

行业大幅扩容在即，地域拓展成长加速

震安科技(300767)

► **立法落地，行业空间迎大幅扩容。** 减震、隔震技术是较为先进的建筑防震技术，但过往由于过往法规以鼓励为主，市场潜力未完全激发，年需求 15-20 亿元。2021 年 9 月，《建设工程抗震管理条例》开始实施，该条例属于新政策法规，有强制效应，且覆盖地域范围由最初 5 省 47 市扩大至 23 省 126 市及重点防御省市（主要是经济发达区域），测算未来年需求有望达到 300 亿元。

► **行业壁垒较高，头部企业核心受益。** 由于产品涉及生命财产安全，且公建客户成本敏感度相对较低，因此客户对于产品质量要求较高，认证流程较为复杂，确认合作关系后较少更换。此外，行业总体有非标属性，需要减隔震企业从前期设计到后期施工全程参与，提供整体解决方案，因此行业壁垒较高。我们认为头部企业市场份额能够保持，成为行业扩容核心受益者。

► **地域扩张走向全国，释放业绩高弹性。** 公司目前全国市场份额 30% 左右，是全国减隔震领先企业，通过在行业内十余年的深耕，在规模、技术、产能布局、盈利能力等多个方面积累了较为明显的竞争优势。公司准确判断了行业立法扩容趋势，率先在行业内通过 1) 增加销售技术人员、深化渠道下沉，2) 在项目跟踪中加强产品推销宣传，强化市场教育，3) 业内收并购等方式加速地域扩张，拓展省外市场。同时，我们测算未来公司产能有望增长至目前 3 倍左右，进一步提升确定性，伴随施工需求回暖，2022 年起公司业绩弹性有望加速释放。

► **盈利预测。** 预计 2022-2024 年，公司收入 14.7/27.5/42.2 亿元，EPS0.99/2.11/3.29 元，对应 7 月 20 日 54.30 元收盘价 54.7/25.7/16.5x PE。给予公司基于市盈率估值法的目标价 69.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。 需求不及预期，成本高于预期，产能扩张慢于预期，系统性风险。

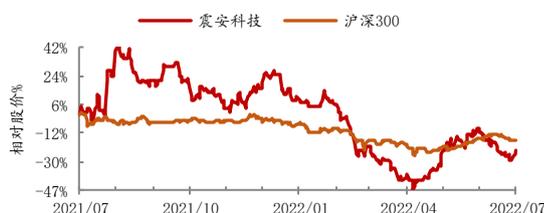
盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	580.49	670.33	1473.11	2749.92	4221.09
YoY (%)	49.15%	15.48%	119.76%	86.67%	53.50%
归母净利润(百万元)	160.72	87.46	241.04	512.20	797.26
YoY (%)	77.14%	-45.58%	175.59%	112.49%	55.65%
毛利率 (%)	52.65%	41.68%	40.95%	42.59%	42.58%
每股收益(元)	0.66	0.36	0.99	2.11	3.29
ROE	14.49%	6.81%	16.33%	27.22%	31.73%
市盈率	81.98	150.65	54.66	25.73	16.53

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	69.30
最新收盘价:	54.3
股票代码:	300767
52 周最高价/最低价:	127.35/44.0
总市值(亿)	131.76
自由流通市值(亿)	110.64
自由流通股数(百万)	203.76



分析师: 郁喆
邮箱: yuliang@hx168.com.cn
SAC NO: S1120521050001
联系电话:

