太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2022-05-29

公司深度报告

买入/维持

震安科技(300767)

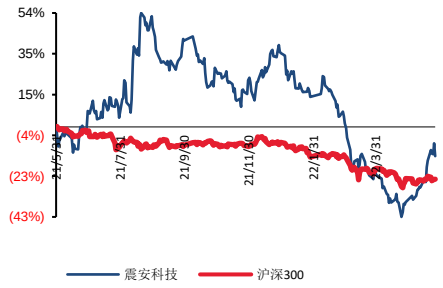
目标价：71.25

昨收盘：55.23

基础化工 橡胶

由点到面，扩容在即

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	243/204
总市值/流通(百万元)	13,402/11,288
12 个月最高/最低(元)	119.10/44.04

相关研究报告：

证券分析师：丁士涛

电话：010-88320591

E-MAIL：dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521080001

报告摘要

■ **龙头地位突出，在手订单充裕。**公司是建筑减隔震行业龙头企业，为客户提供减隔震全套解决方案，19 年市占率 65%。12-21 年公司收入 CAGR 为 21%，利润 CAGR 为 13%。21 年公司实现收入 6.7 亿元、同比增长 15%，归母净利润 0.87 亿元、同比减少 46%。截止 22 年 4 月底，公司在手订单 9.46 亿元（含税）、同比增长 122%，订单充裕。

■ **抗震管理条例颁布，市场空间扩容。**建筑减隔震技术可以减少地震对居民财产和生命的伤害，满足人民群众对美好生活的向往，并减少建筑材料用量。《条例》颁布前，云南省政策最为严格，18 年云南省减隔震工程数量全国占比 58%。21 年 9 月《条例》正式颁布，减隔震市场从云南扩容至全国高烈度设防区和重点监视防御区。

■ **竞争优势突出，下游客户优质。**公司研发优势突出，通过与设计院的合作提升研发和销售实力。公司积极推动行业标准制定，产品标准高于国标，先发优势明显。通过示范项目的建设，提升了品牌知名度。公司前五大客户以央企和国企为主，回款风险可控，21 年经营性现金流净流出主要受延期交货及备货导致的库存增长所致。

■ **募投项目投产，布局需求扩容。**公司积极布局省外市场，四川、新疆等省份有收入贡献。21 年省外收入增长抵消了省内下滑，22 年 Q1 省外收入占比 79%。由于需求启动滞后于政策 1-2 年，唐山和昆明项目投产后将新增产能 11 万套，在需求启动前解决产能瓶颈。

■ **投资建议与估值：**预计公司 22-24 年 EPS 0.77/1.25/1.89 元，对应 PE 72/44/29 倍。公司是 A 股唯一建筑减隔震标的，《条例》实施后，公司业绩弹性大。采用 PEG 估值法，给予公司 23 年 1 倍 PEG 估值（对应 57 倍 PE），未来 6-12 个月目标价 71.25 元，维持“买入”评级。

■ **风险因素：**政策执行不及预期；成本上涨；竞争加剧；施工延后。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	670	997	1464	2162
(+/-%)	15.52	48.81	46.84	47.68
净利润(百万元)	87	186	303	460
(+/-%)	-46	112	63.40	51.45
摊薄每股收益(元)	0.43	0.77	1.25	1.89
市盈率(PE)	241	72.16	44.16	29.16

资料来源：Wind，太平洋证券　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 减隔震行业龙头 4
(一) 公司是减隔震解决方案提供商 4
(二) 李涛先生是公司的实际控制人 5
(三) 不利因素集中体现，在手订单充裕 6
(四) 信用政策清晰，回款风险可控 8
二、 政策发力提升减隔震市场空间 10
(一) 减隔震经济效应明显 10
(二) 条例通过提升市场空间 12
三、 凭借省内优势，布局省外市场 15
(一) 竞争优势突出，龙头地位明显 15
(二) 利用政策优势，做强省内市场 17
(三) 借助龙头优势，发力省外市场 18
四、 盈利预测及估值 20
(一) 基本假设 20
(二) 估值及投资建议 21
五、 风险提示 21

图表目录

图表 1：公司提供减隔震技术全套解决方案 4
图表 2：公司与超过 200 余家设计院形成了合作 4
图表 3：公司参与完成国内众多减隔震项目 5
图表 4：李涛先生是公司的实际控制人 5
图表 5：公司合并报表子公司 6 家 6
图表 6：12-21 年收入复合增速 21% 6
图表 7：12-21 年利润复合增速 13% 6
图表 8：21 年公司利润率下滑 7
图表 9：21 年公司费用率增长 7
图表 10：原材料在生产成本中占比高 8
图表 11：21 年减隔震产品毛利率下滑 8
图表 12：螺纹钢价格自 21 年见顶后回落 8
图表 13：国内铅价走势平稳 8
图表 14：公司回款进度取决于项目进展 8
图表 15：21 年公司经营性现金净流出 9
图表 16：21 年公司收现比回落 9
图表 17：公司前五大客户以央企和国企为主 9
图表 18：中国 41%国土面积位于地震烈度 7 度及以上地区 10
图表 19：地震时隔震建筑物反应近似平动 11
图表 20：仙台某高层隔震住宅地震后室内物品无移动 11
图表 21：芦山县人民医院震后主体完好且功能迅速恢复 12
图表 22：《条例》于 21 年 9 月 1 日起施行 13
图表 23：研发人员数量持续增加 15
图表 24：研发支出持续增加 15
图表 25：云南省地方标准高于国家标准 16
图表 26：公司可以为客户提供减隔震整体解决方案 17
图表 27：公司在国内市占率超过 60% 17
图表 28：21 年云南收入占比下降 17
图表 29：17 年云南减隔震建筑大幅增长 18
图表 30：公司下游需求以强制性客户为主 18
图表 31：公司在省外高烈度地区有收入确认 19
图表 32：省外毛利率低于省内 19
图表 33：昆明和唐山项目扩大产能 19
图表 34：22-24 年公司主要产品销量和价格假设 20

一、 减隔震行业龙头

(一) 公司是减隔震解决方案提供商

震安科技股份有限公司（简称：震安科技）成立于 2010 年 1 月，2019 年 3 月在深交所上市。公司是减隔震技术全套解决方案提供商，并入选工信部首批“小巨人”企业名单，成为国家级制造业“单项冠军”。

图表 1：公司提供减隔震技术全套解决方案



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

自成立以来，公司与超过 200 余家设计院形成了合作，与众多大型地产商签订了战略供货协议。公司下游客户主要分为业主、施工方和少量经销商，业主主要包括学校、医院等事业单位和房地产企业，施工方主要为建筑公司。

