

# 坚定创新引领发展战略，电梯安全部件领域领军企业

## ——沪宁股份 (300669.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆ **沪宁股份——深耕电梯安全部件制造领域。**公司为国内优质的电梯安全部件制造商，主要产品包括安全钳、缓冲器、限速器、夹绳器等安全部件，以及滚轮导靴等其他重要部件。公司深耕电梯安全部件领域，经过二十年的发展，目前主要产品销量2017-2019年连续三年位居全国第二位。电梯安全部件产品为公司主要收入来源，2019年收入占比达到89.37%。2019年电梯行业增长超预期，并且行业集中度进一步提升，助力公司全年净利润增长44.82%。同时，公司毛利率上升至34.87%，与业内同行对比表现突出。公司新一轮定增2020年下半年启动，有助于解决公司产能瓶颈，并进一步提升公司产品竞争实力。

◆ **我国电梯行业需求增速有望维持高位运行。**地产后周期，竣工复苏如期确认。按照3年竣工周期推算，我们预计2019年开始行业将进入为期3-4年的竣工复苏周期。房地产竣工的复苏周期，也推动了电梯行业产量2019年重返两位数增长。另外，2020年政策对于旧改加装电梯的支持力度进一步提升，地方政府补贴政策频频推出，加速旧改新装落地，我们预计有望为电梯行业带来近万亿市场空间。

◆ **公司竞争力：创新为发展之本，深耕核心客户。**公司坚持以“创新引领”为核心发展战略，在新材料方面致力于自主研发，并充分与新技术和新结构相融合。公司积极推动多款创新产品的研发，加快经营模式由“市场驱动”向“产品驱动”转变，上半年三大战略探索性产品在研发上也取得了全新进展。公司深度绑定下游品牌客户，2019年前五大核心客户销售收入占比为55.70%。不惧疫情影响，2020年上半年公司市场开拓成果显著。

◆ **盈利预测、估值与评级：**我们预测公司2020-2022年净利润分别为0.66、0.97、1.27亿元，对应EPS为0.77、1.13、1.49元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予沪宁股份50元目标价（2021年PE为44x）。沪宁股份深耕电梯安全部件和重要部件细分市场，依靠创新引领发展，市场拓展成果显著，深度绑定下游品牌客户。我们看好公司未来能够在电梯安全部件领域取得快速成长，因此首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济波动及下游行业景气程度变化风险；新产品研发不能及时转换成商品的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	279	348	472	625	801
营业收入增长率	7.42%	24.85%	35.75%	32.26%	28.22%
净利润(百万元)	38	55	66	97	127
净利润增长率	-1.80%	44.82%	19.74%	47.33%	30.92%
EPS(元)	0.45	0.64	0.77	1.13	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.15%	10.72%	11.78%	15.33%	17.50%
P/E	85	60	50	34	26
P/B	6.9	6.4	5.9	5.2	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年10月16日

## 买入(首次)

当前价/目标价：38.43/50.00元

### 分析师

王锐(执业证书编号：S0930517050004)

010-56513153

[wangrui3@ebcscn.com](mailto:wangrui3@ebcscn.com)

贺根(执业证书编号：S0930518040002)

021-52523863

[hegen@ebcscn.com](mailto:hegen@ebcscn.com)

### 市场数据

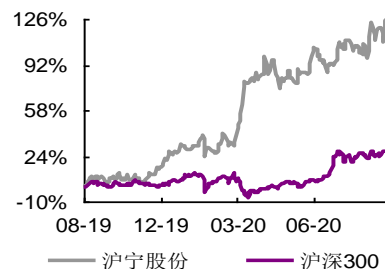
总股本(亿股)：1.11

总市值(亿元)：42.70

一年最低/最高(元)：16.86/41.19

近3月换手率：136.07%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.11	12.35	94.91
绝对	5.81	11.74	116.92

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

电梯安全部件产品为公司主要收入来源。2019 年公司实现收入 3.48 亿元，其中，电梯安全部件产品收入 3.11 亿元，占比达到 89.37%。电梯其他关键部件、其它收入占比较小，公司发展方向依然为电梯安全部件领域，因此我们假定这两项业务未来三年的收入与毛利率维持在 2019 年的水平。

**电梯安全部件收入未来有望保持快速增长。**公司坚持以“创新引领”为核心发展战略，推动多项创新产品的研发推广，加快经营模式由“市场驱动”向“产品驱动”转变。依靠产品的创新独特性，沪宁公司在行业内的盈利能力十分突出，并在 2019 年取得量价齐升的局面。2020 年公司发展受疫情影响有限，三大战略探索性产品也取得了全新进展，同时公司启动新一轮的定增融资，从而打破公司产能瓶颈，并进一步提升产品竞争实力。我们看好公司未来能够在电梯安全部件领域取得快速成长，预计 2020-2022 年此项业务收入的增速分别有望达到 40%、35%、30%。公司一直以创新为核心发展动力，产品在业内具备独特创新性，“新材料、新技术、新结构”相结合，不断推出性价比优势显著的产品，助力公司盈利能力在业内突出。基于公司卓越的创新能力，我们预计公司未来毛利率有望保持稳定提升，预计 2020-2022 年此项业务毛利率分别为 36.00%、36.50%、37.00%。

### 我们区别于市场的观点

近年来，房地产产业链供应商降价压力突出，电梯厂商及核心零部件供应商毛利率均出现一定下滑。因此，电梯行业在市场关注度较低。我们通过自下而上研究，沪宁股份深耕电梯安全部件领域，坚定“创新引领”发展战略，新产品加速推出，助力公司毛利率维持在较高水平。我们认为沪宁股份的价值被市场低估，未来成长值得期待。

### 股价上涨的催化因素

**创新产品的不断推出，未来将会加速在业绩上体现。**目前公司积极推动多款创新产品的研发，加快经营模式由“市场驱动”向“产品驱动”转变。不惧疫情影响，2020 年上半年公司市场开拓成果显著，三大战略探索性产品也取得了全新进展，未来有望在业绩上加速体现。

### 估值与目标价

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别有望达到 4.72、6.25、8.01 亿元，增速分别为 35.75%、32.26%、28.22%。公司 2020-2022 年净利润分别为 0.66、0.97、1.27 亿元，对应 EPS 为 0.77、1.13、1.49 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予沪宁股份 50 元目标价（2021 年 PE 为 44x）。沪宁股份深耕电梯安全部件和重要部件细分市场，依靠创新引领发展，三大战略探索性产品也取得了全新进展，同时公司启动新一轮的定增融资，从而打破公司产能瓶颈，并进一步提升产品竞争实力。我们看好公司未来能够在电梯安全部件领域取得快速成长，因此首次覆盖给予“买入”评级。

## 目 录

1、 沪宁股份——深耕电梯安全部件制造领域 .....	5
1.1、 国内优质的电梯安全部件制造商 .....	5
1.2、 经营质量稳健，盈利能力显著 .....	6
1.3、 定增加码进一步提升竞争实力 .....	8
2、 我国电梯行业需求增速有望维持高位运行 .....	9
2.1、 地产后周期，竣工复苏如期确认 .....	9
2.2、 旧改大规模启动，有望强力拉动市场需求 .....	10
3、 公司竞争力：创新为发展之本，深耕核心客户 .....	13
3.1、 安全部件为电梯的核心零部件 .....	13
3.2、 坚定“创新引领”发展战略，新产品加速推出 .....	15
3.3、 市场拓展成果显著，深度绑定下游品牌客户 .....	17
4、 盈利预测与投资评级 .....	19
4.1、 关键假设与盈利预测 .....	19
4.2、 估值分析与投资评级 .....	20
5、 风险提示 .....	22

## 图表目录

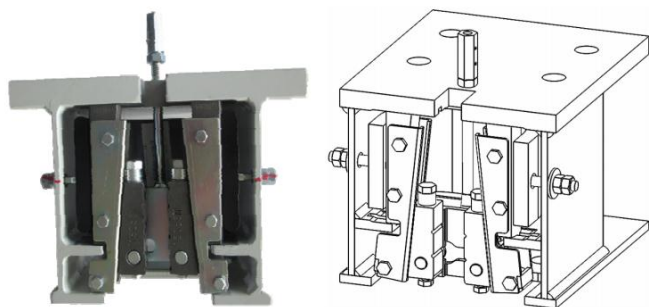
图 1：公司电梯安全部件产品（安全钳） .....	5
图 2：公司电梯安全部件产品（缓冲器） .....	5
图 3：沪宁股份发展历程（1996 年—至今） .....	5
图 4：公司股权结构（2020 年半年报） .....	6
图 5：2019 年公司主营收入结构 .....	6
图 6：2015-2020H1 沪宁股份营业收入（亿元/左轴） .....	7
图 7：2015-2020H1 沪宁股份净利润（亿元/左轴） .....	7
图 8：2015-2020H1 沪宁股份毛利率% .....	7
表 1：公司 IPO 募集资金投资项目 .....	8
表 2：2020 年公司拟定增募集资金投资项目 .....	8
图 9：2019 年开始行业竣工迎来复苏周期 .....	9
图 10：房屋/住宅竣工累计同比和单月同比 .....	9
图 11：AH 样本房企 2020 年计划竣工面积及同比增速 .....	10
图 15：2010-2019 年我国电梯产量及增速% .....	10
表 3：截止 2020 年 9 月 3 日全国加装电梯各地补贴情况 .....	11
图 16：垂直电梯、自动扶梯、自动人行道三类电梯 .....	13
表 4：电梯的主要组成部分及功能应用 .....	13
表 5：电梯三类分类标准 .....	14
表 6：电梯三大主要安全部件类别 .....	14
图 17：2015-2019 年公司研发投入（万元） .....	15
表 7：公司具体研发项目归类汇总（截止 2019 年末） .....	16
图 18：公司主要客户情况 .....	17
图 19：2017-2019 年前五大客户总销售额及占公司营业收入的比例情况 .....	17
表 8：公司三大战略探索性产品最新进展 .....	18
表 9：沪宁股份收入分项预测（单位：亿元） .....	19
表 11：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 9 月 30 日收盘价） .....	20
表 12：沪宁股份绝对估值关键假设 .....	20
表 13：沪宁股份 FCFF 估值结果 .....	21
表 14：敏感性测试结果（元） .....	21
表 15：估值结果汇总（元） .....	21

