

2022年04月21日

赛福天 (603028.SH)

## “钢丝绳+设计”双主业发展，新产业布局值得期待

■ **特种钢丝绳龙头企业，受益城市更新及稳增长：**公司是国内较早从事钢丝绳研发、设计、生产的老牌厂商，旗下的“大力牌”钢丝绳和“建峰牌”索具在业内享有较高的知名度和品牌美誉度，产品应用于电梯、起重、索具等行业，是三菱电梯、迅达电梯、中联重科、三一重工、中海油、中国石化等知名企业的重要供应商。公司全面受益城市更新、旧城改造、新型城镇化和稳增长政策，特种钢丝绳业务呈现出供需两旺，产能利用率持续提高的态势。2019-2021年公司金属丝片及制成品业务收入分别为5.98亿元、6.57亿元和7.82亿元，分别同比增长18.32%、9.94%和18.96%；生产量分别为53644吨、59313吨和71719吨，分别同比增长8.19%、10.57%和20.92%，销售量分别为53605吨、59184吨和68810吨，分别同比增长10.55%、10.41%和16.26%。随着稳增长力度加码和新型城镇化的推进，行业需求将持续释放，打开特种钢丝绳业务的成长空间。

■ **外延扩张进军建筑设计，区域深耕业绩加速释放：**2020年5月公司收购了同人设计100%股权，2020-2022年业绩承诺分别为扣非后净利润分别不低于2500万元、3000万元和3500万元。2020-2021年同人设计分别实现归母净利润2567万元和2969万元，完成率分别为102.68%和98.97%，分别占当年归母净利润的47.74%和52.13%。同人设计前身是苏州市电子建筑设计室，主要从事建筑设计和EPC工程管理两大业务，拥有建筑设计甲级资质，业务领域涵盖住宅、商业、办公、教育及医疗等领域。同人设计采取区域深耕战略，主要服务于吴中区，尤其是经开区，2020年5月以来，公司累计公告建筑设计和EPC项目中标金额合计达到30.6亿元，中标订单全部来自于吴中区，预计随着吴中区开发强度和力度增大，尤其是城市更新、片区开发、园区开发等项目的推出将为同人设计发展提供良好的项目支撑。同人设计利润占比持续提高，2021年已超过50%，未来业绩占比仍将提高，成为公司最主要业务板块，通过外延扩张打造了公司第二成长曲线。

■ **股权投资力度加大，动力电池值得期待：**公司积极谋划长远发展，抓住新产业的机会，公司积极进行股权投资。2020年7月公司出资3000万元取得了赛傲生物2.1583%的股权，迈出了公司股权投资的第一步，涉足细胞药物的研发和生产等领域。2021年11月公司出资700万元认购新聚力18.92%的股权，股权投资业务再下一城。新聚力主要从事为动力电池生厂商提供定制化、智能化物流成套系统的研发及销售，主

## 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**

维持评级

6个月目标价：**11.20元**

股价(2022-04-21) **8.60元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 2,468.54    |
| 流通市值(百万元) | 2,468.54    |
| 总股本(百万股)  | 287.04      |
| 流通股本(百万股) | 287.04      |
| 12个月价格区间  | 7.99/15.99元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M   |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 2.75  | -16.02 | 11.66 |
| 绝对收益 | -0.32 | -27.39 | 2.4   |

**苏多永**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

- 赛福天：2021H1 业绩增速超预期，在手订单充足发展可期/苏多永 2021-07-11
- 赛福天：特种钢丝绳龙头地位稳固，新兴建筑设计业务成长可期/苏多永 2021-06-20

要为客户提供设计、开发和制造新能源动力电池全自动物流成套系统、智能化仓储系统、无人搬运机器人、自动化输送分拣系统、自动化成套测试物流设备系统、自动化物流软件系统的方案设计，以及智慧工厂信息管理服务的服务，提供集数据仿真、设备制造、安装调试、售后服务于一体的解决方案。2022年3月公司拟成立苏州赛福天投资管理有限公司，注册资本金1亿元，主要立足公司长远战略规划，加快公司产业布局，提升公司综合竞争力及企业品牌影响力，股权投资业务有望加码。

■**订单充足未来成长可期，增持+回购彰显信心：**公司经营稳健，盈利能力有所提高，负债率整体较低，现金流管理相对较好，资产周转率有所提升。公司订单充足，未来成长可期。特种钢丝绳业务采取以销定产策略，近几年整体呈现出供销两旺的发挥特点，产能使用率逐年提升，预计随着城市更新、旧城改造、新型城镇化建设和稳增长力度加强，公司特种钢丝绳业务将保持良好的发展态势。建筑设计业务采取区域深耕战略，大力发展建筑设计和EPC全过程管理两大业务，订单高速增长，2020年5月以来同人设计累计公告重大中标项目合同金额30.6亿元，助力同人设计快速发展。公司积极布局新产业，尤其是动力电池等新能源领域，未来有望对公司业绩产生积极贡献。公司董事长、总经理等积极增持公司股份，预计增持股比在2%-5%之间，目前增持已超过1%。同时，公司推出了股份回购计划，拟回购2500万元至5000万元，回购价格不超过13.8元/股，回购的股份全部用于股权激励或员工持股。董监高的积极增持彰显出管理层对公司价值的认可，上市公司回购并用于激励有助于激发管理效率及员工积极性，助力公司未来成长。

■**投资建议：维持“买入-A”投资评级，6个月目标价11.20元。**预计2022-2024年公司整体营业收入分别为11.71亿元、14.74亿元和18.19亿元，分别同比增长27.90%、25.90%和23.36%；归母净利润分别为0.80亿元、1.09亿元和1.42亿元，分别同比增长40.21%、35.90%和30.67%；动态PE分别为30.91倍、22.75倍和17.41倍，PB分别为2.90倍、2.66倍和2.40倍。公司特种钢丝绳直接受益稳增长政策和新型城镇化建设，以销定产、供销两旺，产能利用率持续提高，业绩有望加快释放。同时，公司采取外延扩张进军建筑设计，同人设计采取区域深耕战略，订单和业绩高速增长，未来仍有较大的发展空间。此外，公司积极布局新产业，生物医药和动力电池成为投资重点，新产业未来有望成为公司新的业绩增长点。看好稳增长、城市更新、旧城改造下的“双主业”——特种钢丝绳和建筑设计发展前景，以及新产业布局对公司估值提升，维持“买入-A”评级，目标价11.20元，对应2022年动态PE为40倍。

■**风险提示：**钢价异常波动、行业竞争加剧、产品价格波动、市场占有率

率上升缓慢、股权投资失利、稳增长政策不及预期等风险。

| (百万元)        | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入       | 750.5       | 915.6       | 1,171.0      | 1,474.3      | 1,818.7      |
| 净利润          | 53.8        | 57.0        | 79.9         | 108.5        | 141.8        |
| 每股收益(元)      | 0.19        | 0.20        | 0.28         | 0.38         | 0.49         |
| 每股净资产(元)     | 2.64        | 2.82        | 2.97         | 3.23         | 3.58         |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 市盈率(倍)       | 45.9        | 43.3        | 30.9         | 22.7         | 17.4         |
| 市净率(倍)       | 3.3         | 3.0         | 2.9          | 2.7          | 2.4          |
| 净利润率         | 7.2%        | 6.2%        | 6.8%         | 7.4%         | 7.8%         |
| 净资产收益率       | 7.1%        | 7.0%        | 9.4%         | 11.7%        | 13.8%        |
| 股息收益率        | 0.7%        | 0.0%        | 1.0%         | 1.3%         | 1.7%         |
| ROIC         | 9.6%        | 8.5%        | 10.5%        | 13.8%        | 18.3%        |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1. 特种钢丝绳龙头企业，受益城市更新及稳增长</b> .....  | <b>6</b>  |
| 1.1. 历史悠久钢丝绳企业，吴中经开区成功入主.....         | 6         |
| 1.2. 聚焦特种钢丝绳业务，品牌影响力持续提高.....         | 7         |
| 1.3. 新型城镇化力度加码，电梯钢丝绳需求有望释放.....       | 8         |
| 1.4. 稳增长政策陆续出台，起重用钢丝绳增长快.....         | 8         |
| 1.5. 实力强劲客户优质，供销两旺快速增长.....           | 9         |
| <b>2. 外延扩张进军建筑设计，区域深耕业绩加速释放</b> ..... | <b>10</b> |
| 2.1. 外延扩张收购同人设计，打造公司增长第二曲线.....       | 10        |
| 2.2. 区域发展环境良好，经开区投资增速快.....           | 11        |
| 2.3. 区域深耕战略发力，新签订单高速增长.....           | 14        |
| 2.4. 区内市占率有望提高，业绩快速释放可期.....          | 15        |
| <b>3. 股权投资力度加大，动力电池值得期待</b> .....     | <b>15</b> |
| 3.1. 成立投资管理公司，股权投资力度加大.....           | 15        |
| 3.2. 电力电池需求爆发，产业布局恰逢其实.....           | 16        |
| <b>4. 负债率低盈利能力提高，订单充足未来增长可期</b> ..... | <b>18</b> |
| 4.1. 盈利能力有所提高，资产负债率相对较低.....          | 18        |
| 4.2. 现金流总体表现良好，资产周转率处于上升趋势.....       | 18        |
| 4.3. 在手订单较为充足，公司未来增长可期.....           | 19        |
| 4.4. 董监高增持彰显对价值认可，回购计划助力公司成长.....     | 20        |
| <b>5. 双轮驱动业绩高增长，新产业提升估值空间</b> .....   | <b>21</b> |
| 5.1. 盈利预测：双轮驱动业务高增长，结构优化毛利率提高.....    | 21        |
| 5.2. 公司估值：整体估值优势明显，未来估值提升可期.....      | 22        |
| 5.3. 投资建议：双轮驱动业绩高增长，新产业提升估值空间.....    | 22        |
| 5.4. 风险提示.....                        | 23        |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件.....                  | 6  |
| 图 2: 天凯汇润权益持有人一览.....                      | 7  |
| 图 3: 公司金属丝绳及其制品营收及增速 (万元; %) .....         | 8  |
| 图 4: 公司金属丝绳及其制品毛利及增速 (万元; %) .....         | 8  |
| 图 5: 公司电梯钢丝绳收入、增速及占比 (万元; %) .....         | 8  |
| 图 6: 公司电梯钢丝绳毛利及增速 (万元; %) .....            | 8  |
| 图 7: 公司起重钢丝绳收入、增速及占比 (万元; %) .....         | 9  |
| 图 8: 公司起重钢丝绳毛利及增速 (万元; %) .....            | 9  |
| 图 9: 公司钢丝绳索具收入及增速 (万元; %) .....            | 9  |
| 图 10: 公司钢丝绳索具毛利及增速 (万元; %) .....           | 9  |
| 图 11: 2019-2021 年公司特种钢丝绳产量及增速 (吨; %) ..... | 10 |
| 图 12: 2019-2021 年公司特种钢丝绳销量及增速 (吨; %) ..... | 10 |
| 图 13: 同人设计股权对价款支付安排 (万元) .....             | 10 |
| 图 14: 同人设计业绩承诺及完成情况 (万元) .....             | 10 |
| 图 15: 同人设计业务领域一览表.....                     | 11 |

|  |    |
|--|----|
| 图 16: 2021 年苏州各区县 GDP 及增速 (亿元; %)                | 12 |
| 图 17: 2021 年苏州各区县建筑总产值 (亿元) 及百强家数                | 12 |
| 图 18: 2015-2021 年吴中区 GDP 及增速 (亿元; %)             | 12 |
| 图 19: 2015-2021 年吴中区公共预算收入及增速 (亿元;%)             | 12 |
| 图 20: 吴中区总体空间格局: 一核一轴一带                          | 13 |
| 图 21: 吴中经开区区位示意图                                 | 14 |
| 图 22: 2019-2021 年同人设计营收及利润 (万元)                  | 15 |
| 图 23: 2020-2021 年同人设计 EPC 累计新签订单 (亿元)            | 15 |
| 图 24: 公司股权投资重要事件                                 | 16 |
| 图 25: 2022 年 2 月国内动力电池企业装车量前五名                   | 17 |
| 图 26: 2014-2019 年我国动力电池 PACK 行业装机量及市场规模 (万套; 亿元) | 17 |
| 图 27: 2019 年我国动力电池 PACK 市场格局                     | 17 |
| 图 28: 2017-2021 年公司毛利率走势 (%)                     | 18 |
| 图 29: 2017-2021 年公司净利率及加权 ROE (%)                | 18 |
| 图 30: 2021 年公司资产的主要构成                            | 18 |
| 图 31: 2018-2021 年公司资产负债率走势图 (%)                  | 18 |
| 图 32: 公司经营性净现金流及收现比 (万元;%)                       | 19 |
| 图 33: 2017-2021 年公司存货周转天数                        | 19 |
| 图 25: 公司未来成长的主要驱动因素                              | 20 |
| 图 25: 公司未来成长的主要驱动因素                              | 21 |
| 图 36: 公司投资逻辑核心要点                                 | 23 |
| <br>   |    |
| 表 1: 2021 年以来同人设计重大项目中标情况 (单位: 百万元)              | 14 |
| 表 2: 公司分部盈利预测 (单位: 万元; %)                        | 21 |
| 表 3: 公司分部毛利率                                     | 22 |
| 表 4: 可比公司估值分析                                    | 22 |