图表 2：公司与超过 200 余家设计院形成了合作



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

公司产品广泛应用于学校、医院、大型商业综合体、体育场馆、博物馆、应急指挥中心、核电站、机场、LNG 储罐、新建住宅和老旧建筑加固等抗震领域。公司承担完成的北京大兴国际机场航站楼项目，成为了全球减隔震行业的新标杆。

图表 3：公司参与完成国内众多减隔震项目

项目名称	项目特点
北京新机场航站楼隔震项目	世界最大单体隔震建筑（在建）
天津中石化 LNG 储罐项目	国内首次采用国产隔震产品 LNG 储罐项目
北京海淀区玉渊潭地铁上盖住宅项目	大型地铁上盖房地产项目
四川西昌彩云府项目	当地大型商住项目
新疆乌鲁木齐第一中学项目	代表性大型学校项目
海南海口市五源河学校项目	当地代表性学校项目
青海地震局防震减灾中心项目	当地隔震示范项目
辽宁锦州凤还朝地产项目	低烈度区隔震建筑示范项目
甘肃中医学院和平校区 3#教学楼项目	当地代表性学校项目
山西忻州市第二人民医院	当地代表性医院项目
山东临沂经开区沂河湾小学及东城小学	当地代表性学校项目
缅甸福利来大酒店项目	缅甸地区代表性隔震项目
昆明市西山区马街中心学校	当地较早实施的减震代表性学校项目
昆明长水机场S1卫星厅	代表性大跨钢结构项目
云南曲靖市妇幼保健院	低烈度区（7度）大型隔震医院项目
云南昆明华侨城圣托里尼大酒店项目	大型高级酒店项目
云南省博物馆新馆项目	代表性隔震博物馆
云南昆明海埂会议中心	代表性会议中心项目
云南昆明人民路一号广场项目	当地大型商业综合体项目

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（二）李涛先生是公司的实际控制人

截止 2022 年一季报，公司前二大股东分别是华创三鑫投资管理合伙企业（有限合伙）和董事长李涛先生，持股比例 20.64%和 19.68%。李涛先生通过持股 82.61%的振华（昆明）有限合伙企业持有华创三鑫 54.76%股权，直接和间接持有上市公司 29.02%股权，是公司实际控制人。

图表 4：李涛先生是公司的实际控制人

排名	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	北京华创三鑫投资管理合伙企业(有限合伙)	41,729,272	20.64%
2	李涛	39,796,760	19.68%
3	香港中央结算有限公司	11,373,932	5.63%
4	中欧悦享生活混合型证券投资基金	6,481,497	3.21%
5	华夏人寿保险股份有限公司	4,190,541	2.07%
6	华安策略优选混合型证券投资基金	3,643,141	1.80%
7	中欧消费主题股票型证券投资基金	2,799,481	1.38%
8	华夏创新未来混合型证券投资基金(LOF)	2,782,292	1.38%
9	全国社保基金422组合	2,489,998	1.23%
10	华安优势企业混合型证券投资基金	2,292,846	1.13%
	合　　计	117,579,760	58.15%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理　　注：截止 2022 年一季报

公司纳入合并报表范围的子公司主要有六家，目前从事生产经营业务的子公司有两家，分别是：主营核电减隔震设备的常州格林，以及可转债募投项目实施主体河北震安。

图表 5：公司合并报表子公司 6 家

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
震安科技新疆有限公司	1亿元	100%	其他橡胶制品、砼结构构件、金属结构、建筑等的制造等
常州格林电力机械制造有限公司	0.85亿元	90%	阻尼器、支吊架、隔减振器及普通机电设备的设计、制造等
河北震安减隔震技术有限公司	0.5亿元	100%	建筑减隔震产品的研发、生产、销售等
震安科技（上海）有限公司	0.5亿元	100%	建设工程施工
北京震安减震科技有限公司	0.1亿元	100%	橡胶及金属减隔震制品、桥梁支座及减隔震制品等的销售等
云南震安建筑设计有限公司	100万元	100%	建筑工程设计、咨询；工程监理等

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2020 年公司推出限制性股权激励计划，由于股权激励人员范围有限及业绩考核标准未考虑股权激励费用影响，2022 年 4 月公司决定终止继续实施。公司在终止公告中指出，三个月内不再审议股权激励计划，未来会按照相关监管规定择机进行后续激励计划。

（三）不利因素集中体现，在手订单充裕

2012-2021 年，受益于国内基建规模的增长及减隔震市场规模的扩大，公司收入从 1.17 亿元增至 6.7 亿元、复合增速 21%，归母净利润从 0.3 亿元增至 0.87 亿元、复合增速 13%。

2021 年之前由于建筑工程抗震尚未纳入全国立法，导致公司收入波动大。2016 年公司承接北京新机场航站楼项目，当年收入增速 49%；2018 年公司承接昆明市东川区易地扶贫搬迁对门山-起嘎安置点建设项目，当年收入增速 70%；2020 年公司承接唐山 LNG 项目接收站一阶段工程和乌鲁木齐国际机场北区改扩建工程确认收入，当年收入增速 49%。收入的增长带来了利润的增加，2016 年、2018 年、2020 年公司归母净利润同比增长 27%、75%、77%。

图表 6：12-21 年收入复合增速 21%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：12-21 年利润复合增速 13%



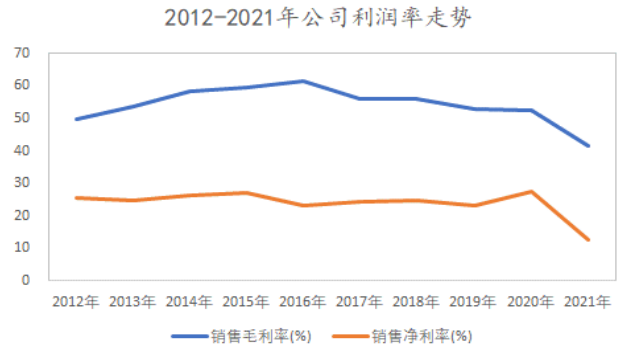
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2021 年公司营业收入同比增长 15%、增速较 2020 年有所下滑，下滑的原因主要与省内业务（云南省市场总量减少、市场竞争加剧、部分项目停滞）减少有关。从单季度收入看，2021 年 Q3 单季度实现收入 1.28 亿元，为 2020 年 Q1 以来单季度最低收入，我们判断这主要与基建项目施工延后有关。从 2021 年 Q4 开始，公司收入开始恢复，2021 年 Q4 和 2022 年 Q1 收入同比增长 60%和 51%。公司在手订单充裕，根据公司可转债跟踪评级报告，截止 2022 年 4 月 25 日，在手订单及意向订单金额合计 9.46 亿元（含税）。与 2021 年 4 月末对比，公司在手订单同比增加 5.19 亿元（含税），增速为 122%。