# 1、沪宁股份——深耕电梯安全部件制造领域

## 1.1、国内优质的电梯安全部件制造商

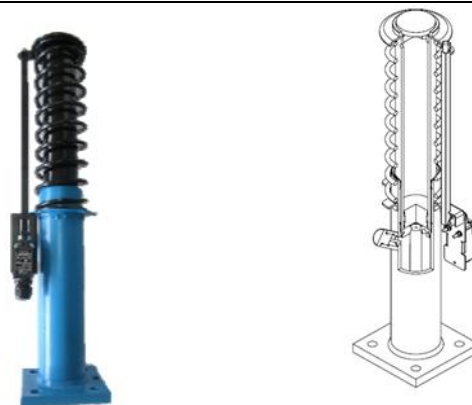
沪宁股份深耕电梯安全部件和重要部件细分市场。公司主要从事保障安全运行的各类电梯部件的开发设计、生产制造和销售。主要产品有包括安全钳、缓冲器、限速器、夹绳器（上行超速保护和轿厢意外移动保护装置）等安全部件，以及滚轮导靴等其他重要部件。经过二十年的发展，公司业已成为全球各大一流电梯整梯生产厂商的重要安全部件供应商之一，主要产品销量2017-2019年连续三年位居全国第二位。

图 1：公司电梯安全部件产品（安全钳）



资料来源：公司招股说明书

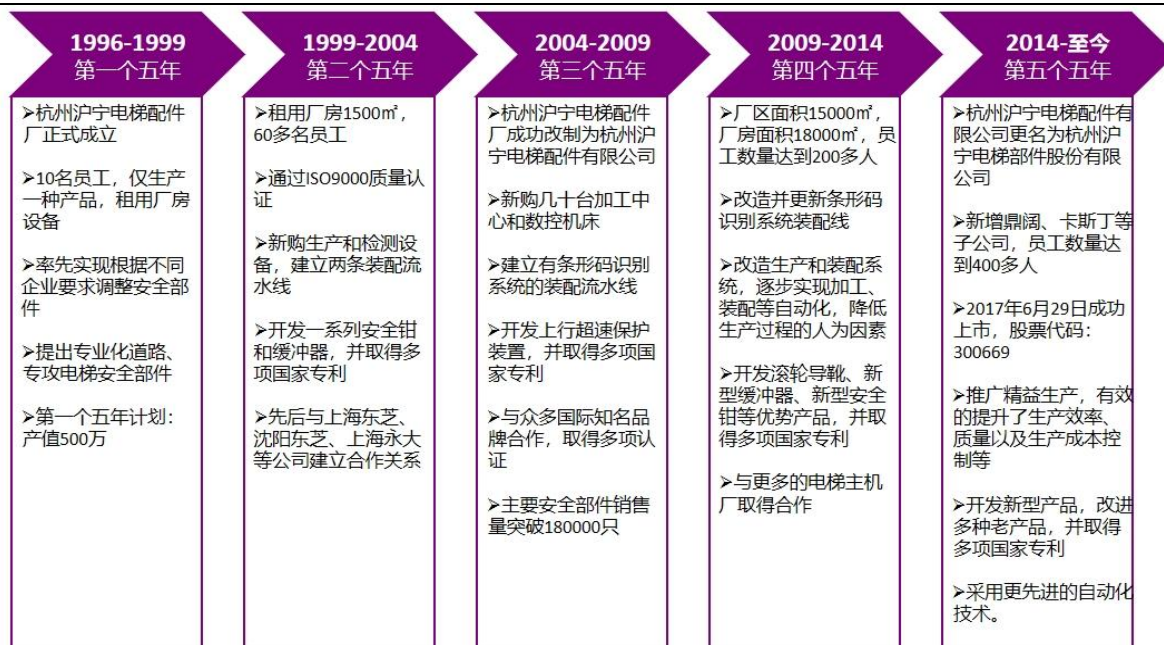
图 2：公司电梯安全部件产品（缓冲器）



资料来源：公司招股说明书

笃实稳健，以创新促进稳步成长。1996 年公司在杭州正式成立，成立之初公司以单一产品缓冲器的生产经营为主。在二十多年的发展历程中，公司一直坚守“创新引领”作为发展的出发点和落脚点，不断实现性价比更优的创新产品产业化落地，从而推动生产规模以及市场拓展不断取得增长。

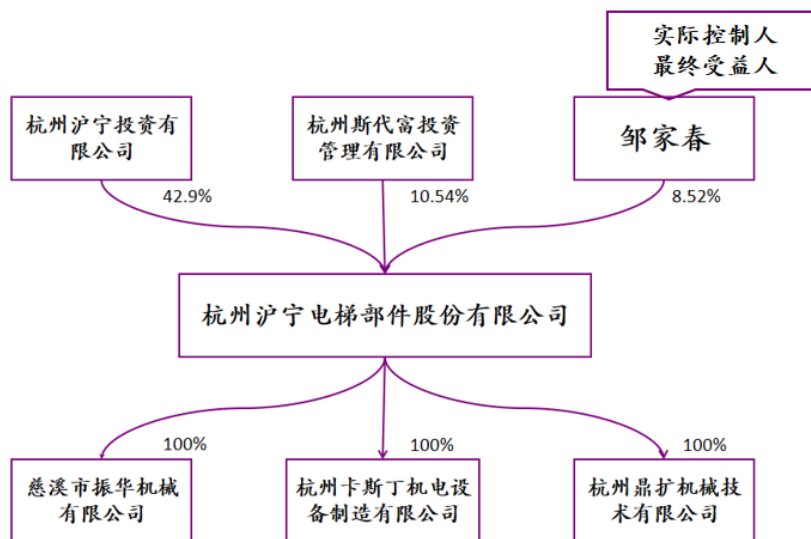
图 3：沪宁股份发展历程（1996 年—至今）



资料来源：公司官网

股权结构稳定，下设三家子公司。邹家春先生为公司实际控制人，担任董事长及总经理职位，直接持有公司股份 8.52%，另外通过持有杭州沪宁投资有限公司 99% 股份、杭州斯代富投资管理有限公司 65.06% 股份，间接持有公司股份 49.33%。公司下设慈溪振华机械、杭州卡斯丁机电、杭州鼎扩机械三家子公司，均为 100% 控股。

图 4：公司股权结构（2020 年半年报）

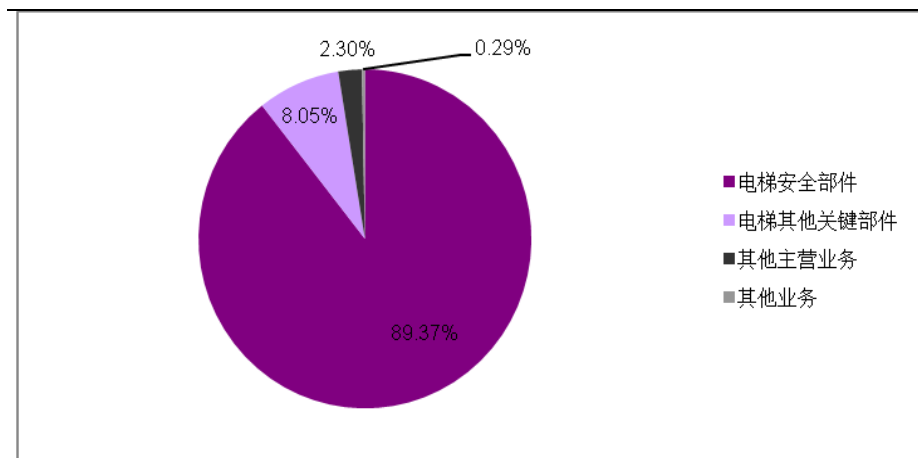


资料来源：wind

## 1.2、经营质量稳健，盈利能力显著

电梯安全部件产品为公司主要收入来源。2019 年公司实现收入 3.48 亿元，其中，电梯安全部件产品收入 3.11 亿元，占比达到 89.37%；电梯其他关键部件收入 0.28 亿元，占比 8.05%。公司电梯安全部件产品主要由安全钳、缓冲器、滚轮导靴等构成，自 2016 年后未披露各产品占比，根据 2016 年数据，安全钳产品占据营收比重为 54.33%，缓冲器产品占比为 25.97%，滚轮导靴仅占 12.88% 比例。