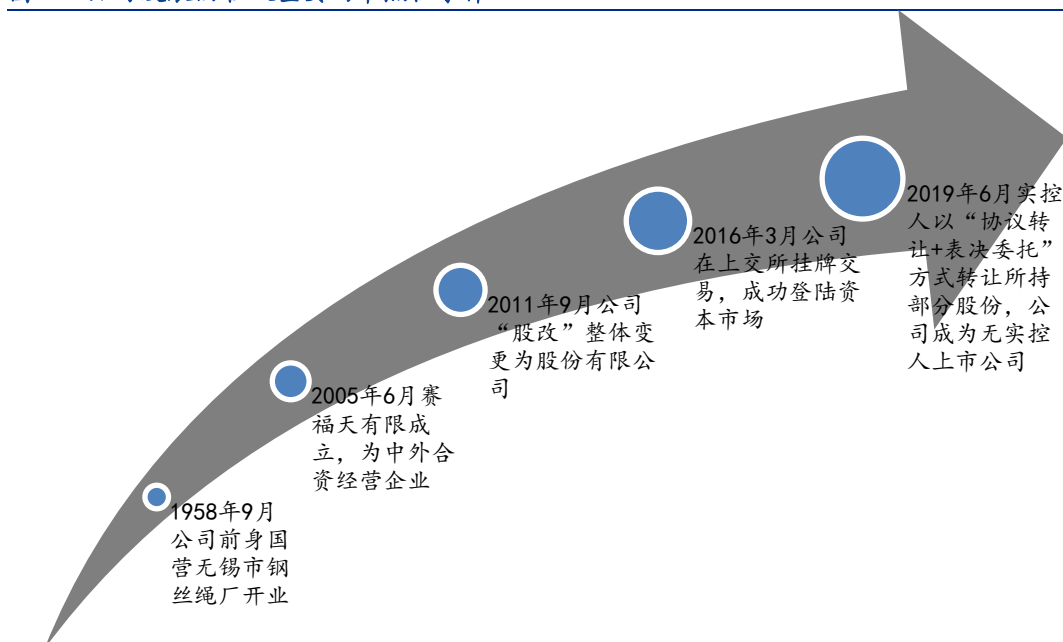


## 1. 特种钢丝绳龙头企业，受益城市更新及稳增长

### 1.1. 历史悠久钢丝绳企业，吴中经开区成功入主

江苏赛福天钢索股份有限公司（简称“赛福天”或公司）前身是1958年9月开业的国营无锡市钢丝绳厂，是交通部钢丝绳定点生产厂家，是国内较早从事钢丝绳研发、设计、生产的厂家。1980年4月国营无锡市钢丝绳厂成为全民所有制企业，主管部门为无锡市冶金工业局；2000年11月无锡市钢丝绳厂改制成为无锡市赛福天钢绳有限责任公司（以下简称“无锡赛福天”），员工持股会成为第一大股东；2005年6月无锡赛福天与法尔福国际共同出资设立江苏赛福天钢绳有限公司（以下简称“赛福天有限”），公司成为中外合资经营企业；2010年10月杰昌股份有限公司（以下简称“杰昌有限”与法尔福国际签订了《股权转让协议》，外资股东退出；2011年9月赛福天有限整体变更为股份有限公司，无锡赛福天是公司第一大股东，崔志强是公司实控人；2016年3月公司在上海证券交易所挂牌交易，登陆资本市场，成为特种钢丝绳上市第一股。2019年6月崔志强以“协议转让+表决权委托”方式将其持有的无锡赛福天16.53%的股权和剩余50.19%的股权对应的表决权转让给苏州市天凯汇润产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“天凯汇润”），天凯汇润成为公司间接控股股东。2019年12月无锡赛福天更名为苏州吴中融泰控股有限公司（以下简称“吴中融泰”），注册地从无锡变更为苏州，吴中经开区及国资对上市公司控制逐渐增强。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

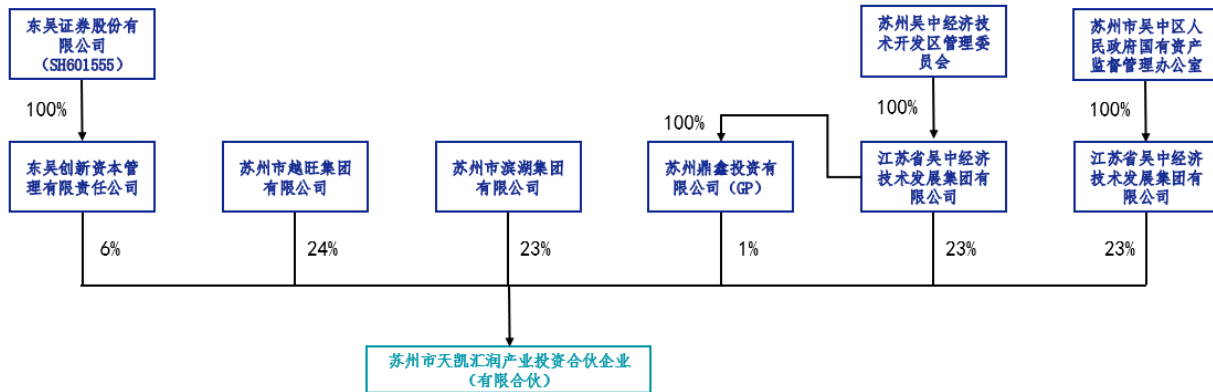


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

天凯润成的合伙人主要有江苏省吴中经济技术发展集团有限公司（以下简称“吴中经发”）、苏州市吴中金融控股集团有限公司（以下简称“吴中金控”）、苏州鼎鑫投资有限公司（以下简称“苏州鼎鑫”）、苏州市越旺集团有限公司（以下简称“越旺集团”）、苏州市滨湖集团有限公司（以下简称“滨湖集团”）和东吴创新资本管理有限责任公司（以下简称“东吴创新”）等，其中吴中经发、吴中金控、苏州鼎鑫是一致行动人，三者受吴中区经开区管委会及国资委控制，合计控制天凯汇润47%合伙份额。吴中经开成立于1991年，隶属于苏州市吴中区经济技术开发区（以下简称“经开区”）管委会的一级国有企业，是经开区开发建设、资产管理和投融资主体。吴中经开设立之初是管委会的行政职能部门，主管经开区直属工业、商贸、房地产等企业，2004年吴中经开全面转制，2008年探索市场化道路，2010年加快转型升级走立体型、多元化、市场化、集团化的现代企业发展之路。截至2020年末，吴中经开总资产641亿元，净资产217亿元，2020年实现营业收入32.25亿元，净利润1.25亿元。

苏州鼎鑫是吴中经开全资子公司，成立于 2010 年，注册资本及实收资本均为 2 亿元，主要从事项目投资与管理等，是天凯汇润的执行事务合伙人（GP）。吴中金控成立于 2014 年，注册资本 11 亿元，是吴中区国资委旗下的全资子公司，主要对全区银行业金融企业、非银行业金融企业、金融服务企业及其他行业的投资经营和管理等。

图 2：天凯汇润权益持有人一览

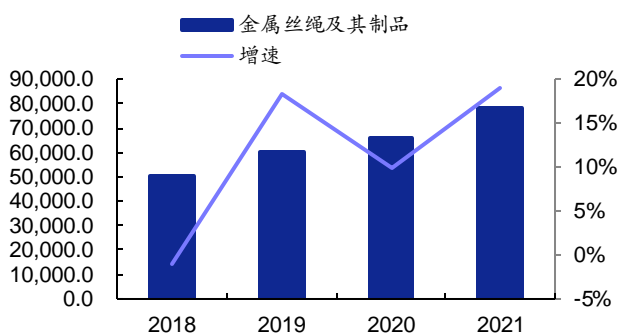


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.2. 聚焦特种钢丝绳业务，品牌影响力持续提高

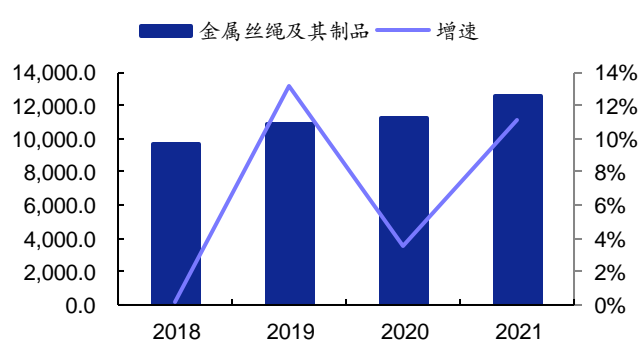
公司起底老牌的国营钢丝绳厂，拥有 60 多年的钢丝绳研发、生产和销售经验，是钢丝绳龙头企业之一和钢丝绳上市第一股。公司聚焦特种钢丝绳业务，长期专注于特种钢丝绳于索具领域的研发，具有深厚的技术研发能力和经验丰富的技术研发团队。公司主导或参与了《电梯用钢丝绳》、《电梯门机用钢丝绳》、《旋挖钻机用钢丝绳》、《钢丝绳吊索环索》等多项国家和行业标准的制定，为研发工作积累了丰富的技术经验。同时，公司与电梯、工程机械等下游行业优质客户长期合作，可以根据客户设置全面而严格的专业技术标准，不断提高产品品质，优化产品结构。根据公司公告，经过多年的研发投入，公司的阻旋转钢丝绳、多层股钢丝绳、压实股钢丝绳、混合芯钢丝绳及高分子钢丝绳等系列产品均得到客户和市场的一致认可和运用，“大力牌”钢丝绳和“建峰牌”索具在业内享有较高的知名度和品牌美誉度，产品应用于电梯、起重、索具等行业，其先进的技术优势和可靠的产品质量为公司的发展壮大提供了源源不断的动力。2018-2021 年公司金属丝片及制成品业务收入分别为 5.05 亿元、5.98 亿元、6.57 亿元和 7.82 亿元，分别同比增长-1.07%、18.32%、9.94%和 18.96%；毛利润分别为 0.96 亿元、1.09 亿元、1.13 亿元和 1.25 亿元，分别同比增长 0.15%、13.18%、3.50%和 11.12%；毛利率分别为 19.05%、18.22%、17.15%和 16.02%。预计随着稳增长力度加码和新型城镇化建设的推进，公司金属丝片及制成品业务仍将保持稳步增长。

图 3：公司金属绳及其制品营收及增速（万元；%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公司金属绳及其制品毛利及增速（万元；%）

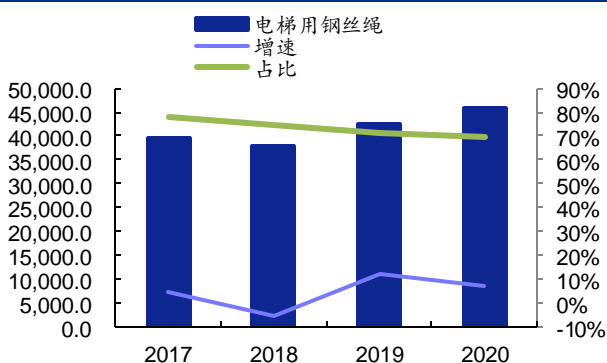


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 新型城镇化力度加码，电梯钢丝绳需求有望释放

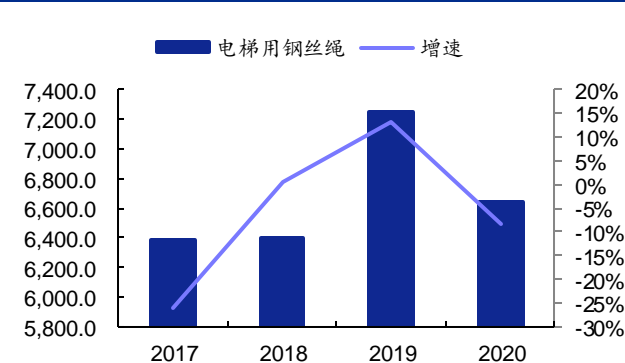
2022 年 3 月国家发改委印发了《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，明确要求有序推进城市更新，加快改造城镇老旧小区，有条件的加装电梯，力争改善 840 万户居民基本居住条件，新型城镇建设力度加码。同月，住建部编制的《住宅项目规范》公开征求意见，要求入户层为二层及二层以上的住宅，每单元应至少设置 1 台电梯。城市更新、老旧小区改制以及住宅项目“新规”都将对电梯行业产生积极影响，电梯钢丝绳行业需要有望加快释放。公司特种钢丝绳主要用于电梯行业，电梯行业需求的提升有利于公司电梯用钢丝绳快速放量。2017-2020 年公司电梯用钢丝绳营业收入分别为 3.98 亿元、3.78 亿元、4.26 亿元和 4.57 亿元，分别同比增长 4.68%、-5.04%、12.67%和 7.34%；电梯用钢丝绳毛利分别为 0.64 亿元、0.64 亿元、0.72 亿元和 0.66 亿元，分别同比增长-26.24%、0.29%、13.20%和-8.28%；电梯用钢丝绳业务占特种钢丝绳业务比重分别为 77.89%、74.76%、71.20 和 69.52%，业务占比呈现下降趋势。从趋势来看，随着新型城镇化、老旧小区改造、城市更新等力度的加大，电梯钢丝绳行业需求有望加快释放，公司电梯钢丝绳业务迎来了相对较好的发展环境。