正文目录

1. 减隔震行业领军企业	4
2. 立法落地：市场有望大幅扩容	6
2.1. 三种主流技术，隔震优势较大	6
2.2. 过往法律以鼓励为主，市场空间 15-20 亿元	7
2.3. 立法落地，市场大幅扩容在即	10
2.4. 行业壁垒较高，头部企业核心受益	12
3. 震安科技：全国化布局先行，突破产能瓶颈助力成长	14
3.1. 行业领先企业，竞争力强	14
3.2. 率先开启全国化布局	17
3.3. 产能扩张进一步提高确定性	19
4. 盈利预测及估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 公司主要产品	5
图 4 公司收入及增速	6
图 5 公司归母净利润及增速	6
图 6 仙台地震后隔震建筑功能完好	7
图 7 芦山县医院震后功能迅速恢复	7
图 8 我国地震烈度区分部	8
图 9 过往减隔震技术主要应用在云南	9
图 10 本次减隔震立法明显扩大了地域覆盖范围	10
图 11 天津 LNG 项目采用减隔震技术	12
图 12 天津 LNG 项目二期采用减隔震技术	12
图 13 招投标收入占公司总收入比重较小	13
图 14 减隔震设计及产品认证流程较为复杂	14
图 15 公司收入规模明显高于主要竞争对手	15
图 16 公司重点合作伙伴	16
图 17 公司项目案例	16
图 18 2018 年公司隔震支座成品成本划分	17
图 19 公司毛利率领先竞争对手	17
图 20 公司净利率领先竞争对手	17
图 21 公司销售、技术人员 2021 年扩张较快	18
图 22 公司近年来加大产品宣传力度	18
图 23 公司云南省外收入增长较快	18
图 24 常州格林是核电设备国产化研发成员单位	19
图 25 常州格林重点产品之一：液压阻尼器	19
图 26 公司产能预计迅速扩张，支撑公司销量增长	19

表 1 三种主要防震方法对比.....	7
表 2 过往防震规定以优先采用、鼓励采用为主.....	8
表 3 本次立法前各地减震隔震技术应用法规政策.....	9
表 4 估算云南市场过往减隔震总体渗透率不足 10%.....	10
表 5 本次减隔震立法主要内容.....	11
表 6 立法通过后减隔震设备市场空间可达 300 亿元.....	12
表 7 公司隔震行业主要竞争对手.....	13
表 8 公司研发投入及技术人员储备领先行业.....	15
表 9 盈利预测.....	20

1. 减隔震行业领军企业

公司成立于 2010 年，总部位于云南，主要产品为减隔震产品销售、减隔震监测服务等，其产品主要运用于学校、医院、重大工程等对抗震性能要求较高的建筑，并承接多项国家重大项目。2019 年 3 月，公司在深交所上市，成为 A 股首家以建筑减隔震为主业的上市公司。公司与 200 余家设计院形成合作，与多家大型地产企业签订了战略供货协议，并与很多国内外知名院校有深度合作。