图 5：2019 年公司主营收入结构

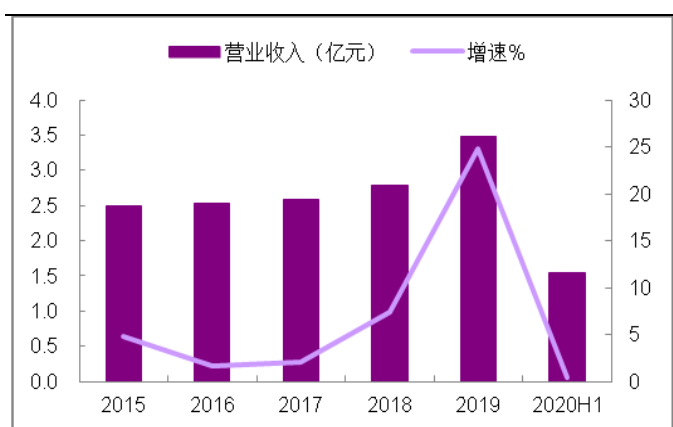


资料来源：wind

**行业增长超预期，助力 2019 年业绩实现快速增长。**随着传统房地产业的发展进入平稳阶段，电梯行业也进入了高位运转阶段，趋于平稳。2015-2018 年公司业绩保持稳定小幅提升，收入由 2.50 亿元提升至 2.79 亿元。2019 年电梯行业发展超预期，全年国内电梯产量增长再次达到两位数，实现 15% 幅度提升。同时，公司创新型产品不断推出，下游客户采购量提升，多重因素助力公司 2019 年业绩取得显著增长。2019 年公司营业收入为 3.48 亿元，增长 24.85%；净利润为 0.55 亿元，增长 44.82%。

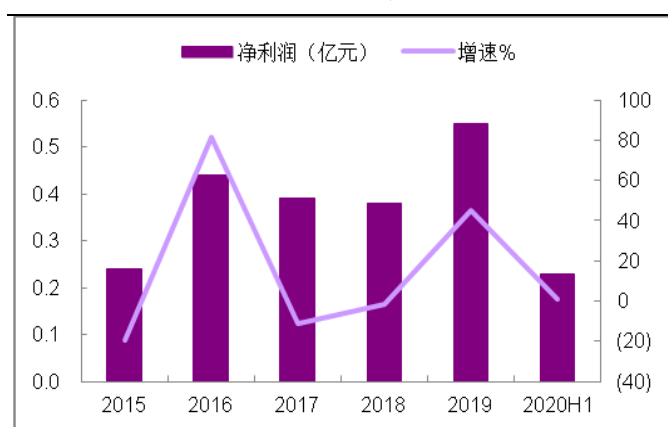
**不惧疫情影响，2020 年上半年经营指标保持稳定。**2020 年行业需求延续上一年度势头，虽然一季度受疫情影响出现停滞，但二季度公司订单实现集中交付，2020 年上半年公司经营指标保持稳定。2020 年上半年公司营业收入为 1.54 亿元，同比增长 0.36%；净利润为 0.23 亿元，同比增长 1.09%。

图 6：2015-2020H1 沪宁股份营业收入（亿元/左轴）



资料来源：wind

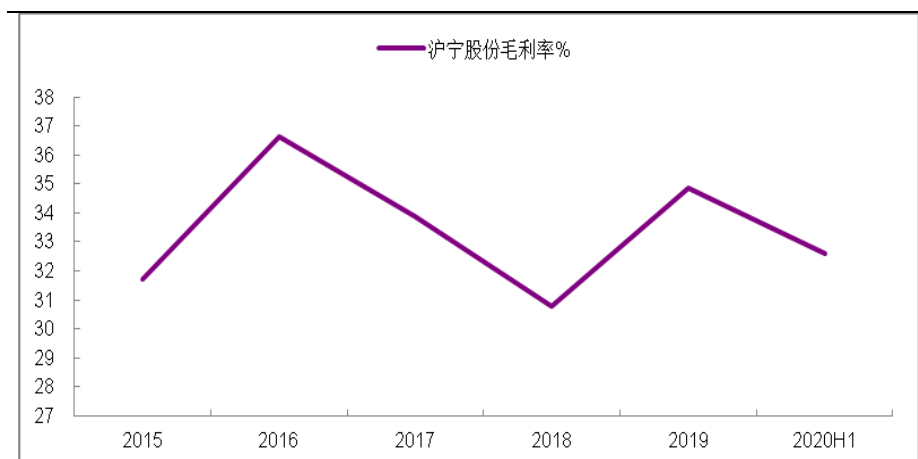
图 7：2015-2020H1 沪宁股份净利润（亿元/左轴）



资料来源：wind

**行业内盈利能力突出，毛利率有望保持平稳回升。**2016-2018 年期间，公司毛利率由 36.63% 下滑至 30.80%，主要原因是公司为进一步拓展市场，在销售策略上采取主动让利，产品价格略有下降，同时主要采购的原材料价格也出现上升。2019 年房地产产业链供应商降价压力突出，在此背景下，公司毛利率回升至 34.87%，与业内同行对比表现突出。公司借助 2019 年国家宏观政策调控、电梯市场需求高位运行机遇，采用新技术抢占市场，从而推动毛利率大幅提升 4.07 个百分点。

图 8：2015-2020H1 沪宁股份毛利率%



资料来源：wind

### 1.3、定增加码进一步提升竞争实力

**IPO 募集资金解决产能瓶颈。**公司于2017年6月成功上市，募集资金2.16亿元，重点投向年产70万套电梯关键部件建设项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目三个项目。后由于自身发展情况和外部市场环境变化，营销网络建设项目建设取消。伴随着公司市场拓展的不断成功，产能瓶颈成为制约公司发展的主要因素。此次募投项目实施后，公司预计新增安全钳系列产品产能20万只/年，新增缓冲器产能20万只/年，新增滚轮导靴产能20万套/年、新增限速器产能6万只/年、新增UCMP产能4万套/年。

**表 1：公司 IPO 募集资金投资项目**

	募集资金投资项目	总投资金额(万元)	使用募集资金投入(万元)
1	年产70万套(只)电梯关键部件建设项目	14,655.18	13,270.10
2	研发中心建设项目	4,928.00	4,813.08
3	营销网络建设项目(已取消)	2,006.90	2,006.90
	合计	21,590.08	20,090.08

资料来源：公司招股说明书

**新一轮定增 2020 年下半年启动。**2020年9月公司发布向特定对象发行A股股票预案，拟募集资金总额不超过2.51亿元(含本数)，募集资金拟用于以下项目：2亿元用于年产100万只创新型G系列缓冲器生产线建设及技术改造建设项目，5139.05万元用于战略产品产业化技术系统研发项目。

**表 2：2020 年公司拟定增募集资金投资项目**

	募集资金投资项目	总投资金额(万元)	使用募集资金投入(万元)
1	年产100万只创新型G系列缓冲器生产线建设及技术改造建设项目	19,960.95	19,960.95
2	战略产品产业化技术系统研发项目	5,139.05	5,139.05
	合计	25,100.00	25,100.00

资料来源：公司公告

**本次募集资金有望进一步推动公司竞争实力的提升。**2019年电梯市场需求开始回升，智能制造成为公司的主要转型升级方向。本次募投项目顺应行业发展趋势，持续推进智能制造，通过降本增效进一步提升公司市场占有率。同时，也将进一步提升公司研发实力，为未来战略产品的产业化落地打下坚实的基础。

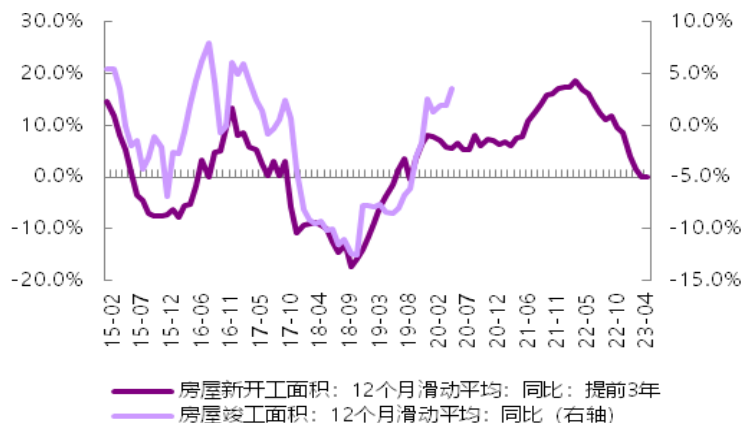


## 2、我国电梯行业需求增速有望维持高位运行

### 2.1、地产后周期，竣工复苏如期确认

前期新开工传导下，2019年竣工迎来复苏周期。2016年随着房地产行业景气度回升，土地成交趋热，全国新开工面积见底回升，2016年、2017年、2018年、2019年全国房屋新开工面积分别同比增长8.1%、7.0%、17.2%、8.50%，如果整体性施工节奏未发生根本性变化，按照3年竣工周期推算，2019年开始行业将进入为期3-4年的竣工复苏周期。