图 5：公司电梯钢丝绳收入、增速及占比（万元；%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司电梯钢丝绳毛利及增速（万元；%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

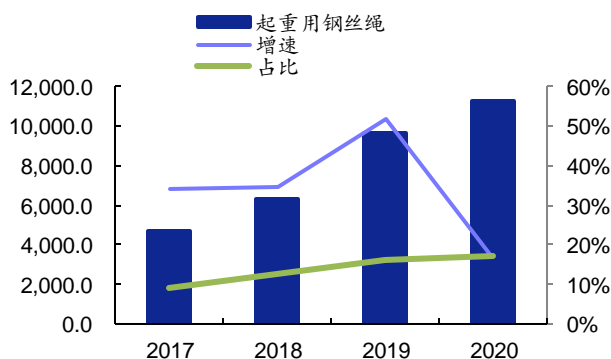
### 1.4. 稳增长政策陆续出台，起重用钢丝绳增长快

2019 年以来，我国陆续出台稳增长政策，要求加大逆周期调节和跨周期调节，尤其是 2021 年下半年以来，我国稳增长政策持续加码。2021 年 12 月中央政治局会议强调宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策，更加注重精准、可持续。同时，我国加大政策储备，搞好跨周期政策设计，增强前瞻性、有效性，科学管理市场预期。2022 年稳增长成为经济的“关键词”，各地陆续出台稳增长实施政策，根据各省市网站披露的投资计划统计，截至 2022 年 3 月 22 日，全国共有 21 省市披露了 2022 年总投资额度，其中 13 个省给出了



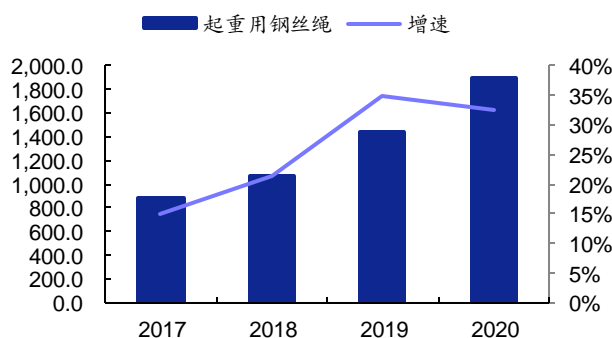
2022 年具体投资金额，合计超过了 37 万亿元，重点投向基础设施、民生改善、产业转型等项目。公司除了电梯用钢丝绳外，还有起重用钢丝绳和钢丝绳索具，这两块业务直接受益稳增长政策推进。2017-2020 年公司起重用钢丝绳营业收入分别为 0.47 亿元、0.63 亿元、0.96 亿元和 1.12 亿元，分别同比增长 33.90%、34.56%、51.65%和 16.78%；起重用钢丝绳毛利分别为 0.09 亿元、0.11 亿元、0.14 亿元和 0.19 亿元，分别同比增长 14.85%、21.42%、34.76%和 32.53%。2017-2020 年公司钢丝绳索具营业收入分别为 0.50 亿元、0.53 亿元、0.64 亿元和 0.73 亿元，分别同比增长 11.62%、5.96%、21.23%和 14.28%；钢丝绳索具毛利分别为 0.17 亿元、0.16 亿元、0.17 亿元和 0.21 亿元，分别同比增长 5.93%、-2.66%、0.59%和 24.90%。预计随着更注重政策持续落地，公司起重用钢丝绳和钢丝绳索具将保持快速增长。

图 7：公司起重钢丝绳收入、增速及占比（万元；%）



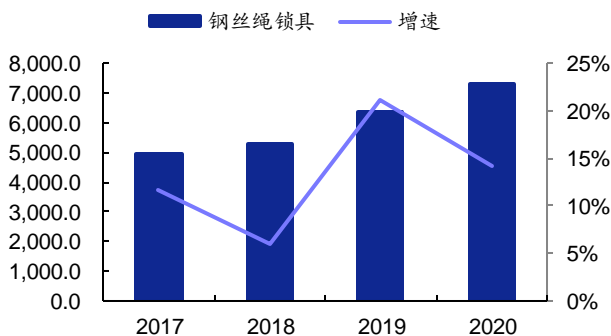
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司起重钢丝绳毛利及增速（万元；%）



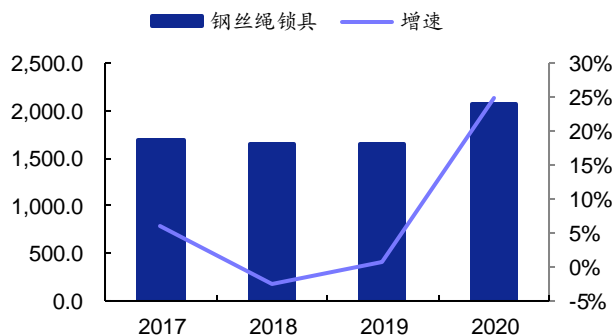
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：公司钢丝绳索具收入及增速（万元；%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：公司钢丝绳索具毛利及增速（万元；%）



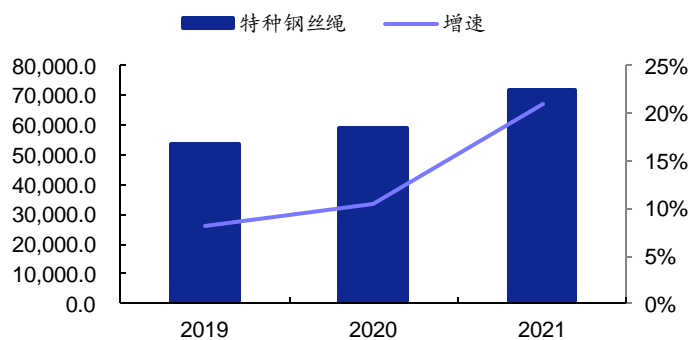
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.5. 实力强劲客户优质，供销两旺快速增长

公司是老牌特种钢丝绳研发、生产、销售提供商，根据 2021 年年报，公司及全资子公司拥有专利 146 件，其中发明专利 39 件、实用新型专利 102 件，外观设计 5 件；“大力牌”钢丝绳和“建峰牌”索具具有较强的竞争力，夯实了公司在特种钢丝绳领域的强劲实力，奠定了公司在特种钢丝绳领域的行业地位。同时，公司客户优质，公司客户主要包括：（1）三菱电梯、迅达电梯、富士达电梯、广日股份等国内知名品牌电梯，公司能够为用户提供电梯钢丝绳的选型、安装、使用、维护等系统解决方案；（2）中联重科、三一重工、徐工机械等具有全球影响力的工程机械制造企业，公司主要为其提供起重用钢丝绳；（3）中海油、中国石化、中国重工、中集集团、中国建筑国际、中国交通建设等海洋工程建造企业，公司为其提供钢丝绳索具等配套产品。作为特种钢丝绳龙头企业，公司拥有较强的综合竞争力，客户优质，并受益于行业需求的释放，公司特种钢丝绳呈现出供销两旺，库存较低，稳步增长的发

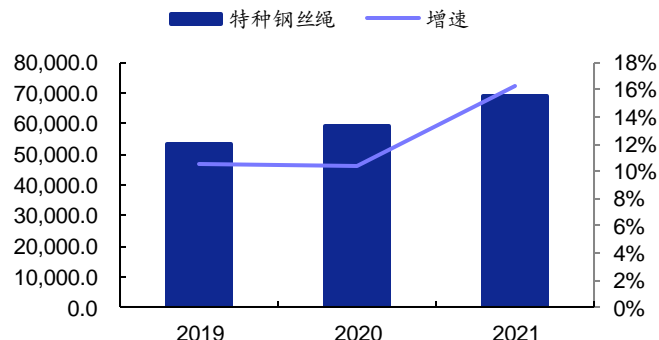
展态势。2019-2021 年公司特种钢丝绳生产量分别为 53644 吨、59313 吨和 71719 吨，分别同比增长 8.19%、10.57%和 20.92%，特种钢丝绳产能利用率持续提高；特种钢丝绳销售量分别为 53605 吨、59184 吨和 68810 吨，分别同比增长 10.55%、10.41%和 16.26%，整体呈现出供销两旺的特点，预计随着未来行业需求的释放，特种钢丝绳业务仍具有较好的成长空间。

图 11: 2019-2021 年公司特种钢丝绳产量及增速 (吨; %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 2019-2021 年公司特种钢丝绳销量及增速 (吨; %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2. 外延扩张进军建筑设计, 区域深耕业绩加速释放

### 2.1. 外延扩张收购同人设计, 打造公司增长第二曲线

公司在聚焦主业的同时, 积极进行战略转型。2020 年 4 月公司拟以现金支付方式收购同人建筑设计(苏州)有限公司(以下简称“同人设计”)的 100% 股权, 2020 年 5 月公司完成对同人设计的收购, 支付对价 2.55 亿元, 分 5 期支付, 即 10000 万元、5300 万元、3060 万元、3060 万元和 4080 万元, 到目前为止, 公司已经支付 2 期交易对价。同人设计的前身是成立于 1987 年 11 月苏州市电子建筑设计室, 于 2001 年由事业单位转制为民营科技企业, 下设方案创作设计部、建筑设计部、结构设计部、设备设计部、景观设计部、室内装修设计部。同人设计拥有建筑设计甲级资质, 主要从事建筑装饰、建筑幕墙、轻型钢结构、建筑智能化系统、照明、消防等工程设计, 业务领域涵盖住宅、商业、办公、教育及医疗等领域。根据同人设计官网信息, 目前同人设计拥有各类专业设计人员 120 多人, 其中国家一级注册建筑师 4 人、国家一级注册结构工程师 8 人、高级工程师 26 人、工程师 70 余人, 是苏州市规模相对较大的建筑设计企业。公司收购了同人设计, 进军建筑设计领域, 实现了公司双主业发展的态势, 打造了公司第二增长曲线。根据同人设计业绩承诺, 2020-2022 年同人设计扣非后净利润预计分别不低于 2500 万元、3000 万元和 3500 万元, 2020-2021 年同人设计实际完成业绩分别为 2567 万元和 2969 万元, 完成率分别为 102.68%和 98.97%, 分别占当年归母净利润的 47.74%和 52.13%。

图 13: 同人设计股权对价款支付安排 (万元)

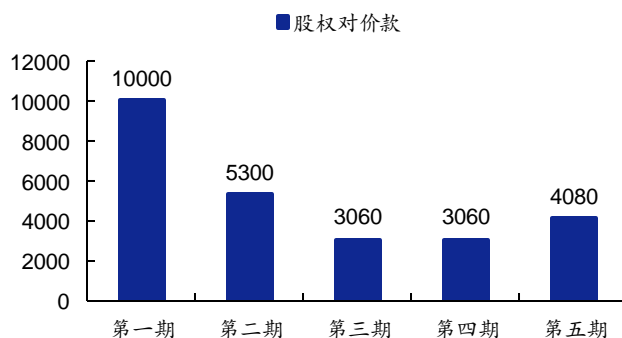
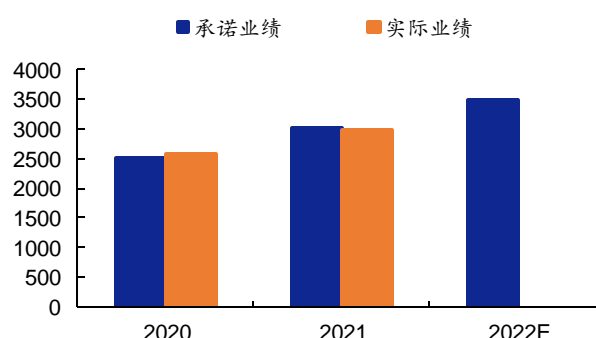


图 14: 同人设计业绩承诺及完成情况 (万元)