2021 年公司归母净利润同比减少 46%，利润下滑来自于四方面：

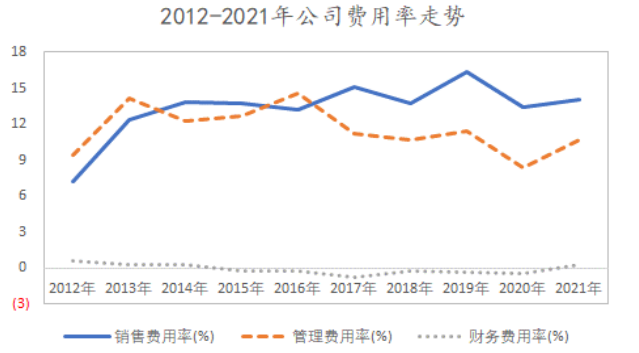
- 毛利率：省外占比增加导致利润率下降，竞争激烈导致价格下降，原材料涨价导致成本增加；
- 费用率：加大市场拓展力度导致销售费用增加，管理人员增加及增资控股常州格林导致的管理费用增加，借款增加导致财务费用增加；
- 资产减值损失：应收账款增加导致资产减值损失增加；
- 营业外收入：补贴收入减少。

图表 8：21 年公司利润率下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

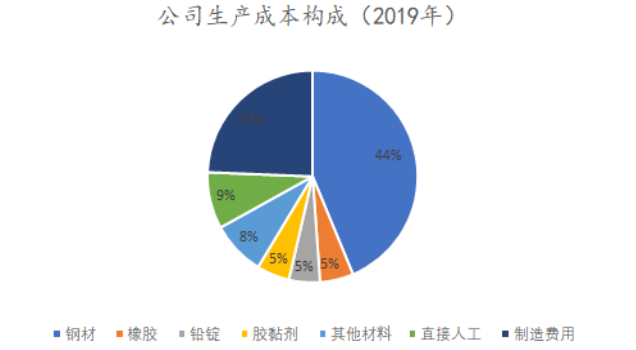
图表 9：21 年公司费用率增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

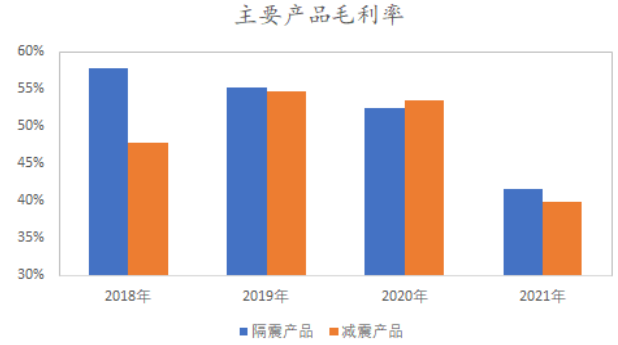
原材料是主要的生产成本构成，2019 年公司原材料占比为 67%，采购的主要原材料包括钢材、橡胶、铅锭、胶黏剂。以上产品都属于大宗商品，市场供应充足，能够满足公司生产经营需要。2021 年受能耗双控政策及海外需求恢复影响，钢铁、铅锭等大宗商品价格上涨对公司成本产生负面影响，隔震产品毛利率 41.63%、同比减少 10.75 个百分点，减震产品毛利率 39.82%、同比减少 13.69 个百分点。随着大宗商品价格回落，原材料压力有望减轻。

图表 10：原材料在生产成本中占比高



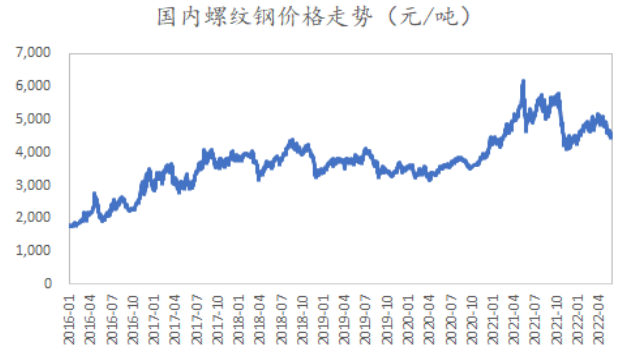
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：21 年减隔震产品毛利率下滑



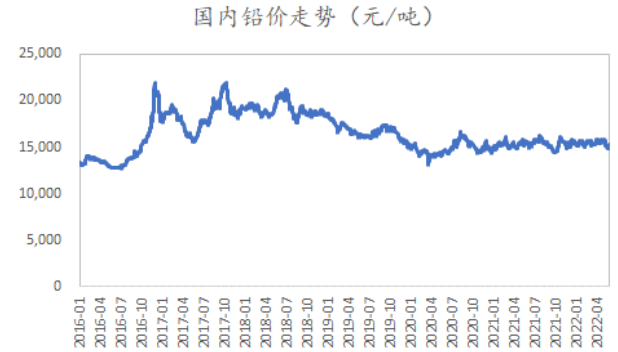
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：螺纹钢价格自 21 年见顶后回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：国内铅价走势平稳

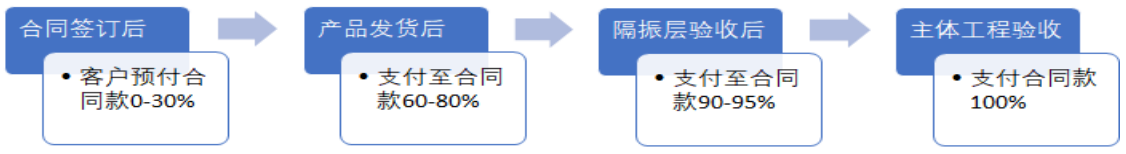


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（四）信用政策清晰，回款风险可控

公司根据客户的资产规模、信誉状况、资金实力以及与公司过往的交易情况，将客户分为 A、B、 C、 D 四个等级，给予不同的信用政策。

图表 14：公司回款进度取决于项目进展

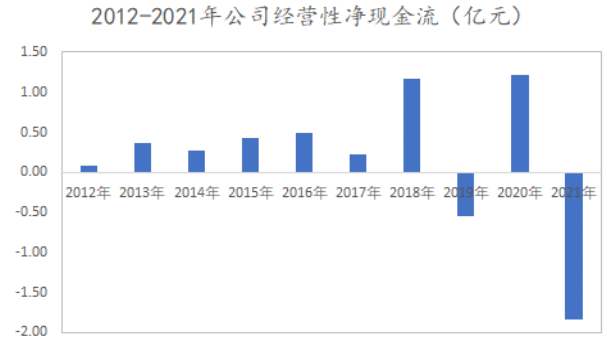


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2021 年公司经营性现金净流出 1.83 亿元、同比减少 3.04 亿元，收现比 77.52%、同比下降 20 个百分点。我们认为，公司经营性现金流净流出主要与三点因素有关：