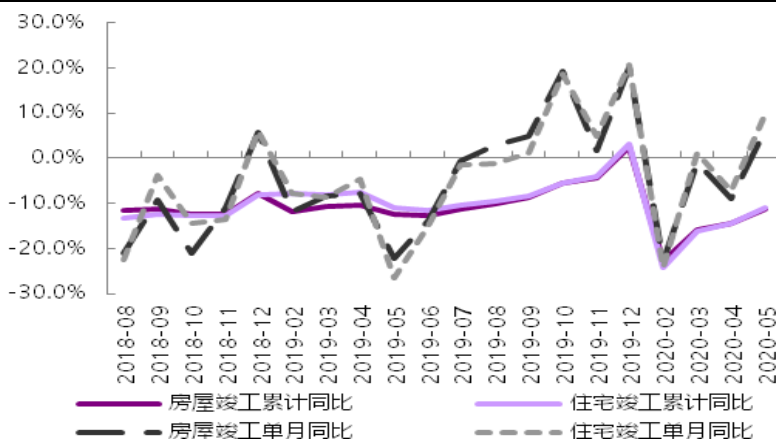
图 9：2019 年开始行业竣工迎来复苏周期



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

复苏方向明确，斜率受疫情压制。受疫情影响，2020年1-3月行业房屋竣工面积下滑22.90%（累计同比）。2020年1-8月，竣工面积同比降幅收窄至-10.80%，复苏趋势明确，边际走势波动。我们认为，在房屋竣工交付时限的预售合同约定下，行业竣工复苏趋势确定，后续有望持续加强施工强度以回补“缺口”，预计全年行业竣工面积同比+6.5%

图 10：房屋/住宅竣工累计同比和单月同比

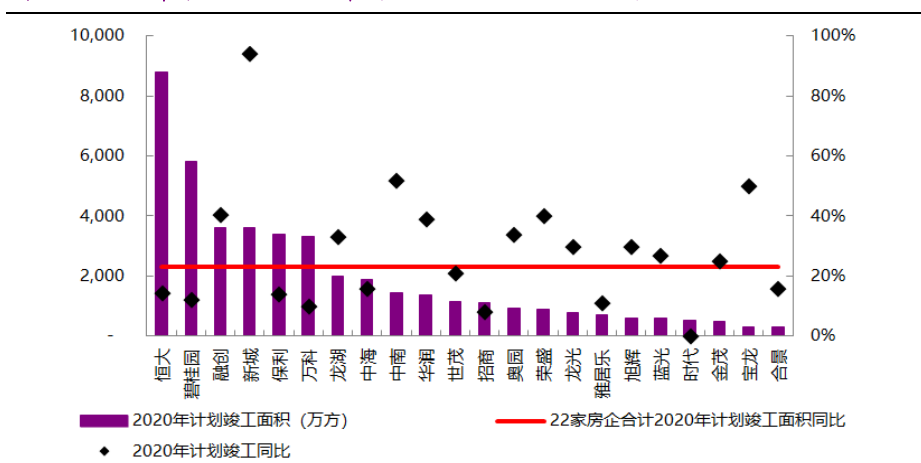


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

主流房企 2019 年报显示，疫情导致多数房企的非湖北项目工程缺口约 1 个月。经我们统计数据显示，22 家 AH 主流房企 2020 年计划竣工面积同

比增长 23%，显示即便计入疫情影响，主流房企仍然对今年竣工保持相对乐观的态度。

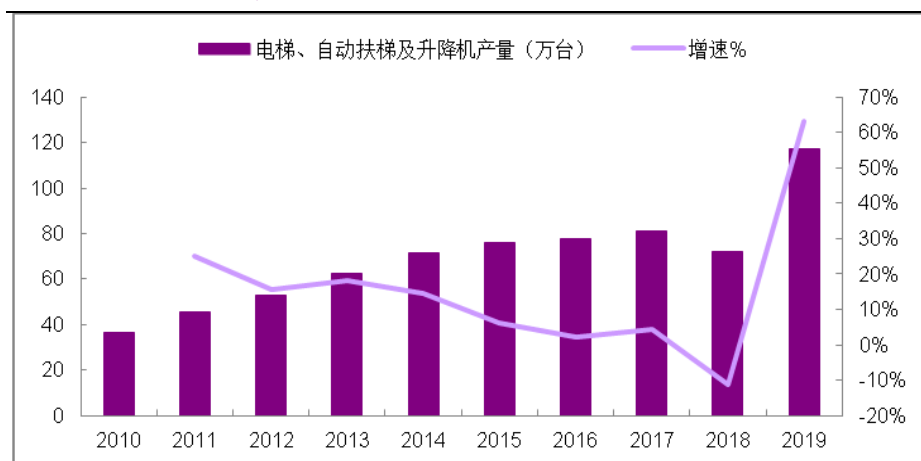
图 11：AH 样本房企 2020 年计划竣工面积及同比增速



资料来源：WIND、光大证券研究所整理

**房地产竣工复苏周期推动电梯行业产量重返两位数增长。**电梯作为基础设施配套工程的重要组成部分，与国家的经济建设，房地产行业的发展和人民生活质量的提高密切相关。伴随着我国电梯保有量的逐年增加，2011 年起电梯产量的增速开始逐步放缓。而伴随着房地产竣工复苏周期的到来，2019 年我国电梯、自动扶梯及升降机产量达到 117.3 万台，同比增长 63.1%，重回两位数的增长。同时，我国电梯保有量也在持续上升，2019 年达到 709.75 万台，年复合增长率为 16.13%。

图 12：2010-2019 年我国电梯产量及增速%



资料来源：WIND、光大证券研究所整理

## 2.2、旧改大规模启动，有望强力拉动市场需求

**政策不断推动“旧改加装电梯”。**老旧小区改造加装电梯，自 2018 年起便出现在政府工作报告中。2018 年，政府工作报告中的表述为“鼓励有条件的加装电梯”，2019 年转变为“支持加装电梯”。2020 年政策对于旧改加装电梯的支持力度进一步提升。在 2020 年 5 月召开的十三届全国人大会议上，李克强总理在《政府工作报告》第五部分“实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变”中明确指出“加强新型城镇化建设，大力提升县

城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务”。国家“旧改”的大规模启动，预计有望提升电梯市场的需求。

**旧改加装有望为电梯行业带来近万亿市场空间。**根据住建部数据，我国 1980-2000 年新增小区建筑面积为 80.35 亿平，全国上报需要改造的城镇老旧小区有 17 万个，保守预计一个小区需要加装 12 部电梯，则至少需要安装 204 万部电梯，对应将会为电梯市场带来新增 8000 亿以上的空间。

**地方政府补贴政策频频推出，加速旧改新装机遇落地。**伴随着中央多次支持政策，全国各地政府补贴频频推出。例如山东济南政策，七层住宅加装电梯每部补贴 22 万元；六层住宅加装电梯每部补贴 20 万元；五层住宅加装电梯每部补贴 18 万元；四层住宅加装电梯每部补贴 16 万元。

**表 3：截止 2020 年 9 月 3 日全国加装电梯各地补贴情况**

城市	补贴情况
北京	增设电梯项目市财政实施定额补贴每部 64 万，并建议城六区、通州区区财政负担改造资金不高于市级补贴单价的 1.2 倍；远郊区区财政负担改造资金不高于市级补贴单价。
天津	对中心城区范围内四层及以上既有住宅加装电梯，并经验收合格取得使用登记证的，区政府给予 20 万元/台的建设补助（市、区政府各承担 10 万元）；对中心城区以外四层及以上既有住宅加装电梯，并经验收合格取得使用登记证的，区政府给予总计不超过 20 万元/台的建设补助。
山东济南	七层住宅加装电梯每部补贴 22 万元；六层住宅加装电梯每部补贴 20 万元；五层住宅加装电梯每部补贴 18 万元；四层住宅加装电梯每部补贴 16 万元。
山东青岛	市级一台补贴 10 万元，有电梯井道的补贴 5 万。另外各区（市）财政安排的奖补资金，原则上不低于市级财政奖补标准。
重庆	最高补贴 25 万（每部增设电梯的勘察、设计、施工等总费用的 60% 予以补贴）
安徽滁州	安徽合肥：补贴额为 25 万元（包含了 10 年维保费用及电费补贴 3000 元）。七层每部补贴 18 万元；六层每部补贴 17 万元；五层每部补贴 16 万元；四层每部补贴 15 万元。
安徽铜陵	七层 20 万元/台，六层 18 万元/台，五层 16 万元/台；涉及管线改造的，另增加 5 万元补助资金。
上海	政府按照加装电梯施工金额的 40% 予以补贴（最高不超过 28 万元/台）。
上海普陀区	前 10 台补贴 20 万元（2020 年 1 月 6 日起正式实施，全区审查通过允许加装的前十台电梯每台资金补贴 20 万元，涉及管线迁移所需的费用由政府承担）。
浙江杭州	补贴 20 万。
浙江宁波	最高补贴 20 万。
四川成都	最高补贴 20 万。
四川泸州	每部电梯补贴 20 万元（原有电梯井的每台补贴 10 万元）。
江苏南京	最高补贴 20 万。
江苏苏州	最高 20 万/台资金补贴，（涉及管线迁移所需费用由各管线单位和政府共同承担。姑苏区的补贴资金有市、区财政分别承担，具体办法另行制定。吴中区、相城区、工业园区、高新区、吴江区的既有住宅增设电梯补贴资金由各区财政自行承担。常熟市、昆山市、太仓市、张家港市可结合实际参照执行）。
广东广州	补贴 10 万。
广东潮州	每部电梯由财政部门补贴 7 万元（其中 1 万元用于奖励所在地街道办事处（镇政府）、1 万元用于奖励所在地居（村）委会，作为其协调和日常工作经费；5 万元用于补贴增设电梯的业主）。
福建福州	最高补贴 10 万。
福建厦门	最高补贴 22 万。
陕西西安	补贴 15 万。
陕西安康	每台补贴 10 万。

