各类钢丝绳销量 (吨, %)



资料来源: wind、安信证券研究中心



资料来源: wind、安信证券研究中心

#### 4.2. 建筑设计业绩增速强劲订单充足, 股东背景优势显著发展可期

公司主营业务稳步发展,经营业绩明显改善,同时积极进行业务拓展,于 2020 年 5 月完成对同人设计 100%股权的收购,进军建筑设计领域。同人设计位于苏州市吴中区,前身为成立于 1987 年的苏州市电子建筑设计室,2001 年由事业单位改制为民营设计企业,拥有建筑行业甲级设计资质,主要承接居住、商业、办公、教育及医疗建筑的工程设计、工程承包和工程管理业务,公司业务主要集中在江苏苏州市和无锡市,业主大部分为政府投建机构,在当地建立了稳定的政府客户关系。2019 年和 2020 年同人设计分别实现营收 5335.95 万元和 6339.61 万元,净利润分别为 1468.4 万元和 2566.66 万元,净利润同比增长 74.79%,业绩增速强劲。根据业绩承诺要求,同人设计 2020 年、2021 年、2022 年的净利润分别不低于 2500 万元、3000 万元、3500 万元,累计实现的净利润之和不低于 9000 万元,2020 年业绩完成率为 102.67%。

目前同人设计立足设计主业,大力发展工程总承包业务,完善全产业链布局,提高业务竞争力和市场份额。公司 EPC 业务成效显著,根据公司公告,同人设计 2021 年已签订多个设计

和 EPC 重大项目合同，总金额高达 10.4 亿元，为 2020 年营业收入的 16.4 倍。与大部分公司基于资本和施工为主体的 EPC 业务模式不同，公司所承接 EPC 业务模式主要是基于设计和项目管理进行全过程业务开展，发挥自身的技术集成和专业协同管理优势，实现项目整体优化，从项目质量、成本、工期及运行效率上为业主带来效益。公司所承接 EPC 项目为和工程承包单位联合投标的模式，公司为项目牵头方，仅收取项目设计费和管理费，不从事项目施工业务，无垫资需求，业主将施工安装款项支付给工程承包单位，故公司现金流和盈利能力仍有望维持较高水平。