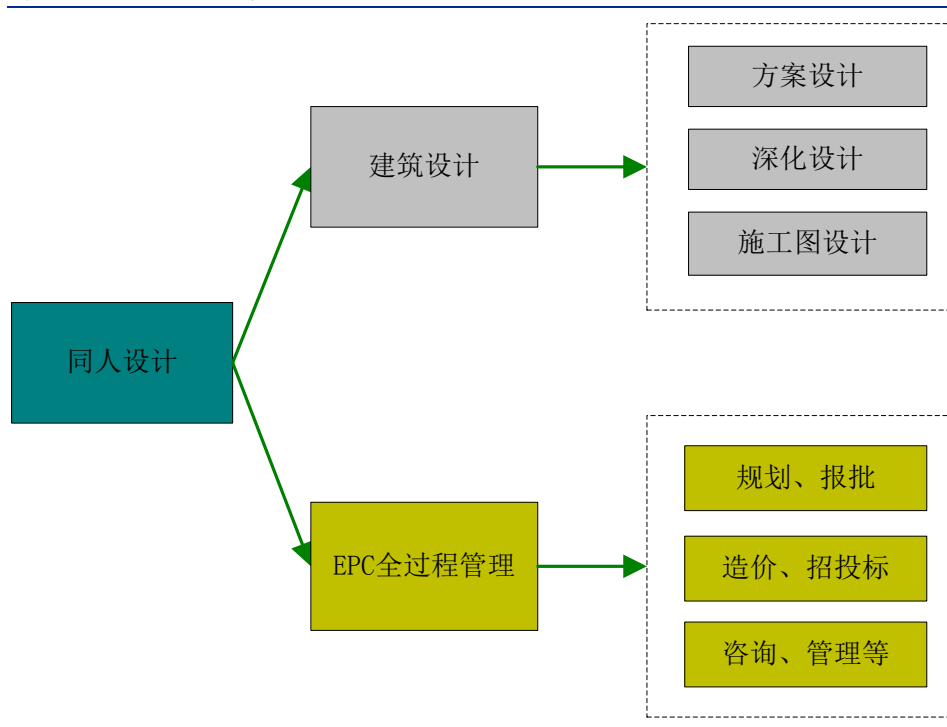


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

同人设计主要从事建筑设计及EPC工程管理等业务,建筑设计业务主要聚焦项目方案设计、深化设计、施工图设计等,设计项目主要是园区厂房、公交枢纽等项目,服务于经开区及区域交通发展,如苏州新中医药科技有限公司翻建厂房设计项目和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项目;EPC工程管理工作为EPC全过程管理,涵盖了EPC项目规划、报批、造价、咨询、管理等,项目主要为公租房、安居房、工业厂房的EPC项目,如新思家园六期安置小区EPC项目、吴中优辉投资翻建生产用房EPC项目和石湖东岸鑫尚云庭安置房EPC项目等。通常情况下,同人设计以组建联合体的方式参与EPC项目,拿下EPC项目后,同人设计主要承担EPC项目的全过程管理及项目设计业务,工程施工不在业务范围之内。根据同人设计介绍,同人设计EPC工程管理及建筑设计收入占到EPC项目总投资的5.5%-6.0%之间,其中全过程管理费率约3%,设计费率一般2.5%-3%。2021年以来,公司累计公告中标的EPC项目6个,中标金额合计30.1亿元,我们按照5.5%的费率计算,同人设计EPC全过程管理及建筑设计业务规模约1.66亿元,对公司业绩释放具有积极贡献。

图 15: 同人设计业务领域一览表



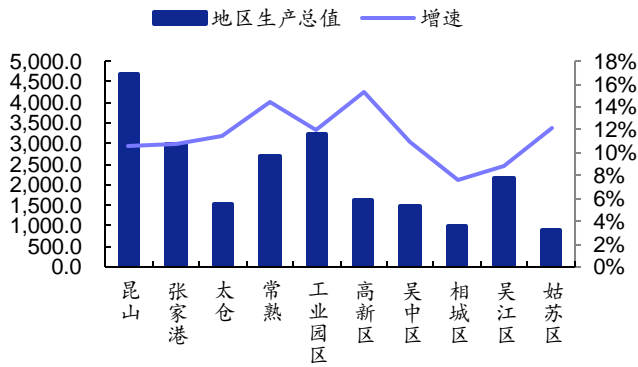
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 区域发展环境良好，经开区投资增速快

苏州市经济发展水平全国领先,2021年苏州市GDP全国城市排名第六位,人均GDP全国城市排名第五位。2021年全市实现生产总值22718.3亿元,同比增长8.7%。其中,第一产业增加值189.7亿元,同比下降0.8%;第二产业增加值10872.8亿元,同比增长9.5%;第三产业增加值11655.8亿元,同比增长8.1%。从各市县来看,昆山市排名第一,GDP约4700亿元;工业园区排名第二,GDP约3250亿元;张家港市排名第三,GDP约3200亿元;吴中区排名第八,GDP约1500亿元。苏州市固定资产投资保持较快增长,2021年全市固定资产投资完成额5660.6亿元,同比增长8.3%,两年平均增长7.5%;其中工业投资1604.8亿元,增长5.0%;第三产业投资4041.6亿元,增长9.5%;基础设施投资641.2亿元,比上年增长10.4%。江苏省建筑业发达,2021年江苏省建筑业总产值38244亿元,以绝对优

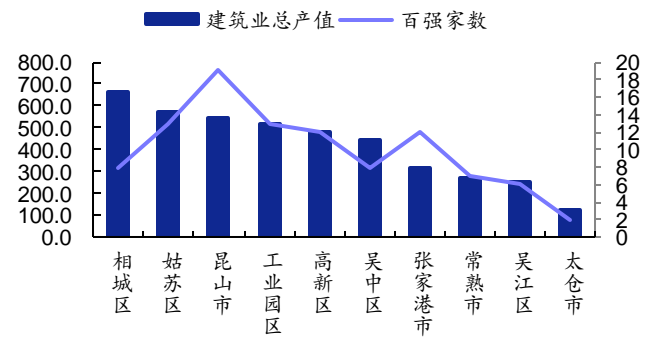
势继续领跑全国，排名第二的浙江省建筑业总产值 23011 亿元。苏州市建筑业发展态势良好，2021 年全市建筑业总产值 4181 亿元，同比增长 12%，较 2019 年增长了 33%，继续保持较高的增速。从各市县来看，建筑业总产值相城区排名第一，达到 668 亿元；姑苏区排名第二，达到 570 亿元；昆山市排名第三，达到 554 亿元；吴中区排名第六，达到 440 亿元。

图 16：2021 年苏州各区县 GDP 及增速（亿元；%）



资料来源：苏州市人民政府网站，安信证券研究中心

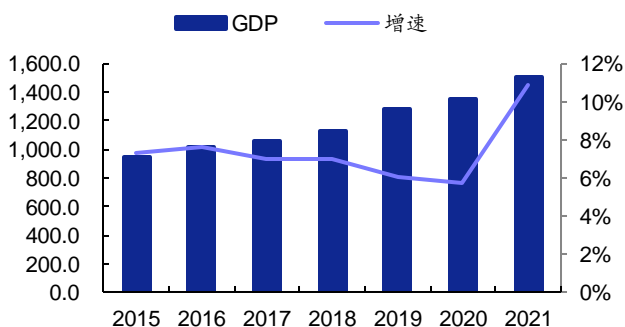
图 17：2021 年苏州各区县建筑总产值（亿元）及百强家数



资料来源：苏州市人民政府网站，安信证券研究中心

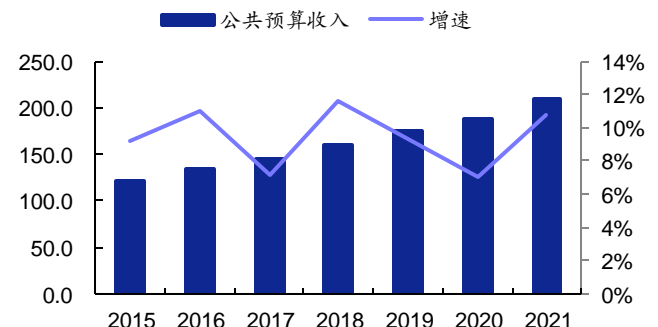
吴中区地处苏州市域地理中心和长江三角洲经济圈腹地，北与苏州古城、工业园区、高新区接壤，南临吴江区，东接昆山，西衔太湖，与上海、杭州、南京均在 2 小时交通圈内。全区拥有陆地面积 745 平方公里，太湖水面 1486 平方公里，占太湖面积的五分之三，下辖 1 个国家级太湖旅游度假区、1 个国家级经济技术开发区、1 个国家级农业园区、1 个省级高新技术产业开发区以及 7 镇 7 街道，户籍人口 70.5 万，常住人口 138.9 万。吴中区经济总量在全市排名第八位，但增长相对较快。2021 年全区 GDP 约 1500 亿元，增速 10.91%，高出全市 2.21 个百分点；一般公共预算收入 208.3 亿元，增速 10.8%，高出全市 1.8 个百分点；固定资产投资 658.7 亿元，增速 10%，高出全市 1.7 个百分点。根据苏州市吴中区人民政府发布的《2022 年吴中区政府工作报告》，2022 年吴中区将优化重点项目结构，开展“重点项目提质年”活动，确保 250 个区级重点项目完成投资 500 亿元，确保完成工业投资超 130 亿元；推动城乡面貌改善，加快美丽宜居城市建设，完成城镇老旧小区综合改造项目 10 个；全面提升基建品质，启动东山大道改造、东欣路改造、胜浦大桥南连接线等项目，加快推进吴淞江整治，加快实施京杭运河局部节点后续工程等。

图 18：2015-2021 年吴中区 GDP 及增速（亿元；%）



资料来源：吴中区人民政府网站，安信证券研究中心

图 19：2015-2021 年吴中区公共预算收入及增速（亿元；%）



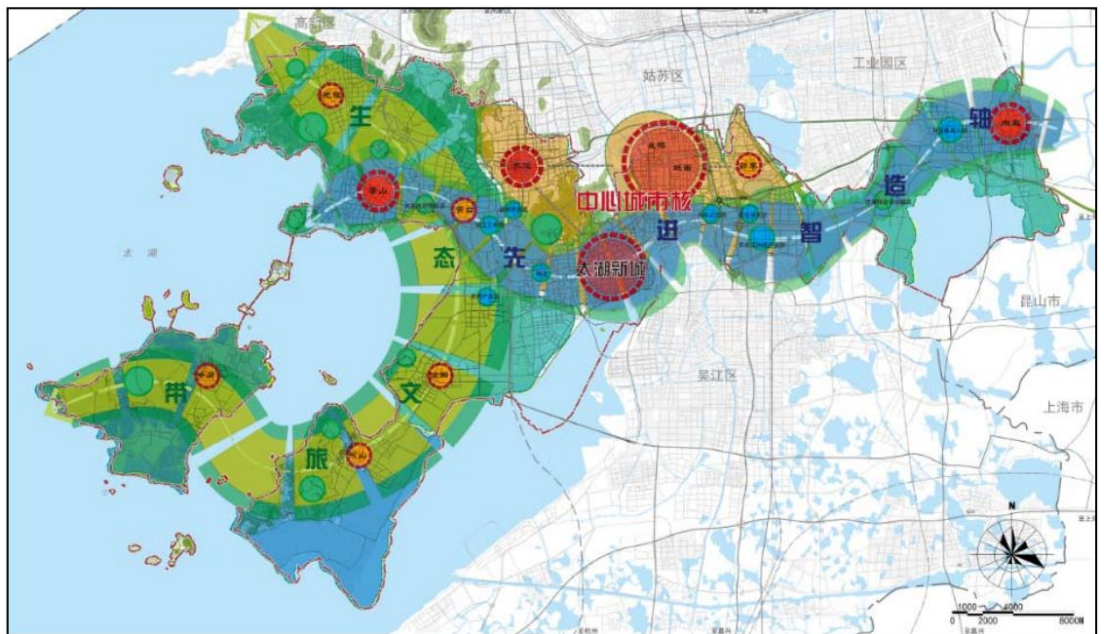
资料来源：吴中区人民政府网站，安信证券研究中心

2021 年 10 月江苏省自然资源厅批复了《苏州市吴中区国土空间规划近期实施方案》，吴中区总体空间格局：“一核一轴一带”，即中心城市核、先进制造轴、生态文旅带。中心城市核包括高新区下辖全域、开发区下辖城南街道全域、越溪东部片区及太湖街道全域，主要聚焦优势产业和前沿技术，发挥苏州主城区南中心的枢纽作用，培育技术创新、创业孵化、人才集



聚、营运总部和科技金融等基地。先进制造轴以吴中经济技术开发区为引领，串联角直、郭巷全域，越溪、木渎、横泾、胥口、光福、临湖和东山部分地区，包含“十四五”期间制造业重点发展载体和存量更新重点领域，围绕“一轴贯通，多极联动”空间布局，培育一批百亿级战略性新兴产业园区、一批百亿级龙头企业，加快创新转型和空间效益提升。生态文旅带以苏州太湖国家旅游度假区、苏州生态涵养发展实验区为引领，包括香山、金庭下辖全域，以及胥口、光福、东山、木渎、横泾和临湖的部分地区，以保护太湖自然和文化“双遗产”为目标，坚持“发展保护两相宜，质量效益双提升”，扩大生态容量，探索在好环境发展新经济的新模式，全力打造生态型休闲旅游度假目的地和创新型新兴服务业高地。《苏州市吴中区国土空间规划近期实施方案》新增建设用地 206.6666 公顷，其中城镇开发边界内布局新增建设用地 196.0418 公顷，涉及 472 个地块，占比 94.86%；城镇开发边界外新增建设用地 10.6248 公顷，涉及 79 个地块，占比 5.14%。

图 20：吴中区总体空间格局：一核一轴一带



资料来源：吴中区人民政府网站，安信证券研究中心

经开区是 1993 年 11 月经江苏省人民政府批准的首批省级经济开发区之一，2012 年 12 月正式升格为国家级经济开发区，规划面积 150 平方公里，下辖 4 个街道办事处，33 个村（社区），总人口 41.7 万人，常住人口 14 万人。经过近 30 年的发展，经开区形成了以河东高新工业园、东吴工业园、旺山高科技工业园、吴中出口加工区、东太湖科技金融城、吴淞江科技产业园“四园一区一城”的产业载体和以城南建成区、越溪城市副中心、尹山湖·独墅湖双湖新城区和太湖新城吴中片区“三湖一中心”为总体框架的城市板块，已经发展成为苏州城南先进制造业的集聚区和现代化的新城。开发区致力于集聚转型升级新产业，主抓两条线，即高端工业科技产业、高端现代服务业；壮大“5+5”，即电子信息、生物医药、装备制造、精密机械、新能源新材料等 5 大工业科技产业，检验检测及认证、服务贸易、金融、设计、文体旅游等 5 大高端现代服务业，吸引了来自 20 多个国家、地区以及国内各个省市的中外企业 4000 多家。经开区的新能源产业主要是以新能源汽车行业和氢能行业为主，涵盖机电、电控、动力电池充电桩、水电解质氢设备、氢燃料电池、氢能研发等，重点突出智能电池和新能源汽车配件，形成从关键零部件到成套系统的产业体系。目前，经开区内已拥有三洋能源、竞立制氢、氢洁能源等新能源行业代表企业。2021 年 12 月经开区牵手宁德时代，宁德时代拟在经开区投资 34 亿元建厂，重点发展电动能效优化解决方案等在内的前



