

震安科技：抗震立法驱动下的增长点

——公司深度研究

证券分析师：王介超
电话：18600570430
执业证号：S1190519100003
证券分析师助理：任菲菲
电话：13046033778

2019-12-08

一，公司是减隔震细分行业龙头，参编多项行业标准

二，工程抗震条例颁布在即，有望带动市场全面扩张

三，行业需求远大于供给，头部企业将率先受益

四，把握研发+市场，打造抗震领域核心竞争力

五，财务分析与盈利预测

六，风险提示

公司是减隔震行业龙头公司，产品覆盖全系列建筑隔震橡胶支座和建筑消能阻尼器等，主要应用于学校、医院、商住地产、重大市政工程等对抗震设防要求高的建筑，承接了较多国内重大项目，广受国家及地方认可，凸显行业领军地位。

➤ 工程抗震条例颁布在即，有望带动市场全面扩张

自2018年以来，司法部与住建部进行多次《建设工程抗震管理条例》立法意见征集，将原有“优先采用”“鼓励”“提倡”的口径调为“应当”“保证”，从处罚措施来看，不再只是从前的少量罚款，针对违反情况将给予更大范围更强力度的处罚，不仅相关机关工作人员，乃至勘察、设计、施工、检测鉴定各环节单位及人员，从建筑方面加大抗震力度，以进一步做好灾前预防。2019年立法规划再提该条例，预计抗震立法将快速推进，有望带动减隔震市场全面扩张。

➤ 空间测算：行业需求远大于供给

抗震立法在即，我们假设强制执行进展顺利，预计行业总空间约205~492亿，假设公司维持全国30%的市占比，当前已有减隔震市场约15亿左右，开拓进度仅3.05%-7.32%，综合需求远大于供给。

➤ 公司市占率约30%，行业壁垒护航，预计“强者恒强”持续

- 1) 从产品标准的角度，减隔震产品标准重重，并且过去除云南省外其他地区执行隔震橡胶支座国家标准，技术指标要求较低，对于北京新机场等要求较高的重大项目，只有技术水平较高的公司才有较强竞争力；
- 2) 因涉及生命及财产安全，产品质量检测环节较为重要，除生产企业需通过型式检验外，产品出厂前仍需进行内部检测，和第三方独立检测等，多年良好口碑的头部企业更易获得客户选择；
- 3) 减隔震产业长期与设计、施工、业主等单位往来较多，与产业链上游资源与下游客户都维持合作，具有较好的先发优势。

➤ 把握区位优势，向全国扩张

公司多年来以隔震产品为主业，占比约80%左右，也是抗震效果较好的一类，减弱地震效果约可达50-80%，同时具备售价高、毛利率高的特征，18年产量/销量分别扩张20.31%/44.17%；随着行业扩张，目前公司已逐步具备减震产品市场开拓的实力，覆盖领域愈加广泛。

公司目前主业布局全国多个省市，包括云南，以及省外如新疆、北京、山东、海南、甘肃、四川、西藏、广西、广东等地区，所布局区域均为全国设防烈度较高的地区，多年的布局经营有望助力其在未来市场开拓中赢得先机。

➤ 注重研发投入，掌握核心技术

从团队人员和研发投入的角度来看，公司2012年就成立周福霖院士工作站（云南科技厅批准为第一批院士专家工作站），截至2018年拥有相关领域技术、研发人员94人，占总员工人数24.93%，与同行业可比公司相比处于较高水平。

投资建议：预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.05、1.49、1.93亿，EPS分别为1.31/1.86/2.41，对应PE分别为43.2/30.4/23.5，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：基建投资下滑

盈利预测

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	459	400	516	671
增长率（%）	70.4%	-13.0%	29.1%	30.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	114	105	149	193
增长率（%）	75.0%	-8.5%	42.0%	29.6%
每股收益（元）	1.91	1.31	1.86	2.41
PE（现价）	29.7	43.2	30.4	23.5
PB	6.1	2.8	2.5	2.3

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

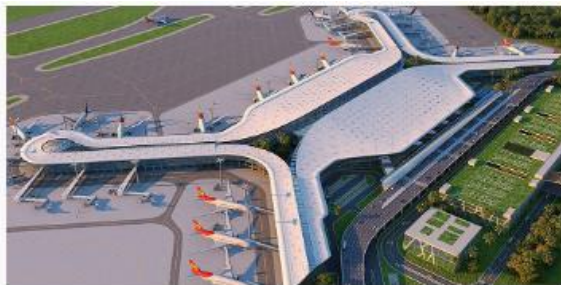
公司主要提供减隔震技术咨询，结构分析设计，减隔震产品研发、生产、监测、安装指导及更换，减隔震建筑监测、维护等产品及服务，自2010年成立以来深耕减隔震领域，已成国内规模领先的减隔震产品生产基地。

公司产品覆盖全系列建筑**隔震橡胶支座**和**建筑消能阻尼器**（黏滞阻尼器、金属屈服型阻尼器、屈曲约束耗能支撑、摩擦阻尼器、调谐质量阻尼器）等，主要应用于**学校、医院、商住地产、重大市政工程**等对抗震设防要求高的建筑，承接了较多国内重大项目，广受国家及地方认可，在减隔震领域中凸显行业领军地位。