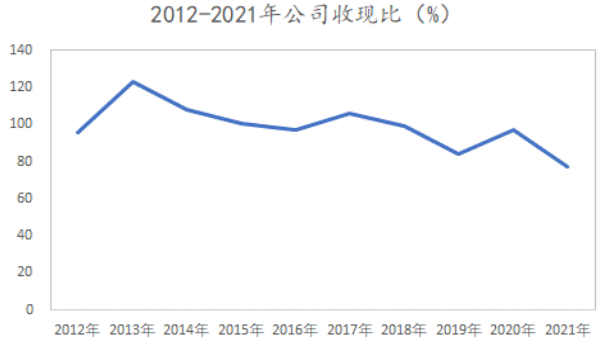
- 2021 年受宏观经济环境和调控政策的影响，建筑施工企业、房地产企业的资金链紧张，导致部分客户延期付款；
- 建筑公司因工程施工及验收周期较长，部分合同约定在项目主体工程验收后才能全额支付货款，而公司隔震支座需要在施工早期进行采购安装，导致回收周期较长；
- 部分项目停滞，导致库存商品增加，及公司加大原材料备货力度。

图表 15：21 年公司经营性现金净流出



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 16：21 年公司收现比回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从客户集中度看，公司 2021 年前五大客户收入占比有所下降。从 2022 年 Q1 数据看，前五大客户集中度为 65%。从客户结构来看，公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中。2022 年 5 月 18 日，在国务院政策吹风会上，工信部重点提及化解拖欠中小企业账款问题，并要求 6 月底前提出还款计划和还款方式，严禁政府投资项目以各种方式要求企业垫资建设，项目竣工完成后及时办理竣工决算。2020 年前三季度，公司前五大客户均为央企或者国企客户，整体回款风险可控。

图表 17：公司前五大客户以央企和国企为主

	客户名称	销售额（万元）	销售占比		客户名称	销售额（万元）	销售占比
20年前三季度	中国建筑下属公司	12,340.32	27%	21年	客户一	11,358.05	17%
	海洋石油工程股份有限公司	4,839.81	11%		客户二	6,097.41	9%
	中国中铁股份有限公司	4,791.23	11%		客户三	5,158.27	8%
	云南省建设投资控股集团有限公司	3,527.94	8%		客户四	2,097.08	3%
	湖南建工集团有限公司	846.88	2%		客户五	2,096.40	3%
	合计	26,346.17	59%		合计	26,807.21	41%

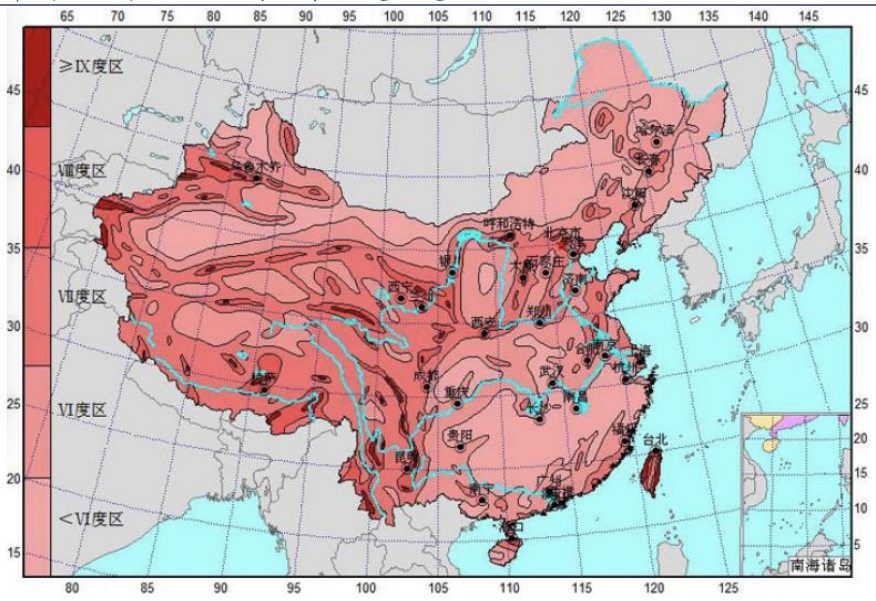
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

二、 政策发力提升减隔震市场空间

（一）减隔震经济效应明显

我国地处欧亚板块的东南部，受环太平洋地震带和欧亚地震带的影响，是地震多发国家之一。41%左右的国土面积处于地震基本烈度 7 度及 7 度以上地区，同时，这些地震多发地区又是人口密集地区，地震会对人民群众的生命和财产造成严重损害。

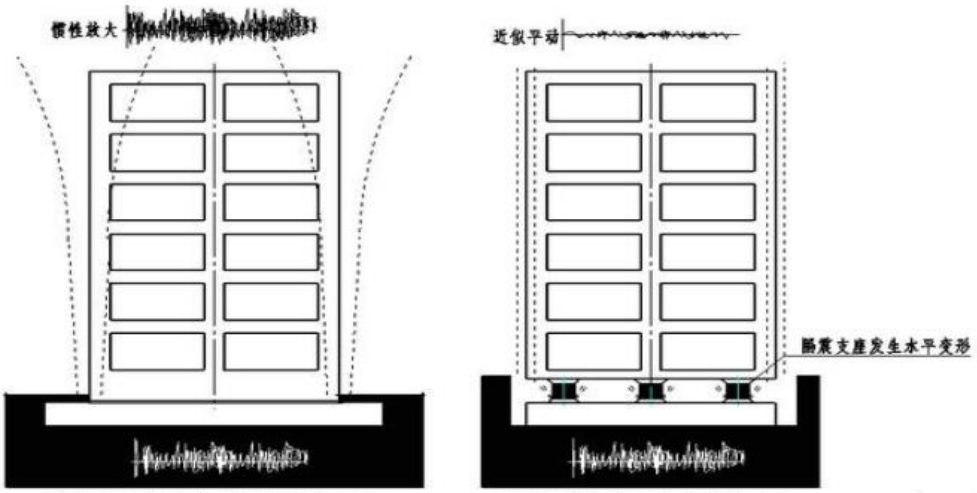
图表 18：中国 41%国土面积位于地震烈度 7 度及以上地区



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

传统抗震技术是通过增加钢筋、混凝土、钢结构等建筑材料用量，来增强建筑结构构件的强度，以实现“以刚克刚”的目的。这种抗震技术以结构件本身的损坏为代价消耗地震能量，减轻地震反应。建筑隔震技术是在建筑物的基础或下部结构和上部结构之间设置隔震装置（由隔震器、阻尼装置等组成），形成隔震层，隔离地震能量向上部结构传递，减少输入到上部结构的地震能量，同时延长上部结构的自振周期，降低上部结构的地震反应，使建筑物的安全得到更可靠的保证。