沿研发项目，预计 2022 年 6 月开工建设，宁德时代的进驻对经开区新能源产业发展产生积极影响，带动新能源产业链发展，夯实壮大经开区新能源产业。

图 21：吴中经开区区位示意图



资料来源：吴中区人民政府网站，安信证券研究中心

### 2.3. 区域深耕战略发力，新签订单高速增长

同人设计采取区域深耕的发展战略，聚焦吴中区建筑设计及 EPC 工程管理市场，挖掘建筑设计、EPC 工程管理等业务机会。同人设计实行院长负责制，院长下面设有业务部、内装部、设计部和 EPC 部门，设计部下方案所、土建施工图组，土建施工图组又分为建筑组、结构组、机电组、给排水组和暖通组；EPC 部门下设项目组，根据具体项目设立项目组，主要承担具体项目的规划、咨询、报批、招投标等全过程业务。同人设计是历史悠久、建筑设计甲级、综合实力较强的建筑设计企业，服务于吴中区基础设施建设、园区建设和安居工程建设等，随着吴中区快速发展，同人设计新签订单高速增长。2020 年同人设计承接的建筑设计及 EPC 工程管理业务合同金额累计为 10.4 亿元，是 2020 年同人设计营业收入的 16.40 倍；2021 年同人设计累计承接的建筑设计及 EPC 工程管理业务合同金额累计为 30.2 亿元，同比增长 190.39%，是 2021 年同人设计营业收入的 31.71 倍。从重大订单来看，2020 年 5 月以来，同人设计累计公告中标重大建筑设计及 EPC 工程管理项目 12 个，中标金额合计 30.60 亿元，其中建筑设计订单 0.50 亿元，占比 1.65%；EPC 工程管理项目中标金额合计 30.10 亿元，占比 98.35%。2021 年吴中区固定资产投资达到 658.7 亿元，同人设计中标订单占固定资产投资的比重仅 4.65%，2022 年 3 月经开区推出了 50 个总投资 278.8 亿元的重大项目，预计将对同人设计的发展产生积极影响。

表 1：2021 年以来同人设计重大项目中标情况（单位：百万元）

| 序号 | 项目名称                         | 中标时间       | 项目金额  | 中标工期 |
|----|------------------------------|------------|-------|------|
| 1  | 苏州吴中生物医药产业园发展有限公司高标准厂房三期项目设计 | 2022/2/16  | 7.92  | 60 天 |
| 2  | 苏州新申医药科技有限公司翻建厂房项目设计         | 2022/2/16  | 10.82 | 75 天 |
| 3  | 腾越精密一期厂房项目设计                 | 2021/12/21 | 5.89  | 60 天 |

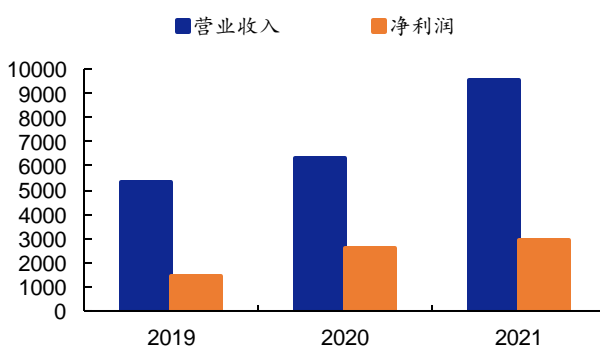
|    |                                  |            |         |       |
|----|----------------------------------|------------|---------|-------|
| 4  | 腾越精密二期厂房项目设计                     | 2021/12/21 | 2.35    | 60 天  |
| 5  | 尹东集体宿舍楼（公租房）项目工程总承包（EPC）         | 2021/12/6  | 468.34  | 800 天 |
| 6  | 国泰集体宿舍楼(公租房)项目工程总承包（EPC）         | 2021/11/12 | 319.66  | 666 天 |
| 7  | 新思家园六期安置小区 EPC 工程总承包             | 2021/9/27  | 647.07  | 910 天 |
| 8  | 苏地 2020-WG-71 号地块 EPC 工程         | 2021/8/23  | 662.88  | 900 天 |
| 9  | 石湖东岸蠡尚云庭安置房项目设计（勘察）总承包项目         | 2021/5/25  | 13.92   | 110 天 |
| 10 | 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 | 2021/3/8   | 9.50    | 105 天 |
| 11 | 翻建生产用房项目（EPC）工程                  | 2021/2/2   | 417.05  | 700 天 |
| 12 | 苏地 2020-WG-33 号地块 EPC 工程         | 2021/1/19  | 495.09  | 910 天 |
| 合计 |                                  |            | 3060.49 |       |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.4. 区内市占率有望提高，业绩快速释放可期

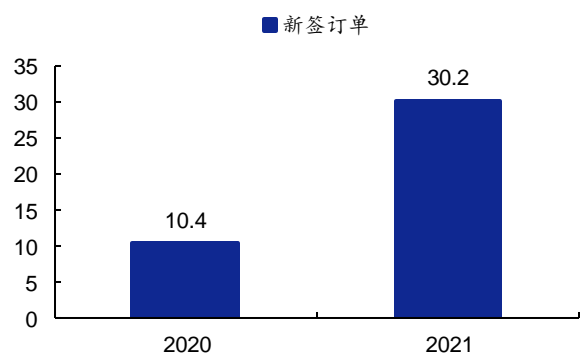
同人设计是一家扎根吴中，深耕吴中的建筑设计企业，吴中区经济发展、社会进步对其影响深远。公司通过并购方式将同人设计纳入上市公司后，同人设计借助上市平台及区内的资源优势，业务发展日新月异。根据公司年报，2020 年同人设计承接了 10.4 亿元的 EPC 项目订单，2021 年又承接了 19.8 亿元 EPC 项目的订单，业务量及区内市占率均显著提高。从公告的订单来看，同人设计重大订单均来自吴中区，新签订单涉及到设计咨询、EPC 工程管理两大业务板块，具体项目涵盖工业厂房、公租房、安居工程、交通基础设施等领域，吴中区城市更新、片区开发、园区建设、城中村改造、基建投资、房地产等发展对同人设计影响十分显著，预计“十四五”期间同人设计将充分受益于吴中区的“大建设、大发展”，区内市占率有望在股东的支持下进一步提高。作为深耕吴中的建筑设计公司，随着设计能力提高和上市公司平台支持，综合竞争力的有望增强，“走出去”势在必行。同人设计在苏州和无锡均具有“主场”优势，凭借上市公司、吴中区国资的支持，有望将业务延伸到苏州、无锡市场，区外业务开拓值得期待，助力同人设计业绩释放。2020-2021 年同人设计扣非后净利润分别为 2567 万元和 2969 万元，从在手订单和未来新签订单情况来看，同人设计的业绩增速有望提速，有望超过公司业绩增速，建筑设计业务利润占比仍将持续提高，成为公司最主要业务板块，打造了公司第二成长曲线。

图 22：2019-2021 年同人设计营收及利润（万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：2020-2021 年同人设计 EPC 累计新签订单（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

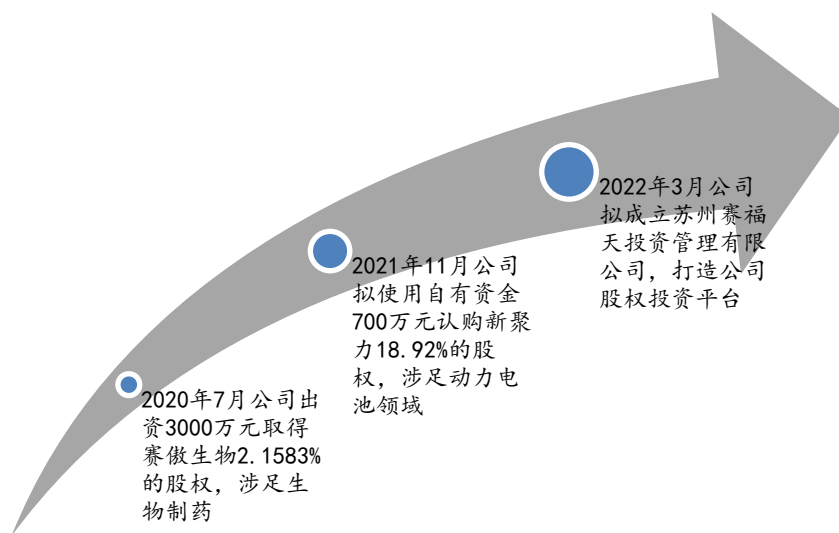
## 3. 股权投资力度加大，动力电池值得期待

### 3.1. 成立投资管理公司，股权投资力度加大

公司所处行业相对成熟，稳定发展可能性较大。为了谋划公司长期发展和抓住新产业的机会，公司积极进行股权投资。2020 年 7 月公司出资 3000 万元取得了上海赛傲生物技术有限公司

(以下简称“赛傲生物”) 2.1583%的股权, 迈出了公司股权投资的第一步。赛傲生物长期专注于细胞药物的研发和生产、细胞临床治疗技术的研发及转化、细胞制备及存储服务, 总部位于上海, 在北京、广州、重庆、徐州、杭州设立有子公司, 拥有国际标准的 cGMP 细胞制备存储中心, 并且获得国际权威认证机构 NQA “人体免疫细胞、干细胞的制备、检测和存储服务” 的 ISO9001 国际质量管理体系认证, 是一家集科研、转化、生产、服务为一体的综合型细胞治疗高科技企业。2021 年 11 月公司拟使用自有资金 700 万元认购无锡新聚力科技有限公司 (以下简称“新聚力”) 18.92% 的股权, 股权投资业务再下一城。新聚力主要从事为动力电池生厂商提供定制化、智能化物流成套系统的研发即销售, 主要为客户提供设计、开发和制造新能源动力电池全自动化物流成套系统、智能化仓储系统、无人搬运机器人、自动化输送分拣系统、自动化成套测试物流设备系统、自动化物流软件系统的方案设计, 以及智慧工厂信息管理服务, 提供集数据仿真、设备制造、安装调试、售后服务于一体的解决方案。为了更好地开展股权投资业务, 理顺股权投资管理架构, 2022 年 3 月公司拟成立苏州赛福天投资管理有限公司 (暂定名), 注册资本金 1 亿元, 主要立足公司长远战略规划, 加快公司产业布局, 提升公司综合竞争力及企业品牌影响力, 股权投资业务有望加码。

图 24: 公司股权投资重要事件

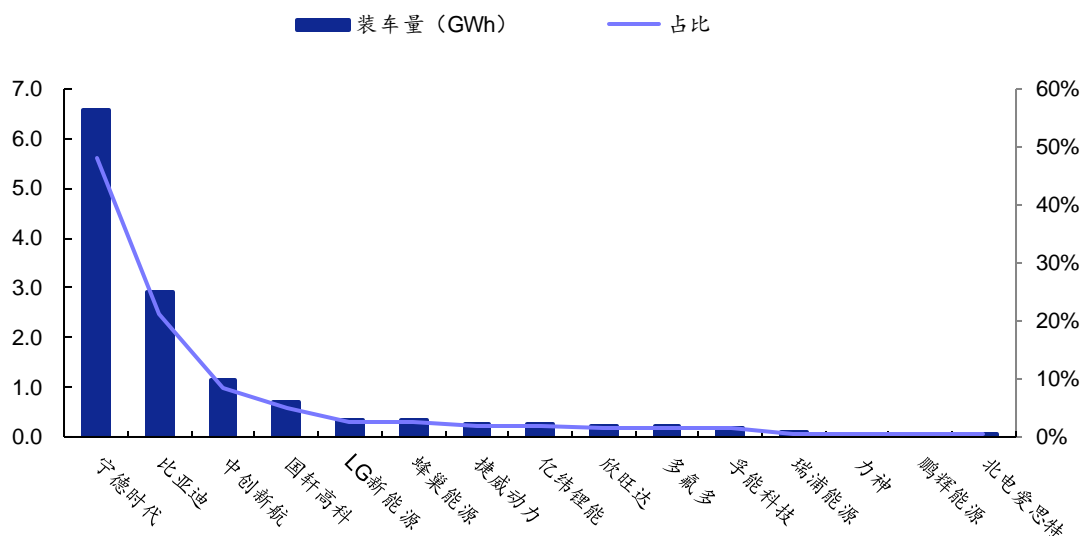


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3.2. 电力电池需求爆发, 产业布局恰逢其时

在“双碳”背景下, 新能源车需求强劲释放。根据 DIGITIMES Research 数据, 2021 年全球新能源车销量 631 万辆, 同比增长 101%; 根据中汽协数据, 中国新能源车销量 352 万辆, 同比增长 160%。2022 年 1-2 月中国新能源汽车产销量分别为 82.0 万辆和 76.5 万辆, 分别同比增长 1.6 倍和 1.5 倍, 新能源汽车供需两旺, 未来发展前景广阔。新能源汽车市场的高景气带动动力电池需求强劲增长, 动力电池行业整体呈现供不应求的态势, 即使工厂所有生产线满负荷运转, 加班加点都难以保证新能源车电池供给, 供给不足是当前动力电池行业的主要瓶颈。从装机量来看, 宁德时代是全国动力电池绝对龙头, 截至 2022 年 2 月宁德时代装机量 6.57GWh, 市场份额 48.02%, 比亚迪装机量 2.9GWh, 市场份额 21.24%; 中创新航 (前身是“中航锂电”) 装机 1.15GWh, 市场份额 8.44%; 国轩高科、LG 新能源、蜂巢能源、捷威动力、亿纬锂能、欣旺达、多氟多等动力电池企业装机量相对较小, 装机量均在 0.7GWh 及以下, 合计为 2.58GWh, 市场份额合计为 19.56%。从产能的地域分布来看, 江苏省有动力电池电芯企业近 40 家, 宁德时代、中航锂电等动力电池龙头企业均在江苏省。2021 年江苏省动力电池产能、产销分别占全国的 44.7%、46.5%, 占据全国动力电池行业的“半壁江山”。