图表1：公司参与代表性重大项目



北京新机场航站楼项目



海南美兰机场二期航站楼扩建工项目



天津液化天然气(LNG)储罐项目

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

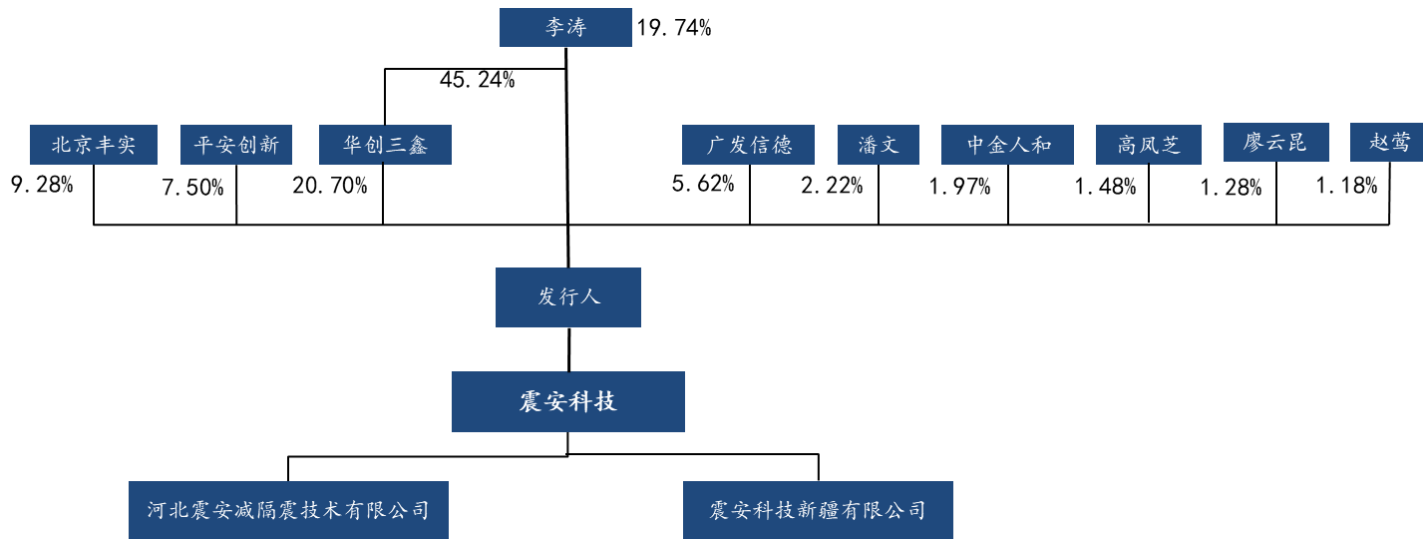
图表2：主要行业标准/规范（标蓝为公司主要参编）

标准/规范名称	标准/规范号	备注
建筑抗震设计规范	GB 50011-2010	通用
橡胶支座 第1部分：隔震橡胶支座试验方法	GB 20688_1-2007	隔震
橡胶支座 第3部分：建筑隔震橡胶支座	GB 20688_3-2006	隔震
橡胶支座 第5部分：建筑隔震弹性滑板支座	GB 20688_5-2014	隔震
建筑隔震橡胶支座	JG 118-2000	隔震
叠层橡胶支座隔震技术规程	CECS 126:2001	隔震
建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验规范	DBJ53/T-47-2012	隔震
建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收规范	DBJ53/T-48-2012	隔震
建筑隔震工程专用标识技术规程	DB53/T-70-2015	隔震
建筑隔震工程施工及验收规范	JGJ360-2015	隔震
建筑消能阻尼器	JG/T209-2012	减震
建筑消能减震技术规程	JG-297-2013	减震
建筑机电工程抗震设计规范	GB-50981-2014	抗震
新疆-建筑消能减震应用技术规程	XJJ075-2016	减震
福建省建筑工程隔震橡胶支座和装置施工及验收规程	DBJ/T13-252-2016	隔震
建筑隔震摩擦技术规程		隔震
低屈服点钢应用规程		减震

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司股权相对集中。截至今年三季报，第一和第二股东分别为华创三鑫投资管理有限公司、董事长李涛，持股比例分别为20.7%、19.74%，其中华创三鑫的最大股东为李涛，持股比例45.24%。董事长通过华创三鑫及个人直接合计持股比例约29.1%，为公司实际控制人。

图表3：公司股权结构



资料来源：wind，太平洋研究院整理

过去政策力度不强，多以“鼓励式”防震规定为主，对于违规者处罚力度较弱，并无强制性推行措施：

- 1) 早在1997年《中华人民共和国防震减灾法》就已颁布，但对于“不按照抗震设计进行施工”处罚规范为“责令改正”“逾期不改正的，处三万元以上三十万元以下的罚款”，并无其他处罚措施；
- 2) 2006年《国家防震减灾规划2006-2020》提出的防灾目标为“2020年基本具备综合抗御6级左右”，并无具体高烈度区建筑标准规划；
- 3) 2010年《建筑抗震设计规范》也曾提及建筑结构的抗震性能设计标准，针对6度及以上地区建筑抗震设计提出必要性，并补充了关于7度(0.15g)和8度(0.30g)设防的抗震措施规定，但并未形成法律规范条文，司法部门并未对该领域进行立法规范；
- 4) 2014年住建部发布的《关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见》中也仅使用了“优先采用”“鼓励”“提倡采用”等字眼。

自2018年以来，司法部与住建部进行多次《建设工程抗震管理条例》立法意见征集，将原有“优先采用”“鼓励”“提倡”的口径调为“应当”“保证”，从处罚措施来看，不再只是从前的少量罚款，针对违反情况将给予更大范围更强力度的处罚，不仅相关机关工作人员，乃至勘察、设计、施工、检测鉴定各环节单位及人员，从建筑方面加大抗震力度，以进一步做好灾前预防。2019年立法规划再提该条例，预计抗震立法将快速推进，有望带动减隔震市场全面扩张。