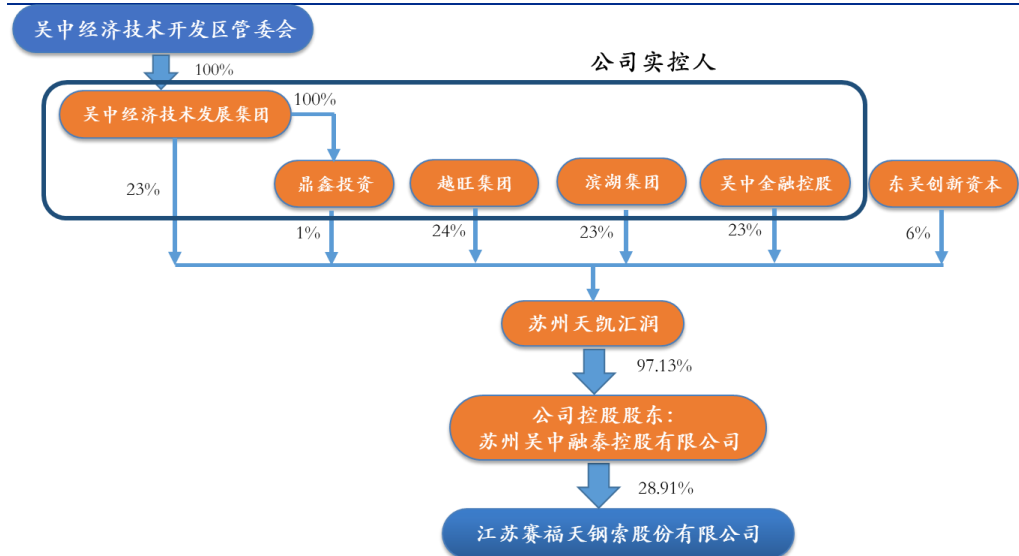
表 3: 同人设计 2021 年新签重大项目合同列表

时间	项目名称	项目金额	发包单位
2021 年 1 月	苏地 2020-WG-33 号地块 EPC 工程	4.95 亿元	苏州市吴中资产经营管理有限公司
2021 年 2 月	翻建生产用房项目 (EPC) 工程	4.17 亿元	苏州市吴中优辉投资管理有限公司
2021 年 3 月	宝带桥南公交枢纽方案设计 (含总体规划设计)、初步设计及施工图设计	950 万元	苏州市长恒置业有限公司
2021 年 5 月	石湖东岸鑫尚云庭安置房项目设计 (勘察) 总承包项目	1392.4 万元	苏州市吴中新城保障房建设有限公司

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司控股股东为苏州吴中融泰控股有限公司 (后称“吴中融泰”), 吴中融泰控股股东为苏州天凯汇润, 江苏省吴中经济技术发展集团有限公司持有天凯汇润 24% 的股份, 苏州市吴中区经济技术开发区管理委员会 100% 控股吴中经济技术发展集团, 从而间接持有赛福天股份。吴中区经济技术开发区管委会主要负责吴中经济技术开发区的管理和开发区建设, 作为吴中区经济技术开发区下属的建筑设计企业, 同人设计在吴中区建设项目资源上较其他设计公司具备显著优势。未来同人设计依托上市公司股东平台, 品牌知名度和资金实力充足, 项目承揽实力将进一步提升。

图 41: 公司与实控人之间的股权关系示意图



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 5. 盈利预测及投资建议: 主业钢丝绳龙头地位稳固, 新兴建筑设计业务快速成长

### 5.1. 公司盈利预测: 钢丝绳业务快速增长, EPC 订单高增助力业绩释放

我们根据目前公司产品产量、承接订单、业务结构和各类业务收款进度预测, 对公司未来营收及毛利率等进行测算。目前公司特种钢丝绳业务下游需求空间充足, 优质客户渠道稳定, 随下游电梯行业和起重机行业集中度提升, 公司市场份额有望进一步扩大, 主营特种钢丝绳

业务规模快速增长可期,预计 2021-2023 年公司电梯钢丝绳业务营收分别为 6.63 亿元、8.94 亿元和 12.07 亿元,分别同比增长 45.00%、35.00%和 35.00%;实现起重钢丝绳业务营收 1.57 亿元、2.12 亿元和 2.76 亿元,分别同比增长 40.00%、35.00%和 30.00%。2021 年初至今子公司同人设计已公告重大项目新签合同金额合计达 10.4 亿元,未来营收增速有望维持较高水平,预计 2021-2023 年公司建筑设计和 EPC 业务营收分别为 1.33 亿元、2.00 亿元和 2.90 亿元,分别同比增长 110.00%、50.00%和 45.00%。预计 2021-2023 年公司营业收入合计分别为 10.89 亿元、14.62 亿元和 19.48 亿元,分别同比增长 45.12%、34.26%和 33.23%。随公司加强成本控制以及自动化生产手段对效率的提升,预计公司主营钢丝绳业务毛利率水平小幅提升,2021-2023 年公司电梯钢丝绳业务毛利率分别为 15.50%、16.00%和 16.50%,起重钢丝绳业务毛利率分别为 17.20%、17.40%和 17.60%,建筑设计及 EPC 业务毛利率或将随人工成本提升及业务结构变化有所下滑,预计 2021-2023 年毛利率分别为 62.0%、60.0%和 55.0%,公司综合毛利率分别为 22.98%、23.49%和 23.42%。预计 2021-2023 年公司分别实现归母净利润 1.16 亿元、1.56 亿元和 2.06 亿元,分别同比增长 115.7%、34.9%和 31.95%。