图 25：2022 年 2 月国内动力电池企业装车量前五名



资料来源：中商情报网，安信证券研究中心

动力电池系统集成是单体电池和整车之间的桥梁，根据智研咨询，2019 年国内共有 161 家企业实现动力电池装机配套，装机量由 2014 年的 7.85 万套增长至 2019 年的 124.19 万套，五年内实现装机量增长近 16 倍，2019 年行业规模对比 2018 年的峰值 655.27 亿元有所下滑，回落至 522.48 亿元。动力电池系统集成市场呈现三足鼎立的格局，行业参与者主要有电芯企业、整车企业和专业 PACK 企业，根据智研咨询，2019 年电池企业、车企和第三方 PACK 企业的市场份额分别为 67%、14%和 19%。新聚力是 2021 年 4 月成立于江苏省无锡市的动力电池系统集成服务提供商，主要为动力电池生产商提供定制化、智能化物流成套系统的研发及销售，能够提供集数据仿真、设备制造、安装调试、售后服务于一体的综合解决方案。新聚力智慧物流系统业务基于动力电池生产商完整的产业链、核心设备自主研发制造、行业服务能力、丰富的多行业经验、客户资源广泛且优质等优势，为客户提供定制化的智慧物流系统集成综合解决方案，使客户实现物料出入库、存储、无人输送与搬运、生产、分拣与拣选、配送、生产上下料、数据分析等物流输送流程实现自动化、信息化和智能化，帮助客户物流系统工程实现一站式作业，大大提升物流系统的效率和准确性、节约人力成本、减少土地占用，为客户持续创造价值。新聚力紧邻无锡的宁德时代和常州的中创新航，能够近距离服务动力电池生产企业，未来将充分挖掘无锡、苏州、常州等省内资源，做大做强动力电池系统集成业务。公司看好新能源未来发展空间，通过增长扩股加大对动力电池领域的布局，符合国家政策导向和公司战略布局，恰逢其实未来可期。

图 26：2014-2019 年我国动力电池 PACK 行业装机量及市场规模 (万套; 亿元)

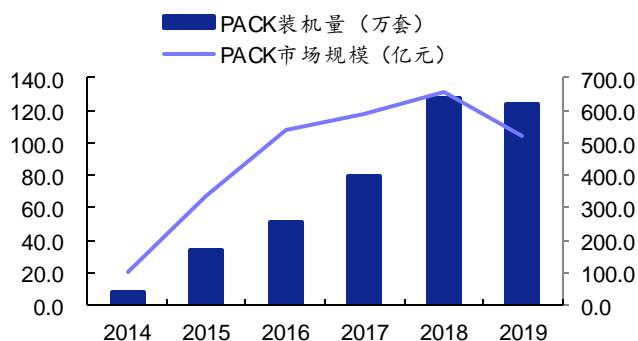
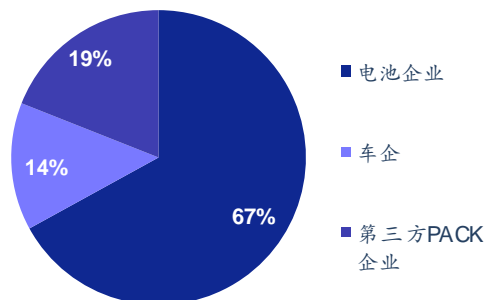


图 27：2019 年我国动力电池 PACK 市场格局





资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

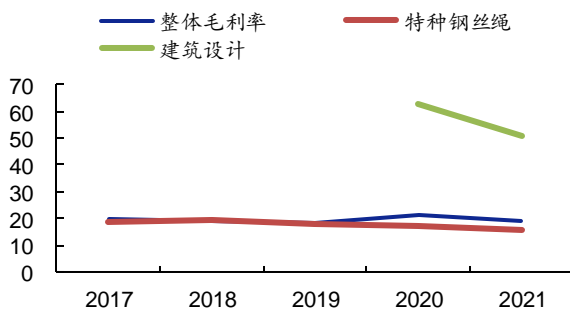
资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

## 4. 负债率低盈利能力提高，订单充足未来增长可期

### 4.1. 盈利能力有所提高，资产负债率相对较低

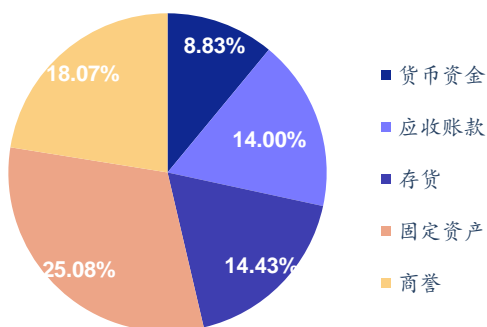
随着同人设计的并表，公司盈利能力持续提高。2018-2021 年公司毛利率分别为 19.37%、18.43%、21.02%和 19.31%，公司毛利率呈现出快速提升的态势。分业务看，特种钢丝绳毛利率受钢材价格波动影响整体呈现下降趋势，2018-2021 年特种钢丝绳毛利率分别为 19.05%、18.22%、17.15%和 16.02%；建筑设计毛利率较高，2020-2021 年毛利率分别为 63.13%和 50.51%。毛利率的提高增强公司盈利能力，2018-2021 年公司净利率分别为 3.09%、2.27%、7.17%和 6.28%，ROE（加权）分别为 2.44%、2.04%、7.34%和 7.28%，预计未来两年公司净利率和 ROE 仍将呈现上行态势。公司资产主要由货币资金、应收账款、存货、固定资产和商誉组成，2021 年分别占总资产的 8.83%、14.00%、14.43%、25.08%和 18.07%，公司应收账款、存货和固定资产质量高，减值可能性相对较小；公司商誉是收购同人设计形成的，目前同人设计经营情况良好，业绩快速释放，发生减值计提的概率较低，公司资产质量高。同时，公司负债较少，资产负债率呈现下降趋势。截至 2021 年末，公司短期负债 4.50 亿元，长期负债 0.49 亿元，总负债 4.99 亿元，银行借款仅 2.14 元。2018-2021 年公司资产负债率分别为 27.62%、19.24%、35.25%和 38.10%，虽然 2020-2021 年公司资产负债率提升明显，但是整体负债率处于相对较低位置。

图 28：2017-2021 年公司毛利率走势（%）



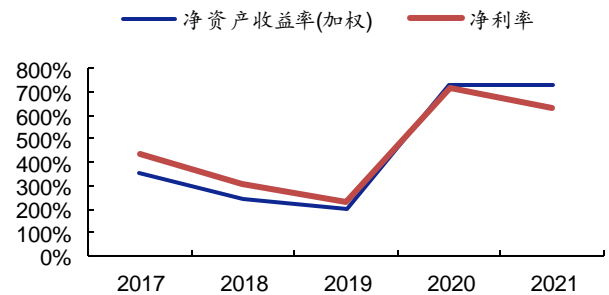
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：2021 年公司资产的主要构成



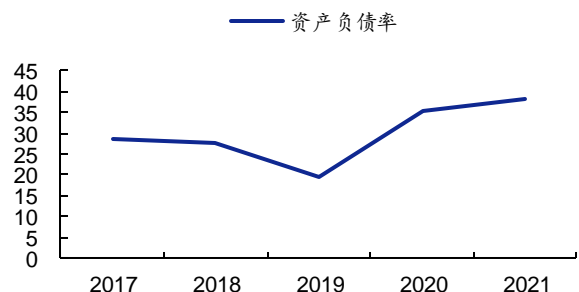
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：2017-2021 年公司净利率及加权 ROE（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：2018-2021 年公司资产负债率走势图（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

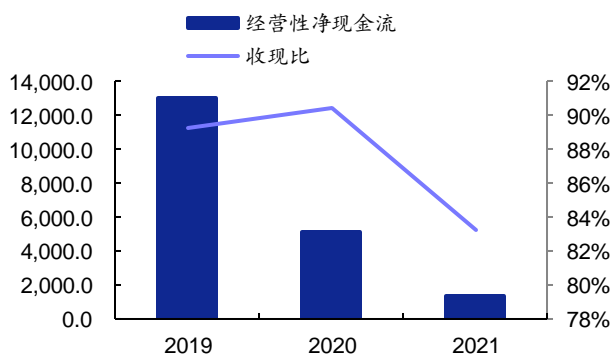
### 4.2. 现金流总体表现良好，资产周转率处于上升趋势

2019-2021 年公司经营性现金流整体表现良好，销售商品提供劳务收到的现金分别为 5.64



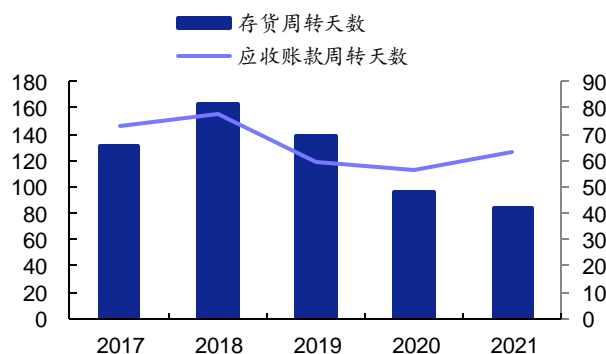
亿元、6.79 亿元和 7.63 亿元,分别同比增长 4.81%、20.28%和 12.35%,收现比分别为 0.89、0.90 和 0.83,呈现逐年提高的态势。较高的收现比助力公司现金流管理,2019-2021 年公司经营性净现金流分别为 13070 万元、5113 万元和 13534 万元,经营性现金流持续流入增强了公司内生增长动力。同时,公司资产周转率显著提高。2018-2021 年公司应收账款周转天数 77.73 天、59.67 天、56.29 天和 63.40 天,存货周转天数分别为 162.57 天、138.57 天、95.41 天和 83.52 天,应收账款周转率 4.63 次、6.03 次、6.40 和 5.68 次,流动资产周转率 1.03 次、1.27 次、1.55 次和 1.59 次,总资产周转率分别为 0.57 次、0.69 次、0.73 次和 0.74 次,资产周转率显著提升,说明公司销售能力持续提高,资金使用效率显著提升,经济效应持续变好,预计随着特种钢丝绳和建筑设计业务的快速发展,公司资产周转率仍有望进一步提高。

图 32: 公司经营性净现金流及收现比 (万元;%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 33: 2017-2021 年公司存货周转天数