图表4：法律法规及政策进展情况

法律法规及政策	发布部门	发布时间	主要内容
《中华人民共和国防震减灾法》	全国人大常委会	97年首版，08年修订	未依法进行地震安全性评价，或者未按照地震安全性评价报告所确定的抗震设防要求进行抗震设防的，由国务院地震工作主管部门或者县级以上地方人民政府负责管理地震工作的部门或者机构责令限期改正； 逾期不改正的，处三万元以上三十万元以下的罚款。
《房屋建筑工程抗震设防管理规定》	建设部	2006年1月27日	国家 鼓励 采用先进的科学技术进行房屋建筑工程的抗震设防。制定、修订工程建设标准时，应当及时将先进适用的抗震新技术、新材料和新结构体系纳入标准、规范，在房屋建筑工程中推广使用。新建、扩建、改建的房屋建筑工程，应当按照国家有关标准和工程建设强制性标准进行抗震设防。任何单位和个人不得降低抗震设防标准。产权人和使用人不得擅自变动或者破坏房屋建筑抗震构件、隔震装置、减震部件或者地震反应观测系统等抗震设施。
《国家防震减灾规划（2006-2020年）》	国务院办公厅	2006年12月6日	到2020年，我国基本具备综合抗御6.0级左右、相当于各地区地震基本烈度的地震的能力，大中城市和经济发达地区的防震减灾能力达到中等发达国家水平。
《防震减灾规划（2016-2020年）》	发改委、地震局	2016年12月2日	力争用10—15年时间，扭转农村不设防的状况。以全国地震重点监视防御区和VIII度以上地震高烈度区所在地为主， 重点对1800多万户农居进行抗震加固或新建，提高农居抗震防灾能力。
《建筑抗震设计规范（GB50011-2010）》	住房和城乡建设部、国家质量监督检验检疫总局	2010年5月31日	抗震设防烈度为 6度及以上地区的建筑，必须进行抗震设计。 本规范适用于抗震设防烈度为6、7、8和9度地区建筑工程的抗震设计以及隔震、消能减震设计。
《产业结构调整指导目录（2011年本）/（2013年修订本）/2019年版》	国家发展和改革委员会	2011年3月27日 /2013年2月16日 /2019年10月30日	鼓励类 “二十一、建筑”第1项“建筑隔震减震结构体系及产品研发与推广”； 鼓励 城市轨道交通减震、降噪技术应用
《关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》	住房和城乡建设部	2014年2月21日	对于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度区、地震重点监视防御区或地震灾后重建阶段的新建3层（含3层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑， 应优先采用减隔震技术 进行设计。 鼓励 重点设防类、特殊设防类建筑和位于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度区的建筑采用减隔震技术。对抗震安全性或使用功能有较高需求的标准设防类建筑 提倡采用减隔震技术。
建设工程抗震管理条例（征求意见稿）	司法部、住建部	2018/2019年	针对违反情况，自上到下，对国家机关工作人员、建设单位、勘察单位、设计单位、施工单位、施工图审查单位、检测机构、鉴定单位等 接触到项目各个环节的人员及单位设立法律责任，涉及范围广 ；学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑， 应当按照高于一般房屋建筑的要求采取抗震措施。 位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑 应当采用隔震减震技术 ，保证发生本区域设防地震时不丧失建筑功能。

资料来源：太平洋研究院整理

图表5：地方政策汇总

政策名称	政策文号	地域范围
住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）	建质[2014]25号	全国
《云南省隔震减震建筑工程促进规定》	云南省政府令第202号	云南
关于进一步加快我省减隔震技术的应用通知	云建震[2012]131号	云南
《云南省隔震减震建筑工程促进规定实施细则》	建质[2014]25号	云南
云南省住房和城乡建设厅关于明确隔震减震建筑工程有关问题的通知	云建震[2017]294号	云南
关于进一步加快我省减隔震技术的应用通知	云建震（2012）131号	云南曲靖
山东省住房和城乡建设厅关于积极推进建筑工程减隔震技术应用的通知	建质[2014]25号	山东
关于加快推进自治区减隔震技术应用的通知	新建抗[2014]2号	新疆
四川省住房和城乡建设厅关于转发《住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》的通知	建质[2014]25号	四川
省住房和城乡建设厅转发住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）的通知	豫建[2014]64号	河南
转-发住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）的通知	建质[2014]25号	河北
转-发《住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》的通知	建质[2014]25号	海南
省住房和城乡建设厅关于在房屋建筑工程中进一步推广应用减隔震技术的通知	苏建抗〔2015〕610号	江苏
安徽省住房城乡建设厅转发《住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》的通知	建质〔2014〕25号	安徽
住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）	成震发〔2018〕13号	成都
住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）		辽宁
国际港务区管理委员会 关于转发加快推进建筑隔震技术应用工作意见的通知	西港发〔2013〕70号	西安
关于加快建设工程推广应用减隔震技术的意见	建质〔2014〕25号	深圳
山西省住房和城乡建设厅关于积极推进建筑工程减隔震技术应用的通知	晋建质字〔2014〕115号	山西
甘肃省住房和城乡建设厅关于转发《住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》及进一步做好我省减隔震技术推广应用工作的通知	甘建设〔2014〕260号	甘肃
关于贯彻省住建厅《关于积极推进建筑工程减隔震技术应用的通知》的通知	青建城字[2016]90号	青岛
厦门市建设局文件-关于在我市房屋建筑工程中推广应用减隔震技术的意见	厦勘设〔2016〕3号	厦门
城乡建设局关于加快推进建设工程减隔震技术应用的通知	通建抗〔2018〕312号	江苏南通
关于积极推进建筑工程减隔震技术若干意见的通知	安住建〔2017〕408号	河南安阳
关于在我市房屋建筑工程中推广应用抗震新技术（减隔震技术）的通知	合建[2014]88号	安徽合肥
执行《关于加快推进减隔震技术推广应用工作的通知》审查提示函	临图审文[2016]4号	山东临沂
（全国）中华人民共和国司法部关于建设工程抗震管理条例（征求意见稿）		全国
合肥房屋将提供减隔震“说明书”		安徽合肥

资料来源：太平洋研究院整理

（一）减隔震行业空间测算

抗震立法在即，我们假设强制执行进展顺利，预计行业总空间约205~492亿，假设公司维持全国30%的市占比，当前已有减隔震市场约15亿左右，开拓进度仅3.05%-7.32%，综合需求远大于供给。

测算方法：以8度区面积类推。

核心假设：

1) 全国8度区面积约33.54万平方公里；

2) 假设测算上限：全国8度区全部采用减隔震技术；

测算下限：全国8度区仅非经营性公共建筑采用减隔震技术；

3) 全国各区域内施工面积占比均匀，则区域总面积/施工面积围绕某一恒定数值上下波动，截至18年全国总施工面积约1408920.41万平米，我们假设该面积不变，8度区施工面积约49224.14万平米；非经营面积约为586620.17万平米，其中8度区约20495万平方米；

4) 减隔震产品造价约100元/平米（按施工面积）。

测算结果：

行业容量1 = 20495万平米 * 100元 / 10000 = 204.95亿元；行业容量2 = 49224.14万平米 * 100元 / 10000 = 492.24亿元。

市场开拓进度=3.05%-7.32%。

图表6：空间测算——假设

	总面积	8度区面积	8度区占比
全国	960	33.54	3.49%
云南	39	16.77	43.00%
云南占比	4.06%	50.00%	

资料来源：太平洋研究院整理

图表7：空间测算——结果

	下限		上限	
万平米	全国总施工	8度区施工	全国总施工	8度区施工
施工面积	586620.17	20495.04	1408920.00	49224.14
总面积/总施工	1636.49	1636.49	681.37	681.37
100元/平	100.00	100.00	100.00	100.00
空间、万元	58662017.00	2049504.22	140892000.00	4922414.25