陕西宝鸡	最高补贴 15 万（停靠 7 个楼层政府补贴 15 万元/单元，每增减一个停靠楼层相应增减补贴 3000 元/单元。）
湖北武汉	每台补贴 10 万元。
湖北十堰	最高补贴 10 万。
甘肃兰州	电梯补贴 10 万，配套补贴不低于 10 万。鼓励区（市）级财政给予补助。已预留电梯井道内加装电梯的，没补电梯省级财政补助 5 万元，市级财政给予不少于 5 万元的配套补助；已预留电梯井但加装外挂电梯的，财政不给予补助。允许加装电梯的业主按规定提取住房公积金支付个人承担的费用。
江西南昌	补贴 10 万（四至五层住宅 8 万元/台，六层（含）以上住宅 10 万元/台）。
江西九江	市中心城区（不含柴桑区）行政辖区范围内加装电梯 4 层及以上以奖代补每台补贴 10 万元。
江西鹰潭	月湖区、信江新区奖励补助标准为 10 万元/台，补助资金由市、区按 8:2 比例分摊。贵溪市、余江区、龙虎山景区、鹰潭高新区补助标准和具体办法由各地各自制定，装补资金由当地财政自行承担。
河南郑州	最高补贴 15 万。
河南洛阳	中心城区补贴比例为 20%，市、区两级财政按 3:7 比例承担，最高每台补贴 10 万元；各县（市）和吉利区的财政补贴标准按最高每台 8 万元予以补贴。
广西南宁	最高 20 万。（如果是 7 层住宅加装电梯，最高不仅可以享受自治区级财政 15 万元/部的补贴，还能享受南宁市级财政 5 万元/部的补贴）
广西柳州	每台最高补贴 20 万（《柳州市关于推进既有住宅加装电梯工作的实施意见》（下简称“实施意见”）已经通过市委政府审议，近期发布实施）
湖南长沙	每台补贴 10 万。
湖南邵阳	每台补贴 5 万。
宁夏银川	每台补贴 15 万（10 月 1 日前完成土建）（对在 2019 年 10 月 2 日~2021 年 12 月 31 日期间，每部按照规定完成加装电梯并验收合格的，由银川市财政按每部 5 万元的标准给予补贴之外，三区政府根据情况给予补贴。）
青海省	每台电梯奖励 15 万。
新疆乌鲁木齐	给予 30 万元/部的补助（含水、电、气、暖、通信、广电网络等管线改造费用）
山西晋城	每部电梯按工程实际造价的 45% 兑现，最高不超过 20 万元。
河北石家庄	每台最高补贴 5 万。
河北唐山	每台补贴 5 万元。
贵州贵阳云岩区	每台加装电梯综合补贴 15 万元，其中 10 万元用于加装电梯直补，5 万元用于维保补贴。
黑龙江哈尔滨	试点区域每部电梯补贴 20 万。
辽宁沈阳	补贴标准为 4 层住宅每部电梯 6 万元、5 层住宅每部电梯 7 万元、6 层住宅每部电梯 16 万元、7 层住宅每部电梯 18 万元、8 层及以上每部电梯 20 万元。

资料来源：微信公众号电梯

### 3、公司竞争力：创新为发展之本，深耕核心客户

#### 3.1、安全部件为电梯的核心零部件

电梯是垂直运行的电梯（通常简称“电梯”）、倾斜方向的自动扶梯、倾斜或水平方向运行的自动人行道的总称。电梯的出现，极大的延伸了人类的生存空间和生活质量。电梯种类繁多复杂，从不同的角度可以有不同的分类，主要来看可以按照驱动方式、用途、运行速度三类进行分类。

图 13：垂直电梯、自动扶梯、自动人行道三类电梯



垂直电梯

自动扶梯

自动人行道

资料来源：公司招股说明书

电梯主要由机械系统与电气系统两部分构成。目前国内外使用最为普遍的电梯为曳引式电梯，主要由机械系统和电气系统两大部分构成。机械系统中，主要含有曳引驱动系统、轿厢和门机系统、重量平衡系统、导向系统、机械安全保护系统五部分构成；电气系统中，主要含有电力拖动系统、电气控制系统、电气安全保护系统三部分构成。

表 4：电梯的主要组成部分及功能应用

组成部分的主要部件		功能及应用	组成部件主要部件	图示
机械系统	曳引驱动系统	曳引机、钢丝绳、导向轮、反绳轮	输出动力和传递动力，驱动电梯运行	
	轿厢和门机系统	轿厢体、轿厢架、门机、层门装置	轿厢是运送乘客或货物的“容器”；门机设在轿厢上，是轿门、层门启闭的动力源	
	重量平衡系统	对重装置、补偿装置	平衡轿厢自重和部分的额定载重、减小轿厢侧与对重侧钢丝绳长度变化对电梯平衡的影响	
	导向系统	导轨、导靴和导轨支架	限制轿厢和对重的活动自由度，使轿厢和对重只能沿着导轨作升降运动。	
	机械安全保护系统	限速器和安全钳、缓冲器、制动器等	起超速保护、冲顶和撞底保护、轿厢位置异常保护等作用。	
电气系统	电力拖动系统	电动机、供电系统、速度反馈装置、调速装置	为电梯提供电源和动力，控制电梯运行速度	
	电气控制系统	主控电脑板、操纵装置、位置显示装置、控制屏、平层装置	对电梯的运行实行操纵和控制，显示电梯运行方向和轿厢所在的层站	
	电气安全保护系统	门锁系统、强迫减速开关、限位开关、称重装置	在电梯运行异常时，立刻切断安全回路	

资料来源：公司招股说明书

表 5：电梯三类分类标准

分类标准	具体类别
按驱动方式分类	曳引驱动电梯、液压电梯、直线电机驱动电梯、齿轮齿条驱动电梯、螺杆式电梯等
按用途分类	乘客电梯、载货电梯、客货电梯、病床电梯、住宅电梯、杂物电梯、观光电梯、船用电梯、汽车电梯、建筑施工电梯等
按运行速度分类	低速梯，指低于 1.00 米/秒速度的电梯；中速梯，指速度在 1.00~2.50 米/秒的电梯；高速梯，指速度大于 3.00 米/秒的电梯。

资料来源：公司招股说明书

**安全部件在电梯构成中起着重要作用。**安全性是指电梯产品安全稳定运行的能力，电梯的其他性能均以安全性为前提展开。作为垂直运行的载人工具，电梯自发明之初就存在一个根本的安全隐患：一旦缆绳断裂，负载平台就必然会发生坠毁事故。为解决这一问题，设置电梯安全部件。电梯安全部件是指在电梯超速或轿厢意外坠落时，保护电梯设备及轿厢里面的乘客不受伤害或降低伤害的程度的电梯部件。目前通常所说的电梯安全部件主要包括限速器装置、安全钳和缓冲器装置。除此之外，层门门锁的安全装置、超速保护开关、电器安全保护、上行超速保护、门保护装置、轿厢超载保护装置、轿厢顶部的安全窗、轿顶防护栏杆等也属于广义的电梯安全部件范畴。

表 6：电梯三大主要安全部件类别

安全部件类别	作用	分类	单台电梯使用数量
限速器装置	限速器是一个超速探测装置，一般安装在电梯机房或电梯井道顶部。当电梯超速达到设定的电气动作速度时，它会通过电气开关切断电梯的安全回路，进而切断系统电源。如果电梯由于重力或惯性还继续超速，会触发限速器的机械动作装置，使限速钢丝绳停止运动，从而提拉安全钳。电梯限速器是安全钳动作的指挥及控制元件，与安全钳一起组成防止电梯超速和坠落的保护装置	按动作原理可分为离心式和共振式两种。离心式是根据离心力与转动速度之间的关系设计的，共振式是利用共振时振幅最大的原理设计的	一般为一只
安全钳	安全钳是一个制动装置，安装在电梯轿厢或电梯对重装置底部。它包括提拉机构和制动机构两部分。提拉机构的作用是将限速器的机械动作传递到制动机构并使制动机构动作，制动机构动作后其内部的楔形块会将电梯卡在导轨上，避免电梯进一步坠落	按结构和工作原理可分为瞬时式安全钳和渐进式安全钳。瞬时式安全钳是安全钳动作后瞬间制停电梯轿厢，一般用于低速载货电梯。渐进式安全钳是在安全钳动作后滑动一段时间，逐渐减速至制动，一般用于载客电梯	一般为两只
缓冲器装置	缓冲器安装在电梯井道的底坑。它的作用是防止电梯墩底。电梯墩底时它可以减少冲击，以降低对电梯本身及电梯内乘客的伤害	按动作原理分蓄能型缓冲器和耗能型缓冲器。其中液压缓冲器为耗能型，应用最广泛；聚氨酯缓冲器和弹簧缓冲器属于蓄能型，单价较低，在低速梯上应用较多	一般为两只