图表 19：地震时隔震建筑物反应近似平动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2011 年 3 月 11 日，日本东北部海域发生里氏 9.0 级地震，仙台、福岛等震区的数百栋隔震建筑（包括超过 100 米的高层隔震建筑）经历地震后完好无损。2013 年 4 月 20 日，四川省芦山县发生 7.0 级地震，采用隔震技术的芦山县人民医院新建门诊综合楼在震后主体结构完好无损，内部设备正常使用，在抗震救灾工作中起到了关键的作用。

图表 20：仙台某高层隔震住宅地震后室内物品无移动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 21：芦山县人民医院震后主体完好且功能迅速恢复



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

除了降低建筑物损失和保证人民生命安全外，减隔震技术的经济效应明显。采用隔震技术，可以减小梁柱截面，增加房屋使用面积。减隔震技术在 7 度以上地区应用后建筑上部结构可降度设计，因而降低钢材、水泥用量，8 度、9 度区分别减少钢材使用量 20%、30%左右。

（二）条例通过提升市场空间

为了提高建筑工程抗震设防能力，最大限度减轻地震灾害损失，有效保障人民群众生命财产安全，近年来国家和地方先后发布了相关法律法规、产业政策、技术标准等，以规范和鼓励建筑减隔震行业的发展。

云南是全国最早针对抗震设防烈度 8 度及以上地区的学校和医院强制使用减隔震技术的省份，政策支持程度高于国家的要求。2016 年 8 月 12 日，云南省人民政府发布***《云南省隔震减震建筑工程促进规定》***，下列新建建筑工程应当采用隔震减震技术：

- 抗震设防烈度 7 度以上区域内三层以上、且单体建筑面积 1000 平方米以上的学校、幼儿园校舍和医院医疗用房建筑工程；
- 前项规定以外，抗震设防烈度 8 度以上区域内单体建筑面积 1000 平方米以上的重点设防类、特殊设防类建筑工程；
- 地震灾区恢复重建三层以上、且单体建筑面积 1000 平方米以上的公共建筑工程。

近年来，受到云南建筑减隔震市场发展的启发，山西、甘肃、山东、新疆、四川、海南、合肥等省市也开始对部分地区（主要是抗震设防烈度 8 度及以上地区）的学校、医院等建筑物强制或优先使用隔震技术。

- **山西、甘肃**对学校和医院为**强制使用**；
- **山东**对学校和三级医院为**强制使用**；
- **新疆**自 2016 年起，具备条件的房屋、市政工程等建筑物**强制使用**；
- **四川、海南**对学校和医院为**优先使用**；
- **合肥**对于重大医疗用建筑**强制使用**，学校优先使用。

2021 年 5 月 12 日《建设工程抗震管理条例》（简称：条例）通过国务院第 135 次常务会议通过，自 2021 年 9 月 1 日起施行。政策指出，位于***高烈度设防地区***（抗震设防烈度为 8 度及以上的地区）、***地震重点监视防御区***（未来 5 至 10 年内存在发生破坏性地震危险或者受破坏性地震影响，可能造成严重的地震灾害损失的地区和城市）的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等建筑应当按照国家有关规定采用隔震减震等技术，保证发生本区域设防地震时能够满足正常使用要求。

图表 22：《条例》于 21 年 9 月 1 日起施行



资料来源：政府网站，太平洋研究院整理

政策执行后，全国强制性覆盖的省区范围将会扩大，其中：高烈度设防区（云南为 7 度、省外为 8 度以上）由原来 5 省 47 市的 287 个区县增加至 23 省 126 市的 648 个区县，新增 18 省 79 市的 361 个区县；政策还新增地震重点监视防御区，全国地震重点监视防御区（2006-2020 年）包括 24 个地区和 11 个城市，国土面积约占全国陆地面积的 10%。我国大陆 31 个省、自治区、直辖市均有区域属于地震重点监视防御区，代表性的区域有首都圈地区、长三角地区、珠三角地区、武汉市、长沙市、重庆市等，覆盖范围包括 1078 个区县（部分区县与高烈度设防区有重叠，但重叠度不高）。

《条例》还指出，位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等已经建成的建筑进行抗震加固时，应当经充分论证后采用隔震减震等技术，保证其抗震性能符合抗震设防强制性标准。《条例》鼓励在装配式建筑中应用隔震减震技术，提高抗震性能。

我们认为，《条例》颁布以后，立法内市场由云南省内逐渐扩展至全国范围内的高烈度设防区和地震重点监视防御区的学校、医院等公共建筑，尤其是高烈度设防区的学校、医院市场将会有大幅增长。

三、 凭借省内优势，布局省外市场

（一）竞争优势突出，龙头地位明显

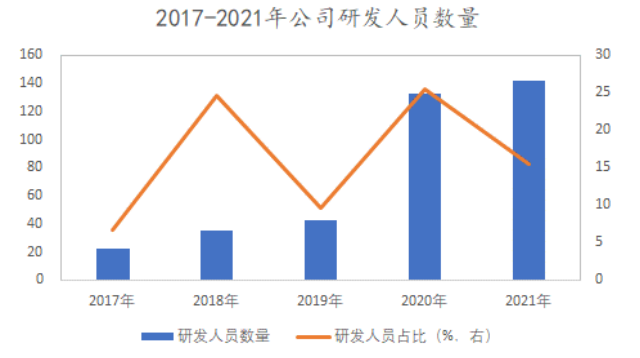
■ **研发优势**

公司自 2013 年开始对减震产品进行技术研发，经过长期积累，在橡胶配方、钢板表面处理、胶黏剂的粘接工艺、硫化工艺、结构设计、耐久性能等方面都积累了大量的技术参数和经验，从而有能力生产出高质量、高性能的减隔震产品。截至 2020 年末，公司已经获得授权专利 74 件，其中：发明专利 19 件、外观设计专利 3 件、实用新型专利 52 件。