资料来源：太平洋研究院整理

（二）行业竞争格局及壁垒

公司深耕全国房屋减、隔震市场，占有率约30%左右，目前全行业竞争对手公司规模较小且擅长领域略有不同。

从市场拓展以及技术标准的角度来看，该行业具有一定壁垒，预计行业竞争格局呈现“强者恒强”局面：

- 1) 从产品标准的角度，减隔震产品需满足**国家标准、省地方标准、行业标准**等重重标准，并且过去除云南省外其他地区执行隔震橡胶支座国家标准，技术指标要求较低，主要以价格竞争为主，对于北京新机场、北京行政副中心等要求较高的重大项目，只有技术水平较高的公司才有较强的竞争力；
- 2) 因行业涉及生命及财产安全，产品质量检测环节较为重要，除生产企业需通过型式检验外，产品出厂前仍需进行内部检测，和第三方独立检测等，多年良好口碑的头部企业更易获得客户选择；
- 3) 减隔震产业长期与设计、施工、业主等单位往来较多，与产业链上游资源与下游客户都维持合作，具有较好的先发优势。

图表8：行业内主要竞争对手情况一览

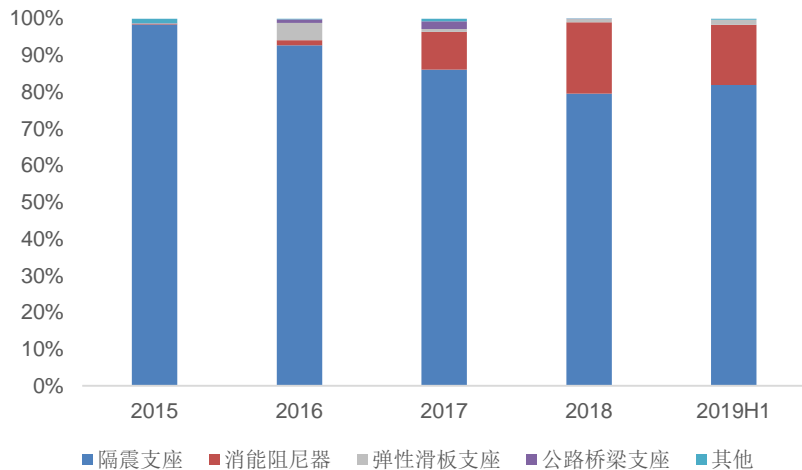
代码	公司名称	创立时间	主要产品	员工	规模
-	无锡圣丰建筑新材料有限公司	1983（原）	建筑隔震橡胶支座系列，建筑用阻尼器系列，滑移支座	250（母公司）	
-	衡水震泰隔震器材有限公司	1997	隔震橡胶支座、滑移支座、消能减振器	466	
-	广东宇泰减震科技有限公司	1992	隔震减震器材		
-	四川强实隔震科技有限公司	2008	四川强实隔震科技有限公司	150	
-	柳州东方工程橡胶制品有限公司	1993	桥梁支座，桥梁伸缩装置、减隔震支座、阻尼器	400	
300587	浙江天铁实业股份有限公司	2003	轨道结构减振产品、嵌丝橡胶道口板	786	4.9亿
835415	苏州海德新材料科技股份有限公司	2007	桥梁支座、房屋隔震支座等	305	2亿，房屋隔震支座约0.7亿
871031	上海路博减振科技股份有限公司	1996	钢支座、橡胶支座、阻尼	95	0.63亿
300767	震安科技股份有限公司	2010	隔震支座、消能阻尼器等	377	4.6亿

资料来源：太平洋研究院整理

（一）公司产品为减震+隔震，区域、产能快速扩张

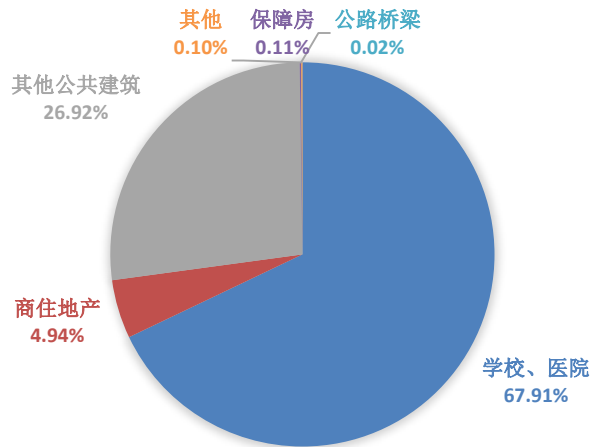
减震、隔震双管齐下，产品应用面广。公司多年来以隔震产品为主业，占比约80%左右，也是抗震效果较好的一类，减弱地震效果约可达50-80%，同时具备售价高、毛利率高的特征，18年产量/销量分别扩张20.31%/44.17%；随着行业扩张，目前公司也已逐步具备减震产品市场开拓的实力，覆盖领域愈加广泛。