资料来源：公司招股说明书

附注：制动器是电梯的工作部件之一（安装于曳引机内），但同时也起到一定的安全保护作用，因此行业内一般不把制动器列为专门的安全部件

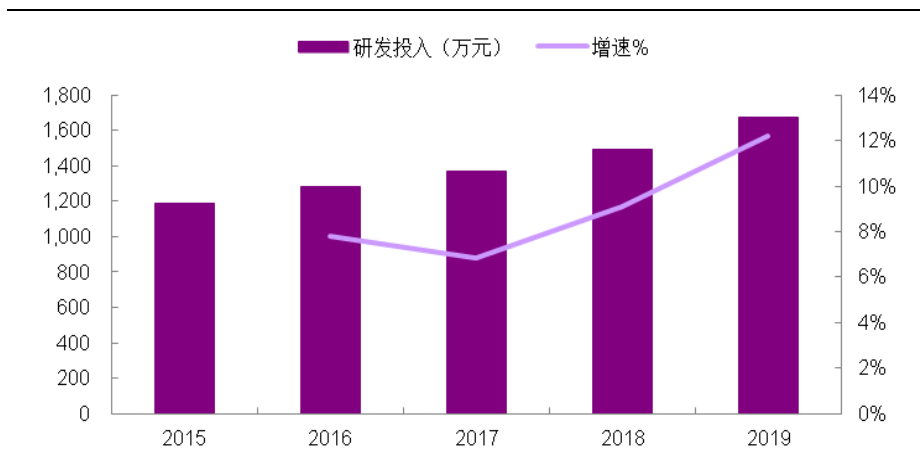
**轿厢意外移动保护装置 (UCMP) 有望成为新增的第四类重要安全部件。**近几年，因电梯在人员出入轿厢时发生非正常移动，造成人员挤压和剪切事故日益引起关注。为了避免该类事故的发生，业内提出应设置一种防止轿厢意外移动的装置，并列为强制性的标准。美国 (A17 标准)、欧洲 (EN81 标准) 都已制定轿厢意外移动防护的相关内容和要求，并正式实行。我国目前也正在制定新的行业标准，对轿厢意外移动防护提出强制性安全保护要求，与国际标准接轨。因此，UCMP 有望成为继上述三大传统安全部件后，新增的第四类重要安全部件。

### 3.2、坚定“创新引领”发展战略，新产品加速推出

沪宁股份是电梯部件制造商，主营业务为电梯部件的开发设计、生产制造和销售。主要产品有安全钳、缓冲器、滚轮导靴及其它重要电梯部件，其中安全钳和缓冲器是构成电梯安全系统的最主要部件，滚轮导靴是电梯导向系统的重要装置。

**“创新引领”为公司的核心发展战略。**公司自创立以来，公司坚持以“创新引领”为发展战略，以开发高技术、高性价比的产品进行市场开拓。公司是浙江省“省级高新技术企业研究开发中心”和“浙江省专利示范企业”。2019年公司研发投入1674.15万元，同比增长12.20%，增速较此前进一步提升。截止到2020年6月30日，公司共申报发明专利75件，其中已获授权33件，正在审查中42件。

图 14：2015-2019 年公司研发投入（万元）



资料来源：wind

**“新材料、新技术、新结构”相结合为公司创新发展方向。**公司在新材料方面，致力于自主研发，注重自主知识产权，并充分与新技术和新结构相融合。目前，公司推动多款创新产品的研发，例如“三新”高度集成的新型限速器，已完成H系列研发流程。另一个“三新”高度集成的“超高寿命”滚轮导靴，也已完成研发流程，并与滚轮式夹轨器一起投放市场，已实现小批量量产。

**2020 年公司加快经营模式由“市场驱动”向“产品驱动”转变。**2020年上半年，国内经济虽然受到疫情影响，但是公司经营依然保持稳健。公司根据2020年市场最新变化，加速推进新产品的开发计划，并合理调整近、中、远期的投入比例关系，从而加快实现经营模式从“市场驱动”到“产品驱动”的转变。

**全面打造“数字化、自动化”生产制造系统，不断强化成本和质量优势。**公司通过资金的精准投入，集中专用设备、工艺工装、夹具等研发为一体，积极推动生产制造系统的硬件和软件的升级换代进程，并加快制造过程的“数字化、自动化”，实现“无人化工厂”理念。目前，公司的企业数字化管理操作平台和智能仓储自动化物流系统已经建成，正在加紧调试中；公司的生产系统仿真模型和全面设备维护系统的基础化工作，也正在加紧实施中。

表 7: 公司具体研发项目归类汇总 (截止 2019 年末)

项目类型	项目概要	规划	完成率	项目说明对未来公司影响展望
客户选用沪宁非新产品的认证	主要为安全钳、缓冲器等常规量产品的选用类认证, 涉及九个品牌客户。	近期	86%	客户为进一步提升产品可靠性, 降低综合成本 2020 将逐步实现销售
客户委托产品开发或双方共同的研究	多家客户开展的 OEM、ODM 项目总计 10 个产品, 包括最新限速器、安全钳和滚轮导靴等。	近期	60%	限速器 OEM 项目已通过客户的小批量认证和工地验证, 2020 年将逐步实现销售。五款安全钳项目已通过客户的 PPAP 认证, 2020 年实现销售。三款全新安全钳和限速器产品按计划推进, 当前处于测试验证中。
自主创新产品研发	高寿命、高稳定性、大吨位的超高速电梯安全钳	中期	70%	10m/s, P+Q=8200kg 超高速安全钳通过测试并取得证书, 实现国内产品零的突破, 彻底打破国外常年垄断。采用自主研发的特殊材料, 具有超耐磨、高寿命、高稳定性、制动性能不受新旧导轨影响等性能优势; 该产品的成功研发, 使得公司在全球高速电梯安全钳顶尖领域有了中国一席之地, 公司技术能力和地位被市场进一步确认, 这必将大大提升公司综合竞争实力。10m/s, P+Q=15000kg 正在研发中
	新材料、新结构、新技术高度集成的新型限速器	中期	80%	将 10 年摩擦材料研究成果, 通过结构巧妙创新及多项技术的高度集成, 彻底解决限速器提拉力不稳定、动作响应滞后等技术难题, 为产品的安全可靠提升带来了福音, 并可为客户带来极大的系统成本降低机会。该产品预计 2020 年可实现量产。
	新材料、新结构、新技术高度集成的超高寿命滚轮导靴和滚轮式夹轨器	中期	70%	特殊的耐磨橡胶材料配方和结构创新, 采用多项先进工艺技术高度集成, 使得滚轮寿命大幅提升, 新型不脱轨滚轮导靴具有承载高、安装方便、工地调整时间短、实现以小代大等特点, 成本低, 节能环保。防眩晕滚轮式夹轨器是全球电梯行业首创技术, 给高层电梯乘用人员特别是老年人提供安全保障。这两款竞争优势明显的产品问世, 将进一步拓宽客户的产品选择范围并为公司扩大市场份额打下坚实基础。目前产品已有多家客户开始试用和展开测试验证。
战略探索性产品技术方案的研究	新型电梯导向系统	长期	进行中	极具竞争力的电梯导向系统方案, 如成功实现可为客户和行业带来安全、环保、节能新概念。项目稳步推进中, 当前完成初步结构设计、材料阶段性开发, 继续推进解决制造工艺技术等探索性研究。
	新型电梯复合曳引轮	长期	进行中	稳定的高摩擦系数、超耐磨高强结构复合材料曳引轮的探索获得重大进展, 成功后可为电梯曳引系统带来新的革命, 大大降低电梯系统成本, 提高安全稳定性。项目已完成成型模具的制作和关键设备的选购和安装, 后续将加速推进各项包括材料、功能、寿命等一系列验证试验。
	轿厢主动安全系统	长期	进行中	以人为本, 基于轿厢的主动安全系统, 集成安全保护、智能检测和控制, 提高电梯本质安全, 按需、预防性维保将成为可能。项目当前已完成系统硬件平台搭建、样品制造。开放性配套软件平台研发取得新进展, 后续将展开功能和可靠性等一系列试验。
过程专用设备、工艺工装、夹具及生产线等(含软件)的研发	第二条自主创新研发的全数字化、自动化铸造生产线	中期	70%	硬件部分已在子公司全部安装到位, 即将开始调试, 完成后将大大提升公司零部件的自制能力, 扩大产能, 进一步提高质量和效率, 降低成本。
	滚轮喷胶自动化生产线	中期	80%	年产八十万件滚轮喷胶自动化生产线, 集激光清洗、喷胶、烘干、工业视觉在线检验等, 大大提升产品质量稳定性和寿命。预计 2020 年可以投产。
	缓冲器加工、装配全自动化生产线	中期	70%	年产 50 万套的缓冲器加工、装配全自动化生产线, 当前已经完成设计和设备制造部分, 正在进行系统联调联试和改善工作, 预计 2020 年可以投产, 建成后将极大提升效率和产品质量。
	试验塔	近期	80%	二座配套曳引系统、导向系统、主动安全系统、滚轮导靴、和滚轮式夹轨器的试验设备已安装到位, 即将进入软件联调联试, 预计 2020 年将投入使用。
其他(管理提升和质量改善类软件)的研发	智能数字平台	中期	20%	与知名公司合作开发公司智能数字管理平台, 打通之前单独开发的不同系统之间的不兼容, 提升管理效率和节约维护成本。
	夹绳器升级	近期	100%	满足海外需求, 完善触发系统, 便于海外客户的选用, 促进销售。
	新产品开发流程	近期	100%	完善和规范开发流程, 提升开发效率和质量。
	子公司产销系统	近期	100%	子公司产销系统开发并使用, 极大提升管理效率和准确性。