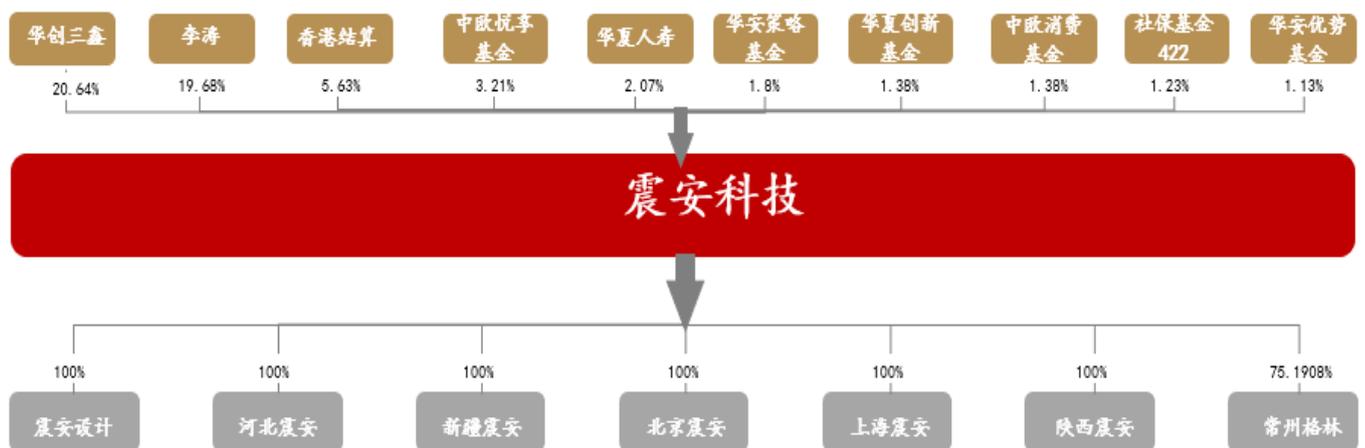
图 1 公司发展历程



资料来源：公司年报，招股书，华西证券研究所

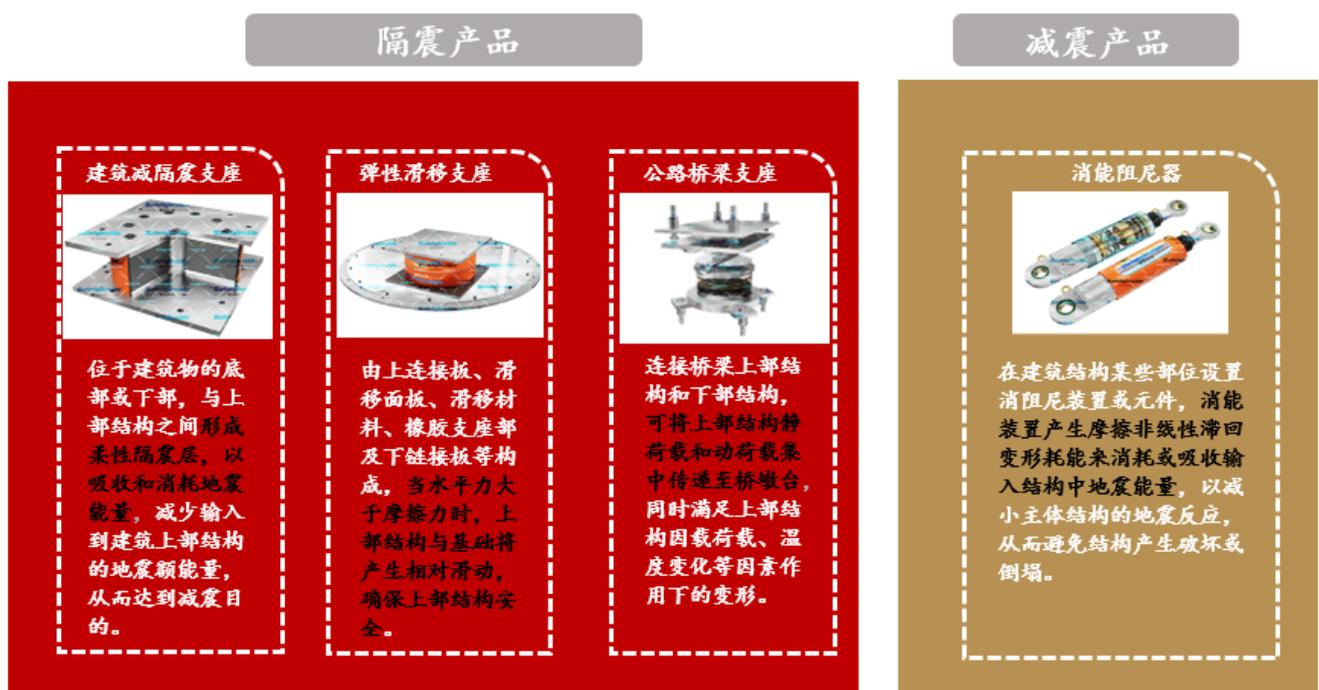
股权较为集中，2021 年成本因素致净利润下滑。公司实际控制人为李涛。截止到 2022Q1，李涛先生直接持有公司 19.68% 股权，同时通过北京华创三鑫持有公司 20.64% 股权（合计 40% 左右）。目前李涛先生担任公司董事长、总经理，负责公司经营决策和市场拓展，从业经验丰富。公司自成立以来保持较快速度发展，2012-2021 年，营收规模由 1.2 亿元增长至 6.7 亿元，对应年复合增速 21.4%。2021 年，受 1) 施工需求疲软，2) 人员扩张较快，3) 原材料成本上升影响，公司净利润出现下滑。

图 2 公司股权结构



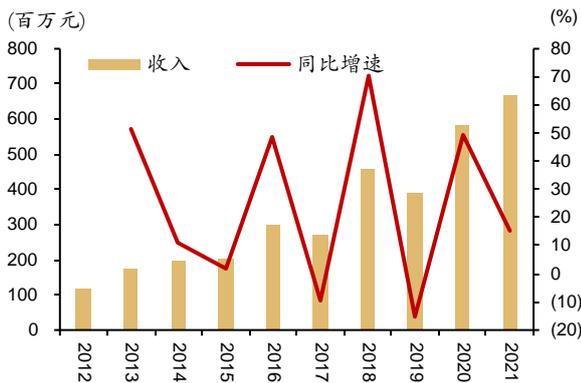
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 公司主要产品