图表9：公司主要布局板块



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表10：公司产品主要应用领域



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(一) 公司产品为减震+隔震，区域、产能快速扩张

图表11：公司主要产品对比

公司主要产品	建筑隔震橡胶支座	弹性滑板支座	公路桥梁支座	消能阻尼器
分类		隔震		减震
抗震效果		抗震作用50-80%		抗震作用20-30%
收入占比	79.61%	0.93%	0.02%	19.37%
应用范围	低、多、中高层建筑物，大型建筑，公路桥梁等	电梯、连廊等特殊建筑部位	抵御车辆共振	在建筑结构的某些部位（如支撑、剪力墙、节点、联结缝或预埋件、楼层空间、相邻建筑间、主附结构间等）；或单独用于减震建筑。
抗震原理	使用橡胶等柔性材料制成橡胶隔震支座，并设置在建筑物的底部或下部，与上部结构之间形成柔性隔震层，来吸收和消耗地震能量，减少输入到建筑上部结构的地震能量	当水平力大于摩擦力时，上部结构与基础将发生相对滑动，确保上部结构安全	是连接桥梁上部结构和下部结构的重要部件，起着将上部结构静荷载和动荷载集中传递至桥墩台的作用，同时满足上部结构因荷载、温度变化等因素作用下产生的变形	在建筑结构的某些部位（如支撑、剪力墙、节点、联结缝或预埋件、楼层空间、相邻建筑间、主附结构间等）设置消能阻尼装置或元件，通过消能装置产生摩擦非线性滞回变形耗能来耗散或吸收输入结构中的地震能量，以减小主体结构的地震反应，从而避免结构产生破坏或倒塌
类别	普通橡胶隔震支座（不含铅芯）、铅芯橡胶隔震支座、高阻尼橡胶隔震支座等	-	板式橡胶支座、盆式橡胶支座、球形钢支座和其他特殊曲面钢支座	粘滞阻尼器、屈曲约束耗能支撑、金属屈服阻尼器、黏弹阻尼器、金属橡胶型摩擦消能器
公司主要产品	普通橡胶隔震支座（不含铅芯）和铅芯叠层橡胶支座，弹性滑板支座	弹性滑板支座，主要与公司生产的橡胶隔震支座配套销售		粘滞阻尼器，主要与公司生产的橡胶隔震支座配套使用；公司研制的粘滞阻尼器、屈曲约束耗能支撑、金属屈服阻尼器、黏弹阻尼器、金属橡胶型摩擦消能器已经完成型式检验，可单独用于建筑减震工程项目

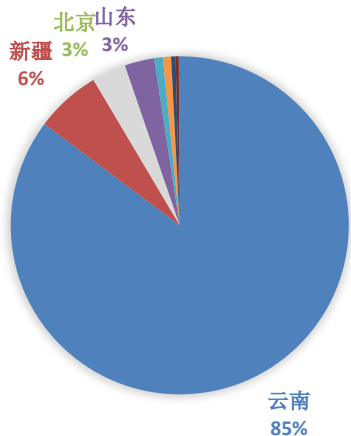
资料来源：太平洋研究院整理

（一）公司产品为减震+隔震，区域、产能快速扩张

公司自身具有一定区位优势。公司所在地云南省全国国土面积均处于6度及以上地震烈度设防区，其中7度和8度设防面积占全省总面积的78.6%，加9度区占比高达84%，是全国设防区面积最大的省份。

立足云南，布局全国核心区域。公司目前主业布局全国多个省市，包括云南，以及省外如新疆、北京、山东、海南、甘肃、四川、西藏、广西、广东等地区，所布局区域均为全国设防烈度较高的地区，多年的布局经营有望助力其在未来市场开拓中赢得先机。

图表12：公司主要布局区域



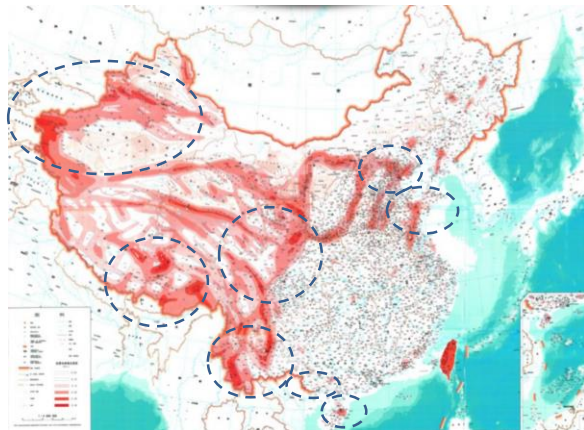
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表13：全国主要高烈度设防区强制或优先使用的情况

区域	强制或优先使用情况（主要8度以上）
云南	学校和医院强制使用
山西	
甘肃	
山东	学校和三级医院强制使用
新疆	具备条件的房屋、市政工程等强制使用
四川	学校和医院优先使用
海南	
合肥	重大医疗用建筑强制使用，学校优先使用

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表14：公司以需求定布局（图为地震局抗震设防烈度图）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（二）注入大量研发，掌握减隔震核心技术

公司主要生产工艺特点及难点：隔震橡胶支座主要组成部分为橡胶和钢板，一方面橡胶必须具备较好的物理机械性能、抗老化性能及耐候性，因此橡胶配方较为特殊，且经过塑炼、混炼、硫化等一系列工艺锤炼性能，另一反面，产品中橡胶和钢板表面粘合程度较高，工艺相对精细。

从团队人员和研发投入的角度来看，公司2012年就成立周福霖院士工作站（云南科技厅批准为第一批院士专家工作站），截至2018年拥有相关领域技术、研发人员94人，占总员工人数24.93%，与同行业可比公司相比处于较高水平。

图表15：公司与可比公司研发情况对比

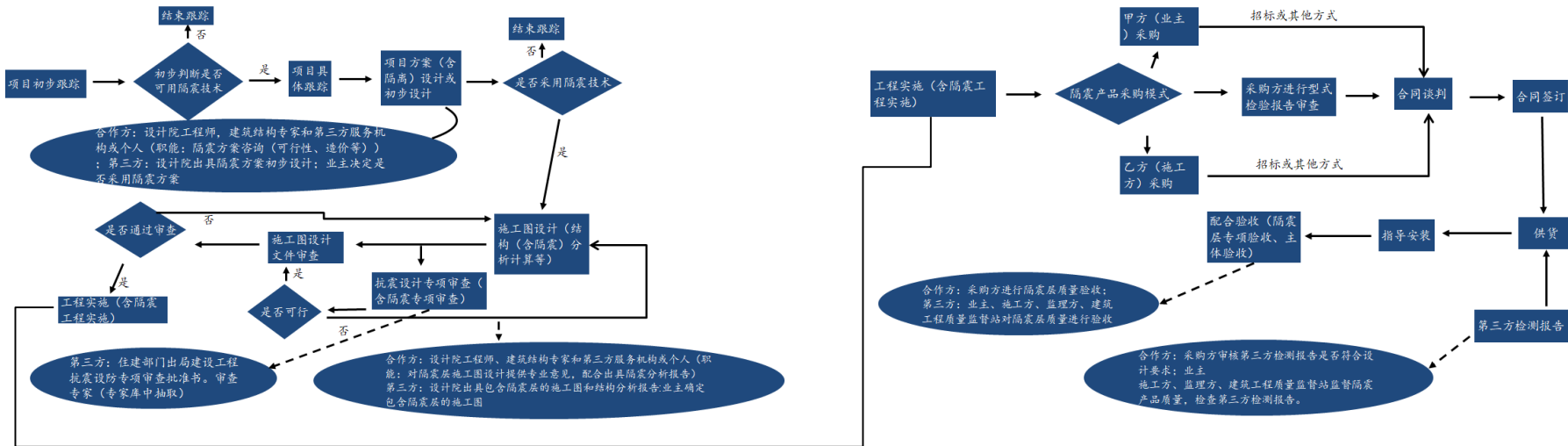
证券代码	证券简称	主要经营	销售毛利率	销售净利率	技术人员占比	研发支出占营业收入比例 %	本科及以上学历人员比例
835415.OC	海德科技	桥梁支座（58%），房屋隔震支座（35%）	27.46	5.26	1.97	4.12	8.20
300587.SZ	天铁股份	轨道工程橡胶制品（88%）	55.83	16.88	7.76	2.91	18.45
831820.OC	容大股份	阻尼器（92%）	44.63	24.26	21.28	5.41	36.17
871031.OC	路博科技	钢支座（60%）橡胶支座（22%）	43.16	6.59	8.42	12.95	21.05
300767.SZ	震安科技	房屋隔震（80%），桥梁隔震，阻尼器等	55.87	24.91	24.93	3.17	40.85