公司成立了院士工作站—周福霖工作站，拥有国内橡胶、高分子材料、化学、机械加工、工程结构方面的技术和研发人员，并通过与国内众多设计院进行长期合作，具有较强的研发能力和较高的产品制造工艺水平。2017-2021 年公司研发人员数量从 22 人增至 142 人，研发人员占比从 6.75%增至 15.49%。

为提高公司核心竞争力，公司持续推进研发项目进度，加大隔震产品性能提升及产品监测系统等研发项目、原有减震产品性能优化项目、新型减震产品开发项目等研发投入，研发投入中的人员费用、技术合作费、试验费等费用化的研发支出有较大增长。2017-2021 年公司研发费用支出从 855 万元增至 2,390 万元，研发支出占比从 3.17%增至 3.57%。

图表 23：研发人员数量持续增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 24：研发支出持续增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ **标准制定**

公司凭借行业领先地位推动了多项地方及国家标准的制定。公司作为参编单位或主编单位，累计已编在编的减隔震技术标准 37 部，其中：国家标准 2 部、行业标准 5 部、协会标准 7 部、地方标准 21 部、企业标准 2 部。

2020 年公司参与修订的云南省地方标准《建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验标准》（DBJ53/T-47-2020）和《建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收标准》（ DBJ53/T-48-2020）通过云南省住房城乡建设厅审查，该标准自 2021 年 1 月 1 日正式实施。修订后的地方标准将隔震橡胶支座的极限剪切变形要求由 400%提高到 450%，提高了隔震支座的罕遇地震、超罕遇地震的剪切变形能力和地震安全性。

图表 25：云南省地方标准高于国家标准

项目	国标《橡胶支座 第 3 部分：建筑隔震橡胶支座》（GB 20688.3-2006）	国标《建筑抗震设计规范》（GB 50011-2010）	地标《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）
极限剪应变	分为 A-F 六类，其中 A 类为大于等于 350%， F 类为小于 150%	可取值为 300%	统一规定为 400%
剪切性能允许偏差	分为 S-A 类和 S-B 类，其中， S-A 类的单个试件测试值偏差允许值为±15%，一批试件平均测试值偏差允许值为±10%， S-B 类相应的测试值偏差允许值分别为±25%和±20%	将两种分类的“调整系数”（安全系数）加以区分，即 S-A 类为1/0.85， S-B 类为1/0.8	均应达到 S-A 类，即单个试件测试值偏差允许值为±15%，一批试件平均测试值偏差允许值为±10%
检验	包括型式检验和出场检验。对于出厂检验，一般建筑，抽样检验不少于总数的 20%；重要建筑，抽样检验不少于总数的 50%；特别重要建筑，100%检验	-	包括型式检验、出厂检验、第三方检验和进场验收。隔震支座产品在使用前应由具有专门资质的检测机构进行 100%第三方检验

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

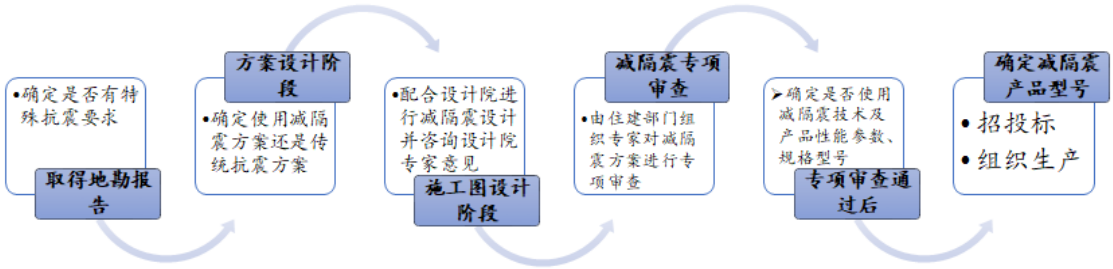
国家标准对产品质量的要求较低，产品质量检测规范尚不完备，且行业内的大部分减隔震产品生产企业还不具规模性，研发能力较弱、产品质量不稳定、施工质量低，后期检测和安装维护不到位，且多采用价格竞争的模式进入市场。公司隔震产品标准高于国家标准，不仅保证了公司产品的高质量，而且也进一步提高了减隔震建筑物在大地震中的安全性能。随着减隔震技术的进一步推广和应用，减隔震产品的质量标准预期会进一步提高，公司先发优势突出。

■ **整体解决方案**

减隔震产品的前期设计和后期安装指导及维护等技术服务也尤为重要。由于减隔震产品的特殊性和非标准化，设计单位往往缺乏专业人才（目前国内多数设计院并无隔震设计专业人员），施工单位也往往缺乏专业的施工经验，生产商如果没有一定的减隔震技术背景，只局限于产品的生产和销售是很难满足客户需求的。

公司与设计院合作，使得减隔震产品的设计方案与建筑总体设计方案更加融合，后期还能够提供安装指导及维护服务，为客户提供全套解决方案，为行业新进入者设置了较高的技术壁垒。

图表 26：公司可以为客户提供减隔震整体解决方案



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

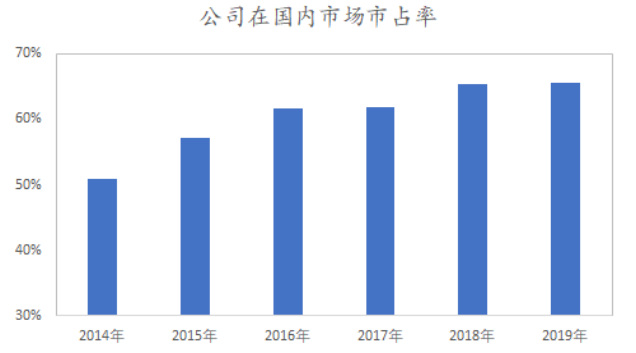
（二）利用政策优势，做强省内市场

公司所在地云南省是我国地震发生最多的省份之一，全部国土面积都处于 6 度及以上的地震烈度设防区，其中 7 度和 8 度设防面积占全省总面积的 78.6%，加上 9 度区，占总面积的 84%，设防区面积之大、烈度之高，居全国首位。2018 年全国累计已建成减、隔震房屋建筑工程 6,352 栋，云南省占比 58.06%，云南省已成为国内减隔震技术推广应用的代表地区，对全国其他省份推广应用减隔震技术具有很强的示范作用。

云南省对于建筑抗震设计的高要求、政府对隔震行业在政策方面的大力支持，也为公司在行业内保持较强的竞争力和可持续发展提供了政策保证。公司通过与省内众多设计院、规划院等合作，为隔震产品的生产提供有力的技术支持，利用云南市场做大做强，进而将产品推广至全国是公司发展的必然趋势。2019 年公司累计承建的减、隔震房屋建筑工程 4,752 栋，国内市占率 65%。