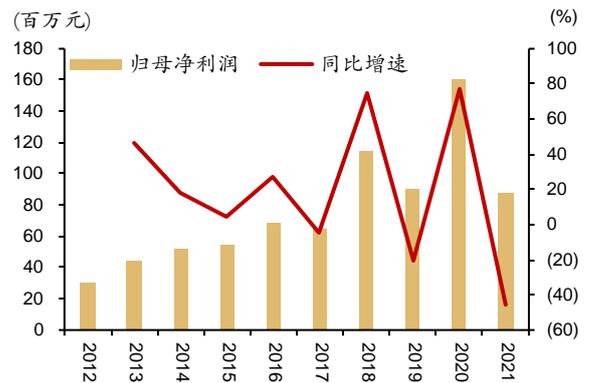
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 4 公司收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

市场扩容+区域拓展，公司有望进入高速发展周期。2021 年 8 月，国务院发布《建设工程抗震管理条例》（2021 年 9 月正式实施），我们测算全国减隔震市场相比现在有望大幅扩容，公司作为行业领军企业核心受益，同时伴随公司地域扩张，公司发展有望进入快车道。在经历了 2021 年施工需求下滑、原材料价格高企的短暂低迷后，我们认为 2022 年起，公司收入、利润增长有望提速，进一步增厚业绩弹性。

2. 立法落地：市场有望大幅扩容

2021 年 8 月，国务院发布《建设工程抗震管理条例》（2021 年 9 月正式实施），我们测算全国减隔震市场相比现在有望大幅扩容。此外，我们认为减隔震行业壁垒较高，头部企业将成为市场扩容的核心受益者。

2.1. 三种主流技术，隔震优势较大

目前建筑防震主要有三种方法：

抗震：通过增加钢筋、水泥用量，增强建筑结构强度来抵御地震，本身不降低地震的作用。

减震：通过阻尼器，将部分动能转化为热能，降低地震对建筑结构的破坏，通常降低地震作用 20-30%。

隔震：利用隔震支座和弹簧，将建筑结构的晃动转化为抗震装置的横向摆动，降低建筑上部受力，降低地震作用 50-80%，防震效果最好，同时也有较好的经济效益。

表 1 三种主要防震方法对比

方法	简要原理	特点	减震效果	经济效益
抗震	加大钢筋、水泥使用量，提高建筑强度	硬碰硬	无	一般
减震	在传统抗震基础上，添加能量消耗装置	将动能转化为热能	20-30%	不佳，可能增加工程造价
隔震	在上下部之间形成隔震层，形成隔震层，将地震转化为隔震装置横向位移降低上部结构反应	以柔克刚	50-80%	较好

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

从实际效果来看，在 2011 年日本地震以及 2013 年四川雅安地震后，采用隔震技术的公共建筑建筑功能并未显著受到损害，而同地区采用抗震技术的建筑已几乎无法使用，隔震技术优势凸显，随着技术的成熟和认知度的增加，未来在防震中的渗透率有望大幅提升。

图 6 仙台地震后隔震建筑功能完好



仙台某高层隔震住宅地震后室内物品无移动

图 7 芦山县医院震后功能迅速恢复



芦山县人民医院震后主体完好、功能迅速恢复

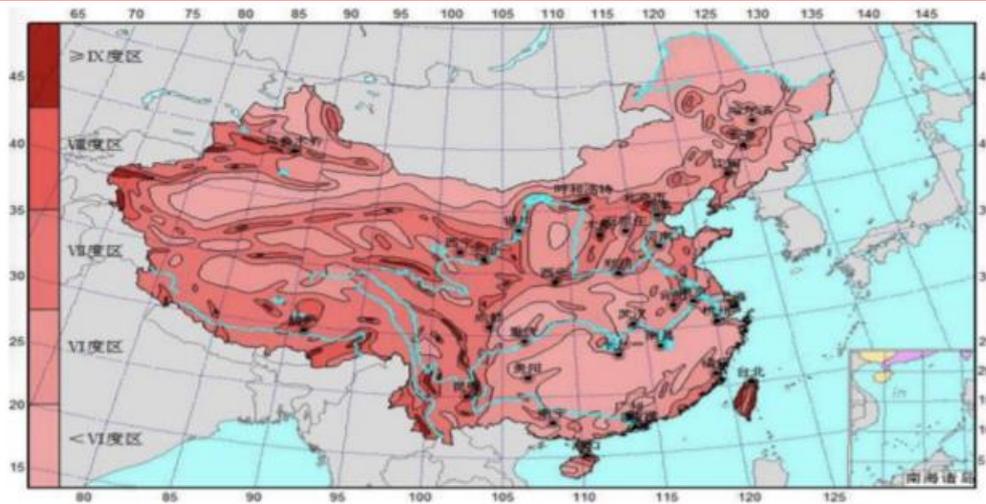
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.2. 过往法律以鼓励为主，市场空间 15-20 亿元