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（三）上下游合作多年，早已形成“口碑+”竞争力

公司业务招投标比例较低，2018年营收中来自招投标的比例仅为22.50%，客户获取多依靠自身产品竞争力及合作口碑，下游客户虽相对分散，2016/2017/2018年第一大客户占比分别为36.63%/16.94%/24.56%，但与云南省建设投资控股集团、北京城建集团等头部地方公司，中国建筑、中铁建等建筑央企均合作紧密。

图表16：公司主营业务销售流程

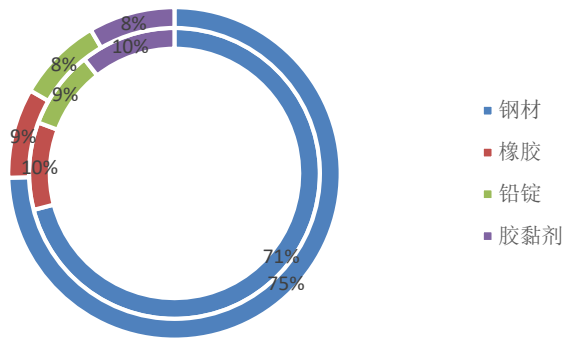


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（三）上下游合作多年，早已形成“口碑+”竞争力

公司产品涉及原材料主要包括钢材、橡胶、铅锭、胶黏剂等，近三年来前五名材料供应商比重合计约50-60%左右，但第一大供应商所占比重也较少超过20%，同时合作较为稳定，2018年前五大供应商为常州容大结构减振股份有限公司、攀钢集团国际经济贸易有限公司昆明分公司、重庆钢铁、南阳汉冶特钢公司、昆明康乾政羽工贸，近三年内均名列公司前五大供应商2-3次。

图表17：公司各类原材料比重（外环成本、内环采购）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表18：2018年前五大供应商与公司近三年合作情况

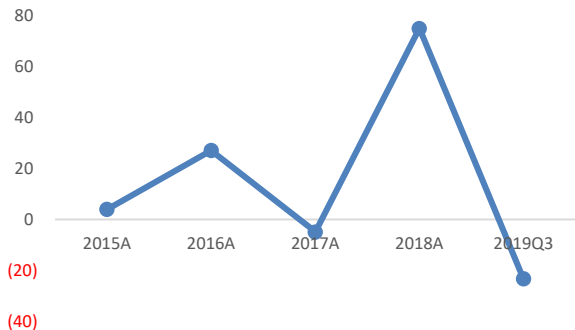
供应商	2018	2017	2016
常州（江苏）容大结构减振股份有限公司	16.54%	7.55%	
攀钢集团国际经济贸易有限公司昆明分公司	16.08%	17.92%	14.51%
重庆钢铁股份有限公司	13.51%		14.24%
南阳汉冶特钢公司	8.01%	11.20%	13.25%
昆明康乾政羽工贸有限公司	7.07%	7.08%	

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（一）财务分析

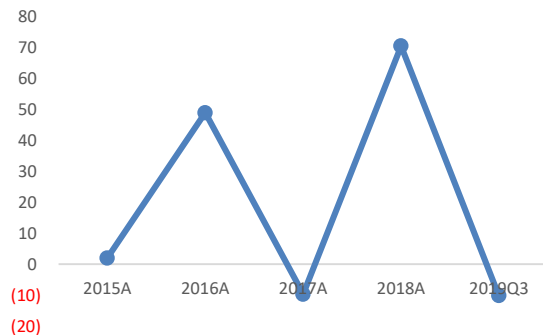
- 1) 公司2019Q3营收与归母净利润增速分别为-10.04%/-23.26%，与去年相比有所下降，主要是因为公司下游施工方客户不能及时收到工程建设款而拖欠公司货款，受制于建筑行业的周转情况，但公司合作方多为地方国企及央企，保障性相对较高，随着年底或明年收回相应款项，预计有望迎来较好的业绩释放。
- 2) 从盈利能力指标来看，公司19年净利率、毛利率均呈现回升态势，虽然销售费率略有上升，但主要是由于业务扩张导致，公司在行业中处于龙头地位，议价能力相对较高，盈利能力有望保持稳健向上。

图表19: 2015A-2019Q3归母净利润同比增速



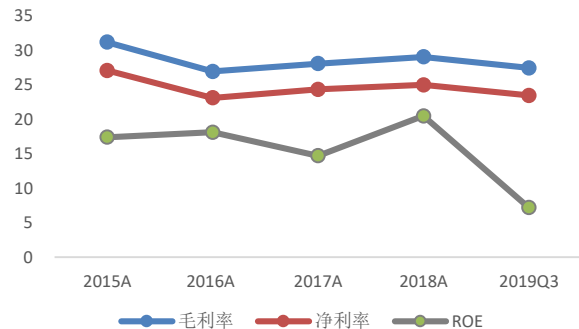
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表20: 2015A-2019Q3营收同比增速