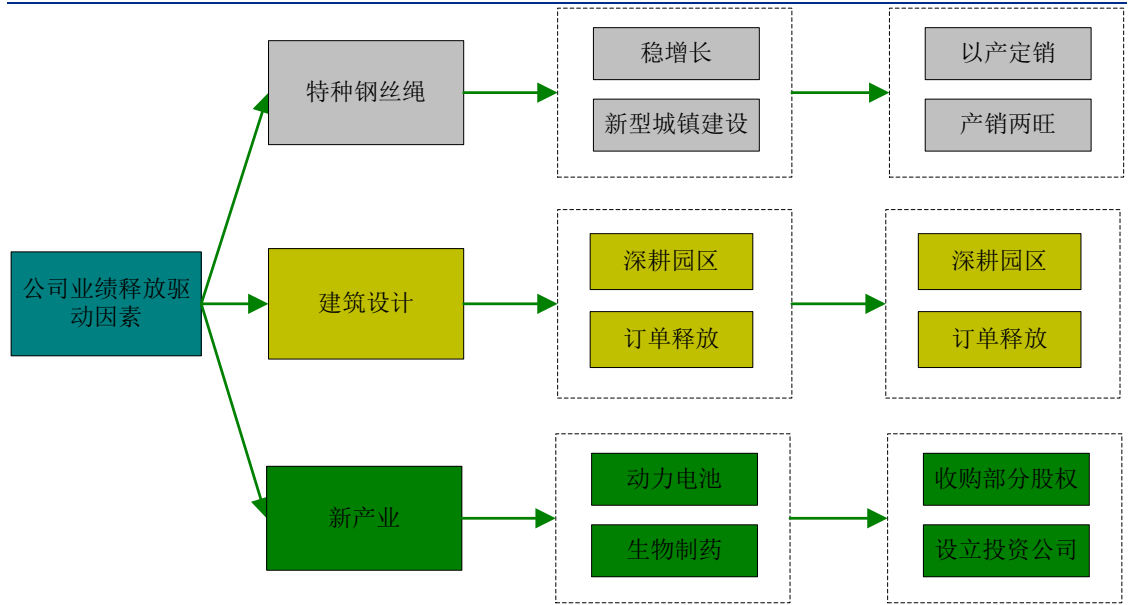


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4.3. 在手订单较为充足, 公司未来增长可期

公司业绩驱动主要来自于特种钢丝绳和建筑设计两大业务板块。特种钢丝绳以销定产, 市场需求、产能及产能利用率决定了特种钢丝绳业务规模。2021 年公司特种钢丝绳产量为 7.17 万吨, 公司可以根据市场需求提高特种钢丝绳的产能。2018 年以来, 国家大力推进新型城镇化建设, 加快旧城改造、城市更新和片区开发, 电梯需求强劲。同时, 国家出台了稳增长政策, 基建投资保持较高水平, 工程机械需求强劲, 起重用钢丝绳需求释放。新型城镇化和稳增长政策带动了公司特种钢丝绳业务快速增长, 2018-2021 年特种钢丝绳业务收入分别为 5.05 亿元、5.98 亿元、6.57 亿元和 7.82 亿元, 分别同比增长-1.07%、18.32%、9.94%和 18.96%, 预计未来 2-3 年公司特种钢丝绳业务仍将保持稳健增长。建筑设计业务增长的主要驱动力是新签订单, 同人设计 2020 年承接的 EPC 业务订单 10.4 亿元, 2021 年承接的 EPC 业务订单 19.8 亿元, 按照 5.5%的费率计算, 预计 EPC 全过程管理及设计业务对应的业务量分别为 1.66 亿元。2022 年 2 月同人设计中标 2 个高标准厂房设计订单, 订单金额合计 1874 万元, 为同人设计业绩释放提供订单支撑。目前, 同人设计在手订单充足, 全年新签订单值得期待, 订单收入比较高, 预计未来 2-3 年同人设计业务将保持较高的增速, 预计增速显著高于公司整体增速, 带动公司快速增长。同时, 公司积极布局新产业, 收购了新聚力部分股权, 动力电池新能源领域迈出第一步, 新产业助力公司未来几年增长。

图 34：公司未来成长的主要驱动因素

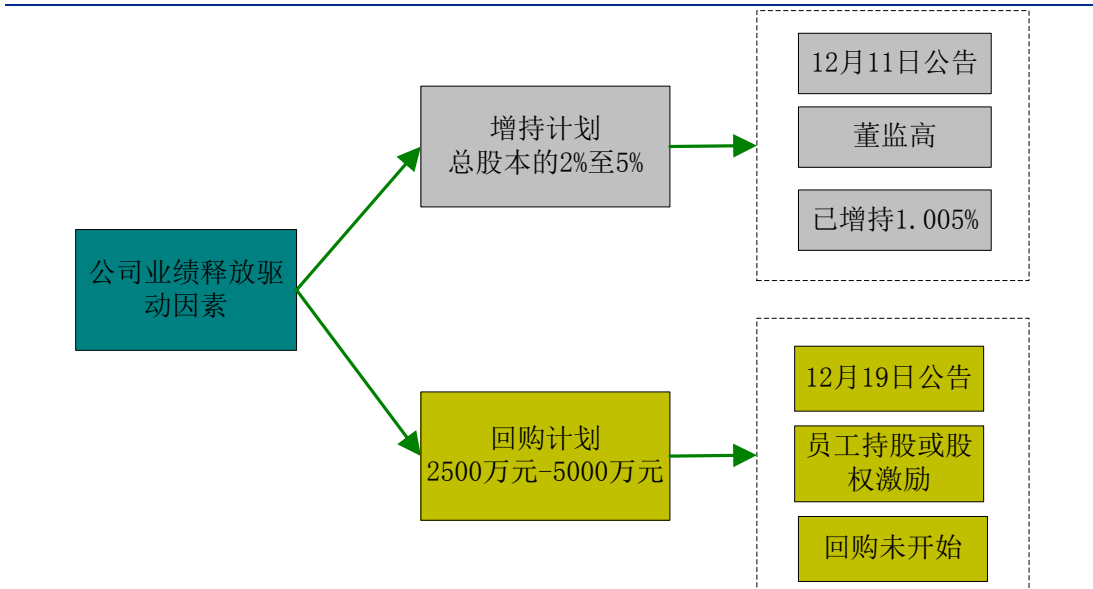


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.4. 董监高增持彰显对价值认可，回购计划助力公司成长

2021年11月公司发布公告，公司董事长沈生泉先生、总经理林柱英先生及控股子公司江苏赛福天机电技术服务有限公司执行董事俞文先生计划自本公告披露日起6个月内拟合计增持公司股份不低于5,740,800股，不低于公司总股本的2%，不超过公司总股本的5%，拟增持股份的价格不超过25元/股，增持主体将根据公司股票的价格波动情况及资本市场的整体趋势择机增持，董监高的积极增持彰显出对公司价值的认可。截至2022年3月17日，沈生泉先生累计增持35000股，占公司股份总数的0.012%；林柱英先生累计增持148,630股，占公司股份总数的0.052%；俞文先生累计增持2,780,770股，占公司股份总数的0.969%；增持主体累计增持2,883,670股，占公司股份总数的1.005%。2022年4月公司发布公告，拟用2500万元至5000万元的自有资金或自筹资金回购公司股份，回购价格不超过13.8元/股，按最高回购价计算，预计回购的股份占公司总股本的0.63%至1.26%，回购的股份全部用于股权激励或员工持股计划。董监高的积极增持彰显出管理层对公司价值的认可，上市公司回购并用于股权激励或员工持股有助于激发管理效率及员工积极性，助力公司未来成长。

图 35：公司未来成长的主要驱动因素



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5. 双轮驱动业绩高增长，新产业提升估值空间

### 5.1. 盈利预测：双轮驱动业务高增长，结构优化毛利率提高

特种钢丝绳业务收益于新型城镇建设、城市更新、旧区改造、稳增长政策，行业需求持续释放，公司特种钢丝绳业务板块整体呈现增长提速的态势。预计 2022-2024 年公司金属丝绳及其制品营业收入分别为 9.77 亿元、12.02 亿元和 14.43 亿元，分别同比增长 25%、23%和 20%。同时，公司建筑设计和 EPC 工程管理订单高速增长，建筑设计及工程管理业务业绩有望加速释放，预计 2022-2024 年建筑设计及 EPC 工程管理营业收入分别为 1.48 亿元、2.21 亿元和 3.21 亿元，分别同比增长 55%、50%和 45%。另外，公司纺织纤维等业务相对稳定，预计 2022-2024 年营业收入分别 0.46 亿元、0.51 亿元和 0.55 亿元，分别同比增长 20%、10%和 8%。基于上述预测，预计 2022-2024 年公司整体营业收入分别为 11.71 亿元、14.74 亿元和 18.19 亿元，分别同比增长 27.90%、25.90%和 23.36%。

表 2：公司分部盈利预测（单位：万元；%）

| 业务板块      | 2020     | 2021     | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 金属丝绳及其制品  | 65725.00 | 78186.00 | 97,733  | 120,211 | 144,253 |
| 增速        | 9.94%    | 18.96%   | 25.00%  | 23.00%  | 20.00%  |
| 建筑设计及 EPC | 6,340    | 9,523    | 14,761  | 22,142  | 32,106  |
| 增速        | 18.81%   | 50.22%   | 55.00%  | 50.00%  | 45.00%  |
| 纺织及其他     | 2,985    | 3,846    | 4,603   | 5,078   | 5,507   |
| 增速        | -12.21%  | 28.85%   | 19.68%  | 10.32%  | 8.46%   |
| 整体营业收入    | 75,050   | 91,556   | 117,097 | 147,431 | 181,866 |
| 增速        | 9.49%    | 21.99%   | 27.90%  | 25.90%  | 23.36%  |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

成本管控、自动化水平提高、产能利用率提升等均有利于特种钢丝绳毛利率提高，预计 2022-2024 年公司金属丝绳及其制品毛利率分别为 16.0%、16.5%和 17.0%。公司建筑设计及 EPC 工程管理业务毛利率预计随着规模扩大、人力成本上升、EPC 工程管理业务占比提高而下降，预计 2022-2024 年公司建筑设计及 EPC 工程管理业务毛利率分别为 55.0%、55.5%、56.0%。随着高毛利的建筑设计及 EPC 工程管理板块业务占比的提高，公司整体毛利率呈现上行态势，进而带动公司盈利能力增强。预计 2022-2024 年公司整体毛利率分别为

20.79%、22.23%和 23.76%，净利率分别为 6.82%、7.36%和 7.80%，加权 ROE 分别为 9.37%、11.69%和 13.80%。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.80 亿元、1.09 亿元和 1.42 亿元，分别同比增长 40.21%、35.90%和 30.67%；EPS 分别为 0.28 元、0.38 元和 0.49 元。

表 3：公司分部毛利率

|                 | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 整体毛利率           | 21.02% | 19.31% | 20.79% | 22.23% | 23.76% |
| 金属丝绳及制品毛利率      | 17.15% | 16.02% | 16.00% | 16.50% | 17.00% |
| 建筑设计及 EPC 管理毛利率 | 63.13% | 50.51% | 55.00% | 55.50% | 56.00% |
| 纺织业务毛利率         | 12.44% | 8.84%  | 13.00% | 13.00% | 13.00% |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 5.2. 公司估值：整体估值优势明显，未来估值提升可期

预计 2022-2024 年公司动态 PE 分别为 30.91 倍、22.75 倍和 17.41 倍，PB 分别为 2.90 倍、2.66 倍和 2.40 倍，公司估值呈现逐年下降趋势。目前，公司形成了“双主业”——特种钢丝绳和建筑设计，特种钢丝绳行业选取巨力索具、贵绳股份等作为可比公司，建筑设计及 EPC 工程管理我们选取尤安设计、筑博设计等作为可比公司。目前，4 家可比公司静态估值 PE (TTM) 分别为 148.25 倍、81.59 倍、15.44 倍和 14.69 倍，巨力索具和贵绳股份估值大幅高于公司，尤安设计和筑博设计估值显著低于公司，显示出特种钢丝绳整体估值水平较高，建筑设计整体估值水平较低，整体上公司估值优势较为明显。采取分部估值法，即特种钢丝绳板块估值+建筑设计板块估值。2021 年公司特种钢丝绳板块净利润约 2783 万元，建筑设计及 EPC 工程管理板块净利润 2969 万元，按照巨力索具和贵绳股份 PE (TTM) 均值 114.92 倍计算，公司特种钢丝绳板块估值约 32.0 亿元；按照尤安设计和筑博设计 PE (TTM) 均值 15.07 倍计算，公司建筑设计板块估值约 4.5 亿元，考虑到建筑设计板块毛利率高、增长快，建筑设计板块估值应能相对较高。公司两大主业增长较快，且积极布局新产业——生物医药和动力电池等，有助于提高公司估值水平。

表 4：可比公司估值分析

|           | 2021 年       |        |               |         |         |         |        |
|-----------|--------------|--------|---------------|---------|---------|---------|--------|
|           | 营业收入<br>(亿元) | yoy    | 归母净利润<br>(亿元) | yoy     | PE(TTM) | PB(LF)  | PEG    |
| 赛福天       | 9.16         | 21.99% | 0.57          | 5.93%   | 42.36   | 3.01    | 7.14   |
| 巨力索具      | 24.66        | 11.34% | 0.24          | -27.74% | 148.25  | 1.43    | -5.34  |
| 贵绳股份      | 25.29        | 18.74% | 0.31          | 2.80%   | 81.59   | 1.73    | 29.14  |
| 尤安设计      | 9.55         | 3.22%  | 3.04          | 4.01%   | 15.44   | 1.48    | 3.85   |
| 筑博设计      | 10.39        | 8.22%  | 1.51          | 8.95%   | 14.69   | 1.80    | 1.64   |
| 整体均值      |              |        |               |         | 60.47   | 1.89    | 7.29   |
| 赛福天/均值    |              |        |               |         | 70.06%  | 159.34% | 98.04% |
| 分部均值      |              |        |               |         |         |         |        |
| 特种钢丝绳     |              |        |               |         | 114.92  | 1.58    | 11.90  |
| 建筑设计及 EPC |              |        |               |         | 15.07   | 1.64    | 2.75   |