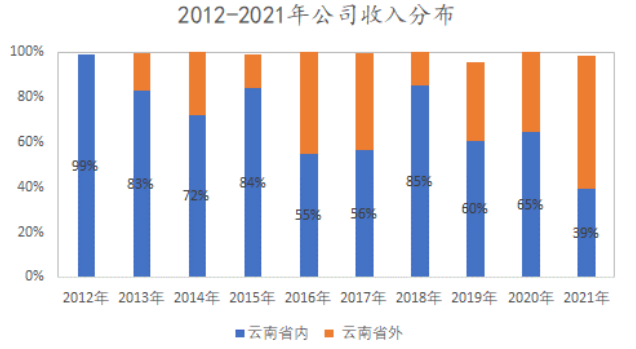
2021 年受云南省内项目停工影响，公司在云南省内收入 2.63 亿元，同比减少 30%，省内收入占比首次降至 40%以下。虽然省内收入下滑，公司通过省外业务的拓展实现了营业收入的增长。

图表 27：公司在国内市占率超过 60%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 28：21 年云南收入占比下降



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）借助龙头优势，发力省外市场

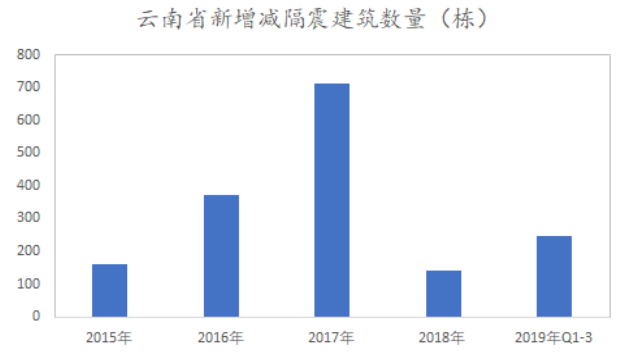
■ **政策落地后，需求待确认**

2016 年 8 月云南省要求抗震设防烈度 7 度以上区域内三层以上、且单体建筑面积 1000 平方米以上的学校、幼儿园校舍和医院使用减隔震技术。从云南省新增减隔震建筑数量看，2016 年政策出台后 2017 年云南省新增减隔震建筑数量 712 栋，较 2016 年增加 91%，为增速最快的一年。

受益于中央及地方政府不断加大对隔震行业的法规规范和政策扶持，强制性要求政策类项目在公司收入中占有较大比重，2018 年强制性要求项目收入占比 71.53%，非强制要求项目收入占比 28.47%；从下游客户情况看，2018 年学校、医院客户收入占比 67.92%。

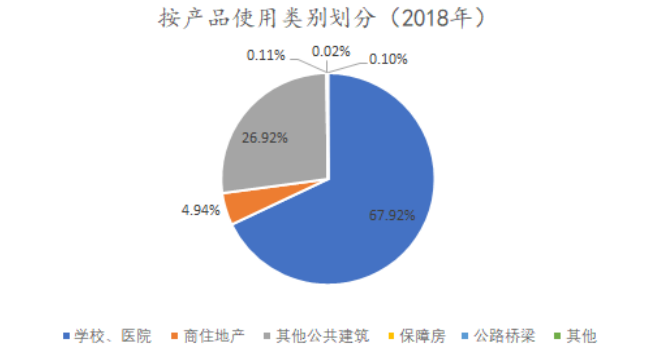
由于《条例》实施时间为 2021 年 9 月，从各省市发布支持政策到市场真正推广采用尚存在较长时间。根据公司披露，按云南经验需求放量延后 1-2 年。从公司客户情况看，以强制性要求项目和学校医院为主，因此我们预计未来公司需求有望受益于《条例》发布后的政策落地。

图表 29：17 年云南减隔震建筑大幅增长



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

图表 30：公司下游需求以强制性客户为主



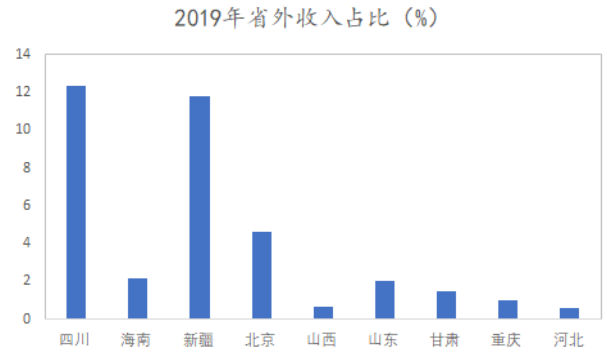
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

■ **未雨绸缪，布局省外市场**

鉴于公司具有较强的技术实力和综合服务能力，公司在省外承接了大部分国内大型创新性隔震项目，这些项目的承建对提升公司知名度，拓展全国市场意义重大。除云南省外，全国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，公司同类规格产品在省外的销售价格低于云南省内销售价格，这导致省外业务毛利率低于省内。

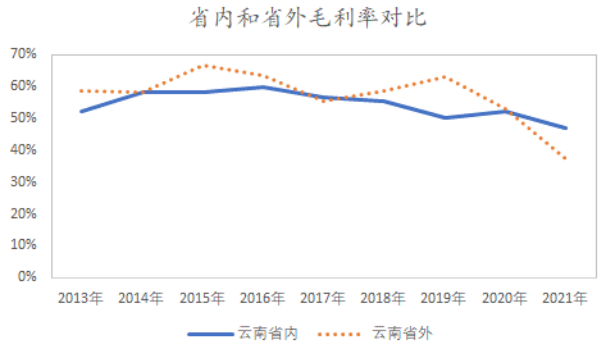
为了拓展销售，公司在信用政策上对于省外也给予了更大的支持。公司在《条例》尚未落地前已经开始大力布局省外市场，在海南、新疆、山东、山西、甘肃等高烈度区域都有收入确认。2021 年公司省外收入 3.97 亿元，同比增长 94%，我们判断省外收入增长主要来自于非强制需求。2022 年一季度公司省外收入 1.82 亿元，收入占比 79%，省外收入保持快速增长。

图表 31：公司在省外高烈度地区有收入确认



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 32：省外毛利率低于省内



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ **募投项目布局需求增长**

由于国内对减隔震产品的认可度逐步提升及相关行业政策的落地，公司预期未来市场需求将有所提升，为解决产能瓶颈问题，公司投资新建生产基地。2021 年 5 月末公司减隔震制品生产线技术改造项目完工，新增橡胶减隔震制品年产能 1.2 万套。截至 2021 年末，公司主要在建生产基地共两个，待项目投产后，预计可新增减隔震制品年产能合计 11 万套。2021 年公司减隔震产品产量合计 9.87 万套，募投项目新增产能是 2021 年产量的 111%。