**表 4: 公司分块业务营收预测 (万元, %)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	54,736.19	63,184.78	75,049.96	108,913.26	146,230.25	194,824.00
yoy	-1.33%	15.44%	18.78%	45.12%	34.26%	33.23%
<b>营业成本</b>	44,134.53	51,539.72	59,272.61	83,889.58	111,887.91	149,194.96
<b>毛利率</b>	19.37%	18.43%	21.02%	22.98%	23.49%	23.42%
<b>电梯用钢丝绳</b>						
营业收入	37,778.28	42,565.96	45,691.60	66,252.82	89,441.31	120,745.76
yoy	-5.04%	12.67%	7.34%	45.00%	35.00%	35.00%
营业成本	31,377.95	35,320.71	39,045.93	55,983.63	75,130.70	100,822.71
毛利率	16.94%	17.02%	14.54%	15.50%	16.00%	16.50%
<b>起重用钢丝绳</b>						
营业收入	6,335.75	9,608.29	11,220.59	15,708.83	21,206.92	27,568.99
yoy	34.56%	51.65%	16.78%	40.00%	35.00%	30.00%
营业成本	5,270.22	8,172.40	9,317.59	13,006.91	17,516.91	22,716.85
毛利率	16.82%	14.94%	16.96%	17.20%	17.40%	17.60%
<b>钢丝绳索具</b>						
营业收入	5,262.62	6,379.96	7,290.95	8,749.14	10,367.73	12,026.57
yoy	5.96%	21.23%	14.28%	20.00%	18.50%	16.00%
营业成本	3,618.08	4,725.63	5,224.71	6,211.89	7,361.09	8,538.86
毛利率	31.25%	25.93%	28.34%	29.00%	29.00%	29.00%
<b>建筑设计及 EPC</b>						
营业收入		5335.95	6,339.61	13,313.18	19,969.77	28,956.17
yoy			18.81%	110.00%	50.00%	45.00%
营业成本			2,337.65	5,059.01	7,987.91	13,030.28
毛利率			63.13%	62.00%	60.00%	55.00%
<b>合成纤维吊装带索具</b>						
营业收入	4,109.85	3,288.91	2,835.64	3,119.20	3,368.74	3,537.18
yoy	-4.47%	-19.97%	-13.78%	10.00%	8.00%	5.00%
营业成本	3,229.47	2,648.82	2,482.88	2,713.71	2,930.80	3,077.34
毛利率	21.42%	19.46%	12.44%	13.00%	13.00%	13.00%
<b>配套件及其他</b>						
营业收入	1,153.09	1,230.23	1,522.13	1,598.24	1,678.15	1,762.06
yoy	-28.78%	6.69%	23.73%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	638.37	671.92	861.97	910.99	956.54	1,004.37
毛利率	44.64%	45.38%	43.37%	43.00%	43.00%	43.00%
<b>其他业务</b>						
营业收入	96.60	111.42	149.44	171.86	197.63	227.28
yoy	1.94%	15.34%	34.12%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	0.43	0.24	1.88	3.44	3.95	4.55
毛利率	99.55%	99.79%	98.74%	98.00%	98.00%	98.00%

资料来源: wind,安信证券研究中心



## 5.2. 公司估值：PEG 估值优势明显，未来估值提升可期

公司 2020 年动态 PE 和 PB 分别为 44.6 倍和 3.4 倍，我们选取钢丝绳和索具领域的可比公司进行估值比较，包括巨力索具、贵绳股份、大业股份、银龙股份和恒星科技，公司 PE(TTM) 低于可比公司平均水平，明显低于巨力索具估值表现，公司 2020 年 PEG 为 0.16 倍，远低于可比板块均值水平 2.70 倍，估值优势显著，业绩成长性较强，未来估值提升可期。