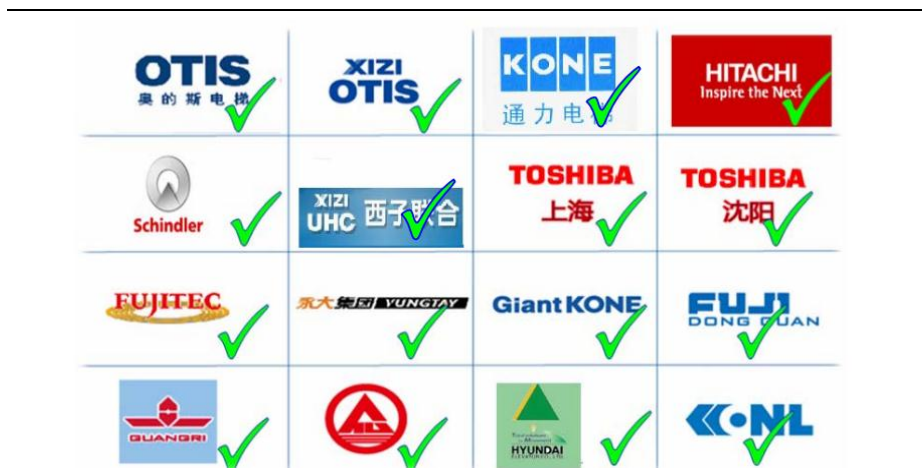
资料来源: 公司公告



### 3.3、市场拓展成果显著，深度绑定下游品牌客户

凭借一流的技术和过硬的产品质量，经过多年的发展，公司已拥有一批优质的客户资源，并为之建立了长期良好的合作关系。公司主要客户资源包括世界知名的 8 大电梯整梯厂商，如奥的斯电梯、通力电梯、迅达电梯、东芝电梯等，以及国内电梯整梯上市公司，如康力电梯、江南嘉捷等。与上述知名客户建立合作关系，一方面印证了公司产品的先进性和可靠性，同时也为其他竞争对手设立了较高的进入门槛。

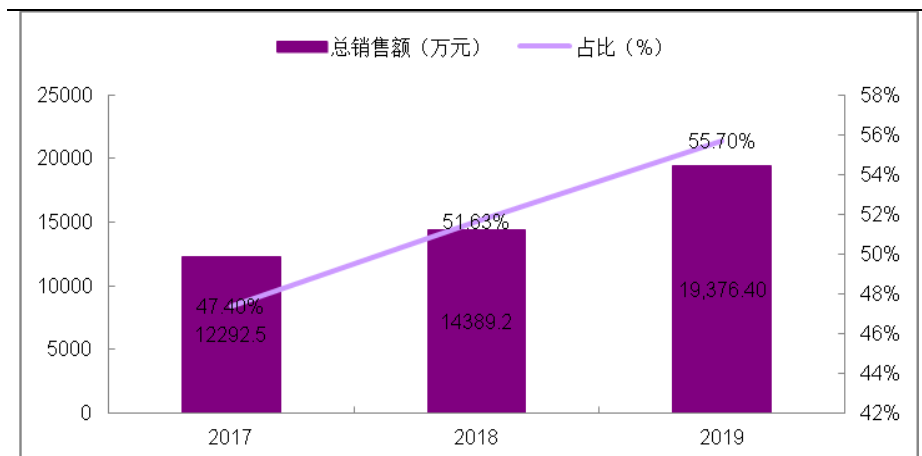
图 15：公司主要客户情况



资料来源：招股说明书

公司以战略眼光看新型的部件厂与整机厂之间的关系，注重合作的整体性、系统性、全局性和长远性，建立共同利益，实现深度合作，进一步强化与品牌客户的合作优势。公司通过先进可靠的研发过程和“高性价比”的研发成果，主动地、持续不断地给客户带来新的价值，向客户展现实力，共同打造和凝聚竞争合力。2019 年，公司前五大核心客户销售收入占据总收入的比重为 55.70%。

图 16：2017-2019 年前五大客户总销售额及占公司营业收入的比例情况



资料来源：公司公告

不惧疫情影响，2020 年上半年市场开拓成果显著。2020 年上半年，国内经济虽然受到疫情冲击，但是公司在市场开拓方面依然取得了显著进展。在客户选用公司非新产品方面，两家品牌客户新增或扩展了两类常规量主要

产品认证，并实现批量销售。公司三大战略探索性产品，也在上半年取得了新的进展。

**表 8：公司三大战略探索性产品最新进展**

三大战略探索性产品	具体进展
新型电梯导向系统	极具竞争力的电梯导向系统方案，如成功实现可为客户和行业带来安全、环保、节能新概念。项目稳步推进中，当前正在对结构设计进行新探索，并对新型材料带来的行业外拓展进行更进一步的研究与开发。
新型电梯复合曳引轮	稳定的高摩擦系数、超耐磨高强结构复合材料曳引轮的探索持续获得重大进展，成功后可为电梯曳引系统带来新的机会，大大降低电梯系统成本，安全稳定、寿命普遍提高。该项目在已取得的研发成果上，正在对曳引轮用摩擦材料进行一系列的改善研究，并对轮毂的材料和结构设计，包括轮毂的制造方法，进行进一步的探索。
轿厢主动安全系统	该系统瞄准载人的电梯轿厢，集安全保护、智能检测和控制于一身，致力于提高电梯的本质安全和主动安全，保护乘梯人。同时，使电梯的按需维保、精准维保等预防性维保工作，通过技术手段来实现。当前，该项目研发合作持续取得进展，部分工作已经开发完成，后续将在公司新厂房试验塔上展开功能和可靠性等一系列试验。此项目的研发成功，将大大提升行业的安全服务水平，应用前景广阔。

资料来源：公司公告

**公司供应链管理优势得到不断增强。**公司不断强化独特的供应链管理优势，通过对已收购的慈溪振华的管理提升，以及通过全资子公司直接管理其上游供应商等措施，进一步提高了公司的零部件自制能力和效率，有效地促进了利润增长。2020 年上半年，公司已经打通了两个子公司的生产订单和库存处理数字平台，为进一步提升管理效率和节约维护成本做好了准备。第二条全自动铸件生产线，也将在全资子公司卡斯丁进入调试阶段。

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、关键假设与盈利预测

沪宁股份深耕电梯安全部件和重要部件细分市场，电梯安全部件产品为公司主要收入来源。电梯其他关键部件、其它收入占比较小，且发展不确定性较大，公司发展方向依然为电梯安全部件领域，我们假定这两项业务未来三年的收入与毛利率维持在2019年的水平。

**电梯安全部件收入未来有望保持快速增长。**公司坚持以“创新引领”为核心发展战略，推动多项创新产品的研发推广，加快经营模式由“市场驱动”向“产品驱动”转变。依靠产品的创新独特性，沪宁公司在行业内的盈利能力十分突出，并在2019年取得量价齐升的局面。2020年公司发展受疫情影响有限，三大战略探索性产品也取得了全新进展，同时公司启动新一轮的定增融资，从而打破公司产能瓶颈，并进一步提升产品竞争实力。我们看好公司未来能够在电梯安全部件领域取得快速成长，预计2020-2022年此项业务收入的增速分别有望达到40%、35%、30%。公司一直以创新为核心发展动力，产品在业内具备独特创新性，“新材料、新技术、新结构”相结合，不断推出性价比优势显著的产品，助力公司盈利能力在业内突出。基于公司卓越的创新能力，我们预计公司未来毛利率有望保持稳定提升，预计2020-2022年此项业务毛利率分别为36.00%、36.50%、37.00%。