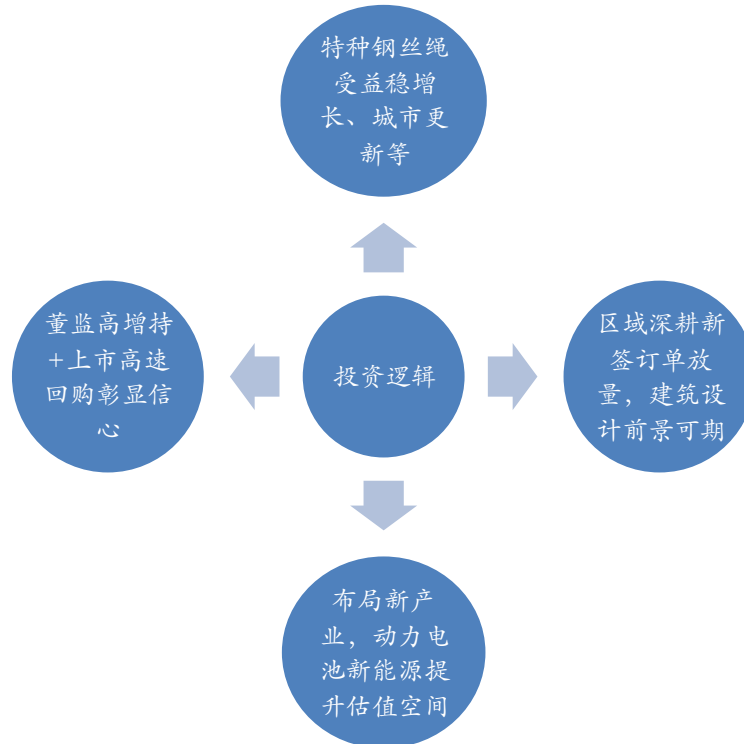
资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：截至 2022 年 4 月 21 日，筑博设计未披露 2021 年年报，营业收入、归母净利润及 PEG 均基于 Wind 一致盈利预

## 5.3. 投资建议：双轮驱动业绩高增长，新产业提升估值空间

公司是老牌特种钢丝绳研发、生产、销售企业，旗下的“大力牌”钢丝绳和“建峰牌”索具具有较强的品牌影响力，得到了电梯制造商、工程机械制造商、石油开采企业等认可和支持。近几年，公司深度受益新型城镇化建设、城市更新、旧城改造、基建稳增长政策，特种钢丝绳业务呈现加速增长的态势，产能利用率持续提高，业绩有望逐年释放。公司立足主业，不断拓展业务版图，通过外延扩张，涉足建筑设计领域，打造增长第二曲线。公司收购了深耕

吴中区的老牌建筑设计企业——同人设计，进军建筑设计及 EPC 工程管理领域，同人设计采取区域深耕战略，新签订单高速增长，业绩释放明显提速，且充分享受吴中区大建设、大发展的红利，未来快速成长可期。同时，公司立足经开区及股东资源优势，积极布局新产业，生物医药、动力电池等领域成为公司投资重点，尤其是动力电池领域或有较大发展空间，新产业助力公司估值水平提升。此外，董监高增持和上市公司回购彰显了公司价值，且用于激励有助于提高管理层及员工的积极性，推动公司较快发展。看好稳增长、城市更新、旧城改造下的“双主业”——特种钢丝绳和建筑设计发展前景，以及新产业布局对公司估值提升，维持“买入-A”评级，目标价 11.20 元，对应 2022 年动态 PE 为 40 倍。

图 36：公司投资逻辑核心要点



资料来源：安信证券研究中心

#### 5.4. 风险提示

钢价异常波动、行业竞争加剧、产品价格波动、市场占有率上升缓慢、股权投资失利、稳增长政策不及预期等风险。



## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |         |         |         |         |         | 财务指标           |        |       |          |       |       |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|-------|----------|-------|-------|
| (百万元)             | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   | (百万元)          | 2020   | 2021  | 2022E    | 2023E | 2024E |
| <b>营业收入</b>       | 750.5   | 915.6   | 1,171.0 | 1,474.3 | 1,818.7 | <b>成长性</b>     |        |       |          |       |       |
| 减:营业成本            | 592.7   | 738.8   | 927.5   | 1,146.6 | 1,386.5 | 营业收入增长率        | 18.8%  | 22.0% | 27.9%    | 25.9% | 23.4% |
| 营业税费              | 5.7     | 5.7     | 10.8    | 13.6    | 16.7    | 营业利润增长率        | 278.9% | 6.4%  | 38.4%    | 35.8% | 31.2% |
| 销售费用              | 13.9    | 14.9    | 19.9    | 26.5    | 36.4    | 净利润增长率         | 274.3% | 5.9%  | 40.2%    | 35.9% | 30.7% |
| 管理费用              | 47.8    | 52.6    | 74.4    | 109.1   | 141.5   | EBITDA 增长率     | 97.7%  | 12.8% | 23.8%    | 23.2% | 25.2% |
| 研发费用              | 26.3    | 29.0    | 39.4    | 49.4    | 65.5    | EBIT 增长率       | 213.4% | 17.7% | 32.2%    | 29.4% | 30.4% |
| 财务费用              | 3.6     | 5.0     | 7.4     | 3.4     | 3.5     | NOPLAT 增长率     | 190.8% | 9.7%  | 39.9%    | 29.4% | 30.4% |
| 资产减值损失            | -1.8    | -4.2    | 1.5     | 1.5     | 4.0     | 投资资本增长率        | 24.4%  | 13.7% | -1.8%    | -1.8% | 18.2% |
| 加:公允价值变动收益        | 0.1     | -1.1    | -       | -       | -       | 净资产增长率         | 6.8%   | 7.0%  | 5.3%     | 9.1%  | 10.8% |
| 投资和汇兑收益           | -       | -       | 5.0     | 5.0     | 5.0     | <b>利润率</b>     |        |       |          |       |       |
| <b>营业利润</b>       | 64.6    | 68.8    | 95.1    | 129.2   | 169.5   | 毛利率            | 21.0%  | 19.3% | 20.8%    | 22.2% | 23.8% |
| 加:营业外净收支          | 0.4     | -0.3    | 0.1     | 0.6     | 0.2     | 营业利润率          | 8.6%   | 7.5%  | 8.1%     | 8.8%  | 9.3%  |
| <b>利润总额</b>       | 65.1    | 68.5    | 95.3    | 129.9   | 169.7   | 净利润率           | 7.2%   | 6.2%  | 6.8%     | 7.4%  | 7.8%  |
| 减:所得税             | 11.2    | 11.0    | 14.7    | 20.0    | 26.1    | EBITDA/营业收入    | 12.4%  | 11.5% | 11.1%    | 10.9% | 11.0% |
| <b>净利润</b>        | 53.8    | 57.0    | 79.9    | 108.5   | 141.8   | EBIT/营业收入      | 8.8%   | 8.5%  | 8.8%     | 9.0%  | 9.5%  |
| <b>资产负债表</b>      |         |         |         |         |         | <b>运营效率</b>    |        |       |          |       |       |
|                   | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 固定资产周转天数       | 167    | 129   | 97       | 71    | 52    |
| 货币资金              | 119.9   | 115.7   | 93.7    | 117.9   | 145.5   | 流动营业资本周转天数     | 83     | 76    | 77       | 64    | 70    |
| 交易性金融资产           | -       | -       | -       | -       | -       | 流动资产周转天数       | 232    | 226   | 188      | 171   | 176   |
| 应收账款              | 140.3   | 185.3   | 107.4   | 261.1   | 244.1   | 应收账款周转天数       | 57     | 64    | 45       | 45    | 50    |
| 应收票据              | 8.0     | 0.2     | 16.1    | 3.3     | 6.8     | 存货周转天数         | 75     | 67    | 71       | 70    | 72    |
| 预付账款              | 25.8    | 34.5    | 30.3    | 47.2    | 54.1    | 总资产周转天数        | 491    | 488   | 390      | 323   | 294   |
| 存货                | 153.7   | 189.1   | 274.7   | 298.6   | 433.2   | 投资资本周转天数       | 315    | 306   | 252      | 197   | 172   |
| 其他流动资产            | 69.3    | 108.3   | 69.1    | 82.2    | 86.5    | <b>投资回报率</b>   |        |       |          |       |       |
| 可供出售金融资产          | -       | -       | -       | -       | -       | ROE            | 7.1%   | 7.0%  | 9.4%     | 11.7% | 13.8% |
| 持有至到期投资           | -       | -       | -       | -       | -       | ROA            | 4.6%   | 4.4%  | 6.6%     | 7.7%  | 9.2%  |
| 长期股权投资            | -       | -       | -       | -       | -       | ROIC           | 9.6%   | 8.5%  | 10.5%    | 13.8% | 18.3% |
| 投资性房地产            | 19.5    | 19.7    | 19.7    | 19.7    | 19.7    | <b>费用率</b>     |        |       |          |       |       |
| 固定资产              | 329.3   | 328.5   | 302.5   | 276.5   | 250.5   | 销售费用率          | 1.9%   | 1.6%  | 1.7%     | 1.8%  | 2.0%  |
| 在建工程              | -       | 4.2     | 4.2     | 4.2     | 4.2     | 管理费用率          | 6.4%   | 5.7%  | 6.4%     | 7.4%  | 7.8%  |
| 无形资产              | 27.4    | 26.1    | 24.6    | 23.2    | 21.7    | 研发费用率          | 3.5%   | 3.2%  | 3.4%     | 3.3%  | 3.6%  |
| 其他非流动资产           | 276.8   | 298.2   | 282.4   | 285.3   | 288.3   | 财务费用率          | 0.5%   | 0.6%  | 0.6%     | 0.2%  | 0.2%  |
| <b>资产总额</b>       | 1,169.9 | 1,309.8 | 1,224.7 | 1,419.3 | 1,554.7 | 四费/营业收入        | 12.2%  | 11.1% | 12.0%    | 12.8% | 13.6% |
| 短期债务              | 60.4    | 176.0   | 118.4   | 53.5    | 99.6    | <b>偿债能力</b>    |        |       |          |       |       |
| 应付账款              | 184.7   | 155.3   | 149.3   | 301.2   | 244.9   | 资产负债率          | 35.3%  | 38.1% | 30.3%    | 34.4% | 33.6% |
| 应付票据              | 25.5    | 68.7    | 55.4    | 79.9    | 95.5    | 负债权益比          | 54.5%  | 61.6% | 43.4%    | 52.4% | 50.6% |
| 其他流动负债            | 62.8    | 50.3    | 38.0    | 43.8    | 44.0    | 流动比率           | 1.55   | 1.41  | 1.64     | 1.69  | 2.00  |
| 长期借款              | 70.0    | 38.4    | -       | -       | 28.6    | 速动比率           | 1.09   | 0.99  | 0.88     | 1.07  | 1.11  |
| 其他非流动负债           | 9.0     | 10.3    | 9.7     | 9.7     | 9.9     | 利息保障倍数         | 18.19  | 15.39 | 13.92    | 38.47 | 49.32 |
| <b>负债总额</b>       | 412.5   | 499.0   | 370.8   | 488.1   | 522.5   | <b>分红指标</b>    |        |       |          |       |       |
| 少数股东权益            | 0.1     | 0.6     | 1.4     | 2.7     | 4.4     | DPS(元)         | 0.06   | -     | 0.08     | 0.11  | 0.15  |
| 股本                | 220.8   | 287.0   | 287.0   | 287.0   | 287.0   | 分红比率           | 30.8%  | 0.0%  | 30.0%    | 30.0% | 30.0% |
| 留存收益              | 535.4   | 509.6   | 565.5   | 641.4   | 740.7   | 股息收益率          | 0.7%   | 0.0%  | 1.0%     | 1.3%  | 1.7%  |
| <b>股东权益</b>       | 757.5   | 810.7   | 853.9   | 931.2   | 1,032.2 |                |        |       |          |       |       |
| <b>现金流量表</b>      |         |         |         |         |         | <b>业绩和估值指标</b> |        |       |          |       |       |
|                   | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   | EPS(元)         | 0.19   | 0.20  | 0.28     | 0.38  | 0.49  |
| 净利润               | 53.8    | 57.5    | 79.9    | 108.5   | 141.8   | BVPS(元)        | 2.64   | 2.82  | 2.97     | 3.23  | 3.58  |
| 加:折旧和摊销           | 27.4    | 27.9    | 27.4    | 27.4    | 27.4    | PE(X)          | 45.9   | 43.3  | 30.9     | 22.7  | 17.4  |
| 资产减值准备            | 1.8     | 4.2     | -       | -       | -       | PB(X)          | 3.3    | 3.0   | 2.9      | 2.7   | 2.4   |
| 公允价值变动损失          | -0.1    | 1.1     | -       | -       | -       | P/FCF          | -296.7 | 116.5 | -2,135.6 | 42.2  | 34.6  |
| 财务费用              | 3.8     | 8.2     | 7.4     | 3.4     | 3.5     | P/S            | 3.3    | 2.7   | 2.1      | 1.7   | 1.4   |
| 投资损失              | -       | -       | -5.0    | -5.0    | -5.0    | EV/EBITDA      | 25.3   | 36.7  | 18.7     | 14.6  | 11.9  |
| 少数股东损益            | 0.1     | 0.6     | 0.7     | 1.3     | 1.7     | CAGR(%)        | 26.8%  | 35.6% | 77.7%    | 26.8% | 35.6% |
| 营运资金的变动           | -49.0   | -135.4  | 3.4     | -15.6   | -175.6  | PEG            | 1.7    | 1.2   | 0.4      | 0.8   | 0.5   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 51.1    | 13.5    | 113.8   | 120.2   | -6.1    | ROIC/WACC      | 0.9    | 0.8   | 1.0      | 1.4   | 1.8   |
| 投资活动产生现金流量        | -160.4  | -61.2   | 5.0     | 5.0     | 5.0     | REP            | 3.4    | 5.6   | 2.9      | 2.2   | 1.4   |
| 融资活动产生现金流量        | 86.9    | 29.3    | -140.8  | -100.9  | 28.6    |                |        |       |          |       |       |

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

本报告署名分析师声明, 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。

### 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