表 5：可比公司估值对比

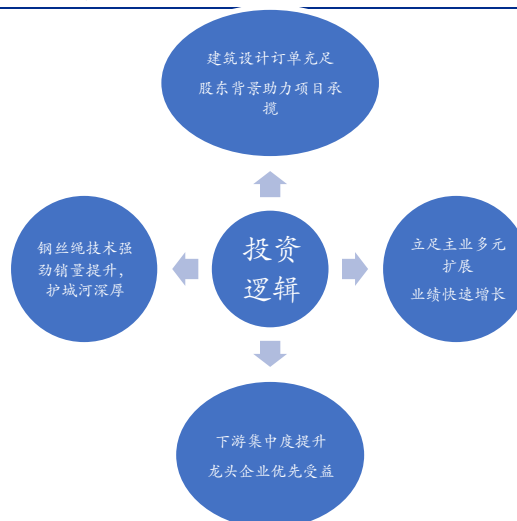
	营业收入		归母净利润		PE(TTM)	PB(LF)	PEG
	(亿元)	yoy	(亿元)	yoy			
赛福天	7.50	18.78%	0.54	274.32%	44.6	3.4	0.16
巨力索具	22.15	12.65%	0.33	81.91%	133.3	1.8	1.63
贵绳股份	21.30	-2.66%	0.30	3.38%	51.6	1.4	15.27
大业股份	30.74	12.59%	1.03	-32.65%	15.0	1.4	-0.46
银龙股份	25.57	-3.37%	1.37	-17.78%	21.1	1.8	-1.19
恒星科技	28.33	-16.34%	1.22	44.15%	27.5	1.6	0.62
均值					48.9	1.9	2.7

资料来源：wind, 安信证券研究中心

## 5.3. 公司投资建议：特种钢丝绳龙头地位稳固，新兴建筑设计业务快速成长

公司为特种钢丝绳供应领域领军品牌，历史悠久，技术实力强劲，产品类型丰富，市场占有率行业领先，和多家知名电梯及机械供应商建立了稳定的合作关系，优质客户资源丰富，行业龙头地位稳固，业绩显著改善。此外，公司立足主业，不断拓展业务版图，新增建筑设计和 EPC 业务，完善产业链布局，打造新的业绩增长点，同时对主营业务带来积极协同作用。公司钢丝绳产品销量稳步增长，有望进一步提高市场份额，同时建筑设计和 EPC 业务订单充足，订单营收比起 16 倍，业绩释放可期，未来依托上市公司的股东背景、资金和品牌实力，项目承揽优势显著。我们看好公司未来的成长空间，预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.40 元、0.54 元和 0.72 元，动态 PE 分别为 29.4 倍、21.8 倍和 16.6 倍，PB 分别为 3.8 倍、3.4 倍、3.0 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，目标价 15.5 元。