图表 33：昆明和唐山项目扩大产能

类型	项目	计划总投资	已投资	产能情况
IPO	新建智能化减隔震制品装备制造基地项（昆明）	3.49亿元	1.31亿元	新增橡胶减隔震制品5万套
可转债	新建智能化减震及隔震制品装备制造基地（唐山）	3亿元	2.33亿元	新增3万套减震及3万套隔震产品
合计		6.49亿元	3.64亿元	新增减隔震产品11万套

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

四、 盈利预测及估值

(一) 基本假设

- **销量：**募投项目投产后，隔震产品新增产能 3 万套，预计 2022-2024 年隔震产品销量增速 30/30/30%;募投项目投产后，减震产品新增产能 8 万套，预计 2022-2024 年减震产品销量增速 40/30/30%;
- **单价：**预计 2022-2024 年隔震产品价格变动 18/18/18%；减震产品由于市场竞争激烈，未来三年价格稳定；
- **毛利率：**随着大宗商品价格回落，预计 2022-2024 年隔震产品毛利率 45/47/47%，减震产品毛利率 40/41/42%。

图表 34：22-24 年公司主要产品销量和价格假设

	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）						
隔震产品	2.78	4.49	4.76	7.30	11.20	17.18
减隔产品	0.93	1.31	1.83	2.56	3.33	4.33
其他	0.18	0.09	0.11	*0.11*	*0.11*	*0.11*
合计	**3.89**	**5.89**	**6.70**	**9.97**	**14.64**	**21.62**
销量（套）						
隔震产品	23,231	29,818	26,687	34,693	45,101	58,631
增速				*30%*	*30%*	*30%*
减隔产品	9,186	12,699	56,818	79,545	103,409	134,431
增速				*40%*	*30%*	*30%*
售价（元/套）						
隔震产品	11,967	15,058	17,836	21,047	24,835	29,306
增速		26%	18%	*18%*	*18%*	*18%*
减隔产品	10,124	10,316	3,221	3,221	3,221	3,221
增速				*0%*	*0%*	*0%*
营业成本（亿元）						
隔震产品	1.25	2.14	2.78	4.02	5.94	9.11
减隔产品	0.42	0.61	1.10	1.54	1.97	2.51
其他	0.16	0.00	0.03	*0.03*	*0.03*	*0.03*
合计	**1.83**	**2.75**	**3.91**	**5.58**	**7.93**	**11.65**
毛利率						
隔震产品	55.04%	52.34%	41.60%	*45%*	*47%*	*47%*
减隔产品	54.84%	53.44%	39.89%	*40%*	*41%*	*42%*
合计	**52.96%**	**53.31%**	**41.64%**	**44.02%**	**45.83%**	**46.13%**

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

（二）估值及投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入 9.97/14.64/21.62 亿元、收入增速 49/47/48%，归母净利润 1.86/3.03/4.60 亿元、利润增速 112/63/51%。按照公司最新总股本 2.43 亿股计算，2022-2024 年 EPS 0.77/1.25/1.89 元，对应 PE 72/44/29 倍。

从 PE 估值看，公司目前估值偏高。未来随着《条例》实施后减隔震市场扩容，公司收入和利润有望保持快速增长。我们预计 2022-2024 年公司利润复合增速 57%，随着业绩增长，高估值问题有望消化。鉴于公司是 A 股唯一的建筑减隔震标的，且未来利润增速快，因此采用 PEG 估值法。我们给予公司 2023 年 1 倍 PEG 估值（对应 2023 年 PE 为 57X），未来 6-12 个月目标价 71.25 元，维持“买入”评级。

五、 风险提示

《条例》执行不及预期；大宗商品价格继续上涨；行业竞争加剧；突发因素导致施工进度放缓，影响收入确认进度。

资产负债表(百万)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	535	402	626	593	601
应收和预付款项	379	563	646	953	1,411
存货	176	341	357	507	744
其他流动资产	69	120	154	213	303
流动资产合计	1,158	1,425	1,783	2,265	3,060
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	130	285	311	334	355
在建工程	122	251	301	351	401
无形资产	36	51	66	81	96
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	36	52	9	9	9
资产总计	1,482	2,064	2,469	3,040	3,921
短期借款	48	115	115	115	115
应付和预收款项	310	447	632	897	1,314
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	372	757	934	1,198	1,615
股本	144	202	243	243	243
资本公积	422	399	399	399	399
留存收益	543	598	784	1,088	1,547
归母公司股东权益	1,109	1,285	1,511	1,815	2,274
少数股东权益	0	23	24	27	31
股东权益合计	1,109	1,308	1,535	1,842	2,305
负债和股东权益	1,482	2,064	2,469	3,040	3,921

现金流量表(百万)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	121	(183)	311	89	127
投资性现金流	(152)	(205)	(104)	(110)	(106)
融资性现金流	28	262	17	(12)	(12)
现金增加额	(3)	(125)	224	(33)	9

利润表(百万)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	580	670	997	1,464	2,162
营业成本	275	391	558	793	1,165
营业税金及附加	6	6	9	13	19
销售费用	78	94	120	176	259
管理费用	33	47	60	88	130
财务费用	(3)	2	9	7	7
资产减值损失	(1)	1	0	0	0
投资收益	5	4	5	8	12
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	173	97	214	351	533
其他非经营损益	19	1	1	1	1
利润总额	192	98	216	353	534
所得税	31	13	28	46	70
净利润	161	85	187	306	464
少数股东损益	0	(2)	2	3	4
归母股东净利润	161	87	186	303	460

预测指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	52.65%	41.68%	44.02%	45.83%	46.13%
销售净利率	27.69%	13.05%	18.62%	20.73%	21.26%
销售收入增长率	49.15%	15.48%	48.79%	46.80%	47.68%
EBIT 增长率	71%	(44%)	137%	60.12%	50.48%
净利润增长率	77.14%	(46%)	112%	63.40%	51.45%
ROE	14.49%	6.81%	12.29%	16.73%	20.21%
ROA	10.85%	4.24%	7.52%	9.98%	11.72%
ROIC	12.08%	5.09%	10.59%	14.52%	17.95%
EPS(X)	0.80	0.43	0.77	1.25	1.89
PE(X)	91.57	241	72.16	44.16	29.16
PB(X)	15.97	19.71	8.87	7.39	5.89
PS(X)	23.09	19.99	13.44	9.15	6.20
EV/EBITDA(X)	56.13	184	51.84	33.71	22.91

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、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。

2、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；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

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。