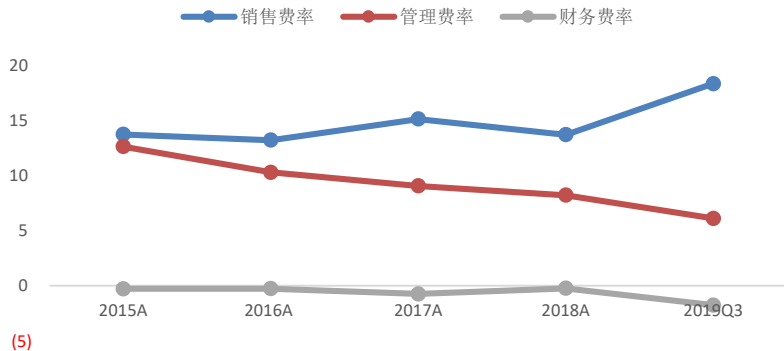
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表21: 盈利能力



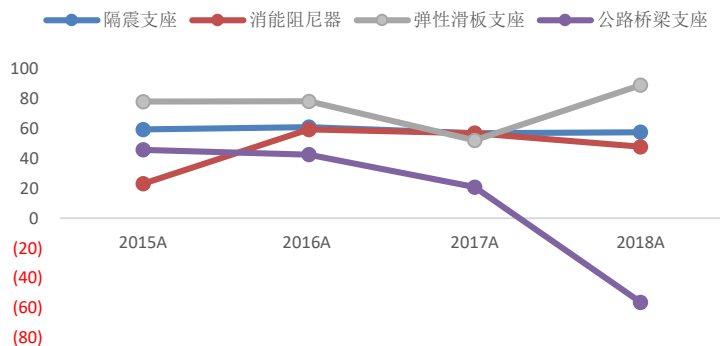
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表22: 费用率



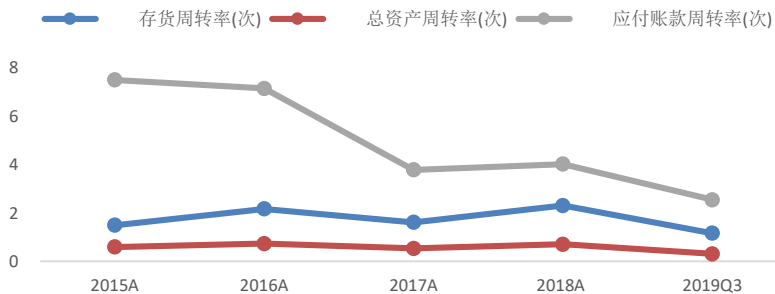
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表23: 毛利率



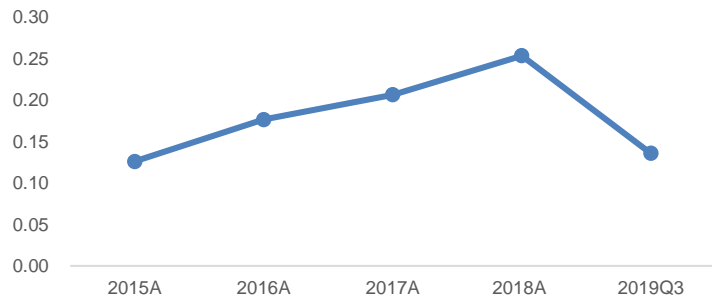
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表24: 2016A-2019Q3周转率



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表25: 资产负债率

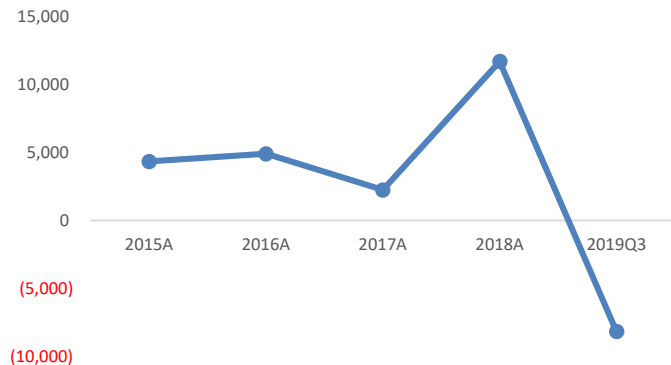


资料来源: wind, 太平洋研究院整理

- 3) 公司19年前三季度杠杠率降低且稳定在较低水平，净利率与周转率稳步向上，有望带动ROE进一步提升。
- 4) 19年现金流表现略有承压，主要是经营性现金流降至负值，或因下游客户回款较慢所致。
- 5) 19年付现比与收现比趋势呈现同步的现象，Q1-Q2、Q2-Q3分别同步呈现下降、上升趋势，下半年回款或已开始有所改善，公司也有望随着施工方回款改善而逐步释放业绩。

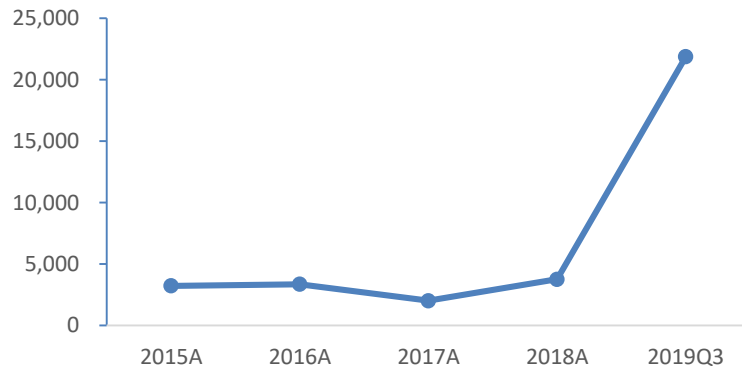
综合来看，公司财务状况整体较好，当前成长性限制因素仅在于下游施工方的回款情况，但行业需求远大于供给，公司产能也在持续扩张，随着扩张产能逐步投产，公司有望满载而行且快速成长。