图 42：公司核心投资逻辑示意图



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

## 6. 风险提示

宏观经济大幅波动；疫情控制不及预期；政策推进不及预期；固定投资下滑；产品出售不及预期；人员流失；客户经营状况下滑；行业竞争加剧风险等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	631.8	750.5	1,089.1	1,462.3	1,948.2	成长性					
减:营业成本	515.4	592.7	838.9	1,118.9	1,491.9	营业收入增长率	15.4%	18.8%	45.1%	34.3%	33.2%
营业税费	6.5	5.7	10.0	13.5	17.9	营业利润增长率	-5.2%	278.9%	113.0%	35.3%	32.1%
销售费用	19.2	13.9	20.7	29.2	40.9	净利润增长率	-15.1%	274.3%	115.7%	34.9%	31.9%
管理费用	48.7	47.8	81.7	108.2	148.1	EBITDA 增长率	9.3%	74.0%	42.4%	32.1%	24.2%
财务费用	6.3	3.6	3.7	9.6	4.2	EBIT 增长率	16.4%	116.6%	53.3%	38.6%	27.8%
资产减值损失	-1.3	-1.8	1.5	1.5	4.0	NOPLAT 增长率	-10.6%	190.8%	111.8%	38.6%	27.8%
加:公允价值变动收益	-0.2	0.1	0.1	-0.0	0.0	投资资本增长率	-17.5%	24.4%	7.4%	12.5%	8.9%
投资和汇兑收益	-0.5	-	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	1.5%	6.8%	19.4%	12.3%	14.5%
营业利润	17.1	64.6	137.7	186.3	246.2	利润率					
加:营业外净收支	0.2	0.4	0.7	0.8	0.6	毛利率	18.4%	21.0%	23.0%	23.5%	23.4%
利润总额	17.3	65.1	138.4	187.2	246.9	营业利润率	2.7%	8.6%	12.6%	12.7%	12.6%
减:所得税	2.9	11.2	21.3	28.8	38.0	净利润率	2.3%	7.2%	10.6%	10.7%	10.6%
净利润	14.4	53.8	116.0	156.4	206.3	EBITDA/营业收入	10.9%	15.9%	15.6%	15.4%	14.3%
						EBIT/营业收入	6.7%	12.3%	13.0%	13.4%	12.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	215	167	104	71	48
						流动资产周转天数	144	83	61	71	75
						流动资产周转天数	284	232	212	204	202
						应收账款周转天数	60	57	45	45	50
						存货周转天数	113	75	69	69	73
						总资产周转天数	525	491	421	352	308
						投资资本周转天数	369	315	250	205	170
						投资回报率					
						ROE	2.0%	7.1%	12.8%	15.4%	17.8%
						ROA	1.6%	4.6%	8.5%	10.6%	11.3%
						ROIC	2.7%	9.6%	16.4%	21.2%	24.1%
						费用率					
						销售费用率	3.0%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
						管理费用率	7.7%	6.4%	7.5%	7.4%	7.6%
						财务费用率	1.0%	0.5%	0.3%	0.7%	0.2%
						三费/营业收入	11.8%	8.7%	9.7%	10.1%	9.9%
						偿债能力					
						资产负债率	19.2%	35.3%	34.2%	31.7%	37.1%
						负债权益比	23.8%	54.5%	52.0%	46.3%	58.9%
						流动比率	2.82	1.55	2.15	2.25	1.90
						速动比率	1.81	1.09	1.40	1.52	1.17
						利息保障倍数	6.73	25.46	38.04	20.33	60.19
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.08	0.12	0.16	0.22
						分红比率	30.7%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.2%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	14.4	53.8	116.0	156.4	206.3	EPS(元)	0.07	0.24	0.40	0.54	0.72
加:折旧和摊销	26.3	27.4	28.7	28.7	28.7	BVPS(元)	3.21	3.43	3.15	3.53	4.03
资产减值准备	1.5	1.8	-	-	-	PE(X)	182.9	48.9	29.4	21.8	16.6
公允价值变动损失	0.2	-0.1	0.1	-0.0	0.0	PB(X)	3.7	3.5	3.8	3.4	3.0
财务费用	7.0	3.8	3.7	9.6	4.2	P/FCF	53.6	-315.8	31.6	47.2	29.2
投资损失	0.5	-	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	4.2	3.5	3.1	2.3	1.8
少数股东损益	-	0.1	1.1	1.9	2.5	EV/EBITDA	36.2	19.7	19.4	14.6	11.5
营运资金的变动	21.8	-49.0	-69.4	-133.8	-106.1	CAGR(%)	122.5%	57.1%	90.6%	122.5%	57.1%
经营活动产生现金流量	130.7	51.1	75.0	57.8	130.6	PEG	1.5	0.9	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-15.4	-160.4	4.9	5.1	5.0	ROIC/WACC	0.3	1.0	1.7	2.1	2.4
融资活动产生现金流量	-86.5	86.9	72.5	-42.7	-77.3	REP	15.4	3.3	2.6	1.8	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034