表9：沪宁股份收入分项预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>电梯安全部件</b>						
收入	2.23	2.41	3.11	4.35	5.88	7.64
增速 (%)		8.07	29.05	40.00	35.00	30.00
成本	1.50	1.67	2.01	2.79	3.73	4.81
毛利	0.73	0.74	1.10	1.57	2.15	2.83
毛利率 (%)	32.93	30.62	35.47	36.00	36.50	37.00
<b>电梯其他关键部件</b>						
收入	0.31	0.31	0.28	0.28	0.28	0.28
增速 (%)		0.00	-9.68	0.00	0.00	0.00
成本	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
毛利	0.14	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08
毛利率 (%)	43.62	34.48	27.51	27.51	27.51	27.51
<b>其他主营业务</b>						
收入	0.05	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
增速 (%)		40.00	14.29	0.00	0.00	0.00
成本	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率 (%)	12.86	23.25	33.46	33.46	33.46	33.46
<b>总收入</b>						
收入	2.59	2.79	3.48	4.72	6.25	8.01
增速 (%)	2.08	7.72	24.73	35.75	32.26	28.22
成本	1.72	1.92	2.26	3.04	3.99	5.07
毛利	0.88	0.87	1.21	1.67	2.25	2.93
毛利率 (%)	33.98	31.18	34.77	35.38	36.00	36.59

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上,我们预测沪宁股份 2020-2022 年营业收入分别有望达到 4.72、6.25、8.01 亿元,增速分别为 35.75%、32.26%、28.22%,毛利率分别为 35.38%、36.00%、36.59%。公司 2020-2022 年净利润分别为 0.66、0.97、1.27 亿元,对应 EPS 为 0.77、1.13、1.49 元。

## 4.2、估值分析与投资评级

**相对估值:** 沪宁股份为国内电梯安全部件领域的龙头,也是 A 股上市公司中唯一一家专注于此领域的公司。电梯厂商为沪宁股份的下游,电梯厂商格局稳定,但受制下游房地产商压制,近年来盈利能力有所下滑,因此 A 股中电梯厂商的估值普遍较低,我们认为电梯厂商的估值并不能够反应出公司未来的成长属性。电梯产业市场空间大,属于万亿级别市场,部分企业依据独特的创新实力,有望在此获得成长,因此我们选择了两家涉及电梯零部件的优势企业汇川技术、麦格米特,作为可比公司。目前两家可比公司 2020/2021 年平均 PE 约为 54x/44x。沪宁股份仅为 50/34 倍,具有显著的估值优势。我们以 2021 年 44 倍估值计算,公司目标价为 50 元。

表 11: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 10 月 16 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300124.SZ	汇川技术	62.42	1,073.45	0.92	1.16	1.44	68	55	43
002851.SZ	麦格米特	33.90	170.15	0.84	1.11	1.45	40	32	23
	平均值						54	44	33
300669.SZ	沪宁股份	38.43	42.70	0.77	1.13	1.49	50	34	26

资料来源: 汇川技术、麦格米特为 wind 一致预期, 沪宁股份为光大证券研究所预测

**绝对估值:** 假设长期增长率为 2%; 假设公司未来税收政策较稳定, 公司为高新技术企业, 预测公司未来税率为 15.00%。

表 12: 沪宁股份绝对估值关键假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta$ (levered)	0.77
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.52%
税率	15.00%
Kd	3.70%
Ve	3694.20
Vd	5.90
目标资本结构	0.16%
WACC	6.51%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

表 13: 沪宁股份 FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(10.98)	-0.25%
第二阶段	1075.08	24.87%
第三阶段 (终值)	3259.21	75.39%
企业价值 AEV	4323.31	100.00%
加: 非经营性净资产价值	50.48	1.17%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	5.90	-0.14%
总股本价值	4367.89	101.03%
股本 (百万股)	85.42	
每股价值 (元)	<b>51.13</b>	
PE (隐含)	66.39	
PE (动态)	49.90	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 14: 敏感性测试结果 (元)

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.51%	56.52	62.03	69.12	78.55	91.73
6.01%	49.56	53.75	58.98	65.70	74.64
6.51%	43.91	47.16	<b>51.13</b>	56.09	62.47
7.01%	39.23	41.80	44.88	48.65	53.36
7.51%	35.29	37.36	39.80	42.73	46.31

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	51.13	35.29-91.73	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	49.91	34.07-90.51	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果, 沪宁股份的估值区间为 49.91~51.13 元。

投资评级: 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别有望达到 4.72、6.25、8.01 亿元, 增速分别为 35.75%、32.26%、28.22%, 毛利率分别为 35.40%、36.00%、36.59%。公司 2020-2022 年净利润分别为 0.66、0.97、1.27 亿元, 对应 EPS 为 0.77、1.13、1.49 元。综合相对估值与绝对估值两种方法, 我们给予沪宁股份 50 元目标价 (2021 年 PE 为 44x)。沪宁股份深耕电梯安全部件和重要部件细分市场, 依靠创新引领发展, 三大战略探索性产品也取得了全新进展, 同时公司启动新一轮的定增融资, 从而打破公司产能瓶颈, 并进一步提升产品竞争实力。我们看好公司未来能够在电梯安全部件领域取得快速成长, 因此我们首次覆盖给予“买入”评级。

## 5、风险提示

**1、宏观经济波动及下游行业景气程度变化风险。**2020年伊始，“新冠肺炎”来势汹汹，对于全球经济产生了巨大影响，特别是对第三产业和进出口领域的影响比较大。电梯行业虽不属于受影响较大的行业，但宏观经济的影响仍然会产生连带效应。因此，公司业绩可能会受到宏观经济波动及下游行业景气程度变化风险。

**2、新产品研发不能及时转换成商品的风险。**多项新产品研发项目的进程如果协调不好，例如研发的验证信息和各种实验的进程协调出现问题，那么新产品就有不能快速按计划落地的风险，不能及时转化成商品，无法取得经营成果，存在由于研发时间延后带来的失去市场机遇的风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	279	348	472	625	801
营业成本	193	227	305	400	508
折旧和摊销	8	12	19	23	27
税金及附加	3	3	4	6	7
销售费用	12	14	19	25	32
管理费用	22	30	38	44	56
研发费用	15	17	23	30	38
财务费用	-1	-1	2	4	6
投资收益	7	0	1	3	0
营业利润	43	65	86	123	158
利润总额	43	65	77	114	149
所得税	5	10	12	17	22
净利润	38	55	66	97	127
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	38	55	66	97	127
EPS(按最新股本计)	0.45	0.64	0.77	1.13	1.49

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	22	51	45	76	110
净利润	38	55	66	97	127
折旧摊销	8	12	19	23	27
净营运资金增加	5	-129	69	83	95
其他	-28	114	-109	-127	-139
投资活动产生现金流	-24	-42	-68	-67	-70
净资本支出	-22	-26	-70	-70	-70
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2	-15	2	3	0
融资活动现金流	-20	-21	88	29	5
股本变化	0	1	0	0	0
债务净变化	15	-15	109	57	45
无息负债变化	-4	21	6	18	22
净现金流	-22	-11	64	38	44

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	30.8%	34.9%	35.4%	36.0%	36.6%
EBITDA 率	15.3%	20.8%	22.7%	23.9%	24.3%
EBIT 率	12.4%	17.3%	18.7%	20.3%	20.9%
税前净利润率	15.5%	18.6%	16.4%	18.3%	18.6%
归母净利润率	13.6%	15.8%	13.9%	15.5%	15.8%
ROA	7.3%	9.6%	9.0%	11.0%	12.2%
ROE(摊薄)	8.1%	10.7%	11.8%	15.3%	17.5%
经营性 ROIC	6.2%	13.9%	15.3%	17.3%	18.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	10%	11%	24%	28%	30%
流动比率	7.24	7.12	2.90	2.44	2.30
速动比率	6.53	6.36	2.59	2.15	2.01
归母权益/有息债务	31.04	-	5.10	3.81	3.44
有形资产/有息债务	32.59	-	6.27	4.93	4.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	520	573	735	883	1,043
货币资金	64	54	118	156	200
交易性金融资产	0	175	175	175	175
应收账款	88	102	135	178	228
应收票据	6	1	1	1	2
其他应收款(合计)	7	2	3	4	6
存货	35	42	55	72	91
其他流动资产	154	15	15	15	15
流动资产合计	355	395	506	607	724
其他权益工具	0	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	126	140	157	175
在建工程	40	14	29	39	44
无形资产	28	27	44	60	74
商誉	3	3	3	3	3
其他非流动资产	6	3	3	3	3
非流动资产合计	165	178	229	276	319
总负债	55	60	176	251	317
短期借款	15	0	109	166	211
应付账款	19	24	31	40	51
应付票据	0	3	3	4	5
预收账款	1	0	2	3	4
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	49	55	174	249	315
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	5	5	2	2	2
股东权益	466	512	558	632	725
股本	84	85	85	85	85
公积金	300	321	328	337	348
未分配利润	81	115	154	219	302
归属母公司权益	466	512	558	632	725
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.44%	4.13%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	7.85%	8.73%	8.00%	7.00%	7.00%
财务费用率	-0.31%	-0.15%	0.33%	0.69%	0.76%
研发费用率	5.36%	4.81%	4.80%	4.80%	4.80%
所得税率	12%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.23	0.27	0.40	0.52
每股经营现金流	0.26	0.60	0.52	0.89	1.28
每股净资产	5.53	6.00	6.54	7.40	8.49
每股销售收入	3.31	4.07	5.53	7.31	9.38

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	85	60	50	34	26
PB	6.9	6.4	5.9	5.2	4.5
EV/EBITDA	76.6	43.5	30.1	21.9	17.1
股息率	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	1.4%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