图表26: 经营性现金流



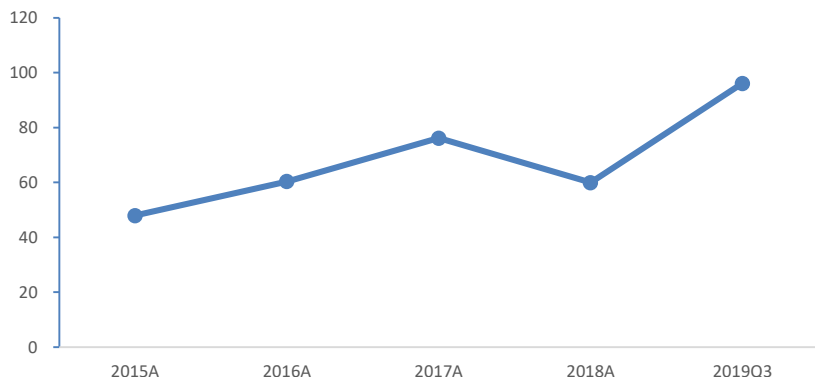
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表26: 净现金流



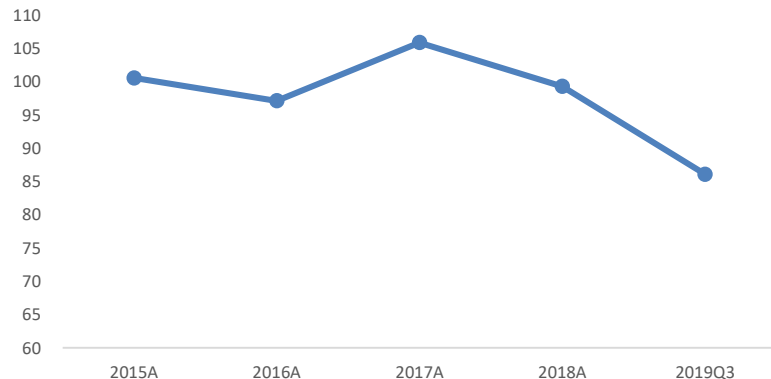
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表28：付现比



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表29：收现比



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表30：可比公司盈利指标对比

证券代码	证券简称	主要经营	销售毛利率	销售净利率	ROE
835415.OC	海德科技	桥梁支座（58%），房屋隔震支座（35%）	27.46	5.26	8.48
300587.SZ	天铁股份	轨道工程橡胶制品（88%）	55.83	16.88	8.82
831820.OC	容大股份	阻尼器（92%）	44.63	24.26	43.81
871031.OC	路博科技	钢支座（60%）橡胶支座（22%）	43.16	6.59	8.51
300767.SZ	震安科技	房屋隔震（80%），桥梁隔震，阻尼器等	55.87	24.91	22.75

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（二）盈利预测

预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.05、1.49、1.93亿，EPS分别为1.31/1.86/2.41，对应PE分别为43.2/30.4/23.5，首次覆盖给予“增持”评级。

图表31：盈利预测

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	459	400	516	671
增长率（%）	70.4%	-13.0%	29.1%	30.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	114	105	149	193
增长率（%）	75.0%	-8.5%	42.0%	29.6%
每股收益（元）	1.91	1.31	1.86	2.41
PE（现价）	29.7	43.2	30.4	23.5
PB	6.1	2.8	2.5	2.3

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

五、财务分析及盈利预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	459	400	516	671
营业成本	203	177	217	275
营业税金及附加	6	5	6	8
销售费用	63	60	82	104
管理费用	38	36	51	64
研发费用	11	13	16	20
EBIT	139	109	145	200
财务费用	(1)	(10)	(25)	(22)
资产减值损失	12	0	0	0
投资收益	3	2	2	2
营业利润	133	122	173	225
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	134	123	175	227
所得税	20	19	26	34
净利润	114	105	149	193
归属于母公司净利润	114	105	149	193
EBITDA	146	116	152	207

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	114	105	149	193
折旧和摊销	19	7	7	7
营运资金变动	(8)	10	(90)	(12)
经营活动现金流	117	119	62	184
资本开支	82	24	30	39
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(79)	(24)	(30)	(39)
股权募资	0	968	0	0
债务募资	0	1	2	0
筹资活动现金流	0	968	2	0
现金净流量	38	1,063	34	146

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	252	1315	1348	1494
应收账款及票据	233	195	269	339
预付款项	17	19	24	28
存货	89	90	136	133
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	598	1624	1787	2002
长期股权投资	0	2	4	6
固定资产	50	52	52	53
无形资产	6	6	6	5
非流动资产合计	153	174	200	236
资产合计	751	1798	1987	2238
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	60	57	67	87
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	181	154	193	251
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	11	13	13
非流动负债合计	9	11	13	13
负债合计	190	165	206	264
股本	60	80	80	80
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	560	1633	1781	1974
负债和股东权益合计	751	1798	1987	2238

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	70.4%	-13.0%	29.1%	30.1%
EBIT增长率	79.9%	-21.3%	32.7%	37.8%
净利润增长率	75.0%	-8.5%	42.0%	29.6%
盈利能力				
毛利率	55.9%	55.7%	58.0%	59.0%
净利润率	24.9%	26.2%	28.8%	28.7%
总资产收益率ROA	15.2%	5.8%	7.5%	8.6%
净资产收益率ROE	20.4%	6.4%	8.3%	9.8%
偿债能力				
流动比率	3.3	10.5	9.3	8.0
速动比率	2.8	9.9	8.6	7.4
现金比率	1.4	8.5	7.0	5.9
资产负债率	0.3	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	149.3	147.0	157.7	151.3
存货周转天数	156.8	182.5	187.8	175.7
总资产周转率	0.7	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）				
每股收益	1.9	1.3	1.9	2.4
每股净资产	9.3	20.4	22.3	24.7
每股经营现金流	1.9	1.5	0.8	2.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.7	43.2	30.4	23.5
PB	6.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	27.2	25.0	18.9	13.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

分析师简介

王介超 (太平洋建筑钢铁首席分析师) 执业证号: S1190519100003, 高级工程师, 一级建造师, 注册咨询师(投资) 钢铁及建筑行业工作8年, 主编钢铁行业国标GB/T 18916.31, 拥有多项专利(发明专利1项), 先后担任主任, 项目经理, 并参与执行海外“一带一路”工程项目, 有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券, 任大周期组组长, 2019年9月加入太平洋证券研究院, 从事建筑、钢铁方向的研究工作。

任菲菲 (证券分析师助理) S1190119110020: 英国南安普顿大学硕士, 风险与金融专业, 2年卖方研究经验, 2019年加入太平洋证券研究院, 从事建筑方向研究工作。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zh afl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。