从地理角度考虑，我国是地震多发区。根据中国地震信息网及公司招股说明书披露数据，我国大陆 7 级以上的地震占全球大陆 7 级以上地震的 1/3，因地震死亡人数占全球的 1/2；我国有 41%的国土、一半以上的城市位于地震基本烈度 7 度及 7 度以上地区，6 度及 6 度以上地区占国土面积的 79%。

图 8 我国地震烈度区分部



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

尽管我国多个省份是地震多发地区，但是截止到 2020 年我国相关法规以鼓励使用、优先使用为主，市场潜力未被完全激发。根据公司招股书披露数据，上市时公司市场份额 30%左右，按照 2018 年公司 4.6 亿元收入计算，**2018 年市场空间 15 亿元左右**，考虑到近几年立法尚未正式执行，我们判断目前市场空间总体与 2018 年相仿。

表 2 过往防震规定以优先采用、鼓励采用为主

时间	法律或规定	简要内容
1997	中华人民共和国防震减灾法	对于不按照抗震设计进行施工的行为要求责令改正，否则予以 3 万元以上 30 万元以下罚款
2006	国家防震减灾规划 2006-2020	到 2020 年基本具备综合抗御 6 级水平
2014	关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见	抗震 8 度区以及重点监视防御区 3 层以上的人员密集公共建筑， 优先 采用减隔震技术设计， 鼓励 重点设防类建筑采用减隔震技术

资料来源：住建部，司法部，地震局，招股说明书，华西证券研究所

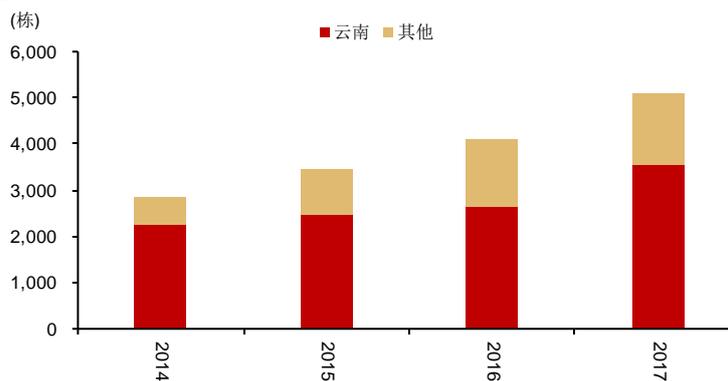
表 3 本次立法前各地减震隔震技术应用法规政策

区域	抗震设防烈度 8 度以上地区减隔震使用要求
云南	学校和医院 强制 使用
陕西	学校和医院 强制 使用
甘肃	学校和医院 强制 使用
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	学校和医院 优先 使用
合肥	重大医疗用建筑 强制 使用，学校 优先 使用

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

云南是执行较严格地区，但离天花板仍有较大距离。从分省执行情况来看，多数省份总体执行方式多为“优先采用”及“鼓励”，推广较多的地区为云南地区。2016 年，云南公布《云南省隔震减震建筑工程促进规定》，要求 1) 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，2) 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，3) 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，三类工程应当采用减隔震技术，根据公司招股书数据，2017 年新开工减隔震建筑 1365 栋，占全国 67%左右，是推广较好地区。结合此前测算的全国市场空间，据此估算云南市场规模 10 亿元左右，离理论天花板（即全省高烈度地区每栋公共建筑均采用减隔震）仍有较大距离。

图 9 过往减隔震技术主要应用在云南



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 4 云南市场离

全国商品房施工面积 (万平方米)	975,387
云南商品房施工面积 (万平方米)	29,148
云南商品房施工面积占全国比重	3.0%
全国公共建筑施工面积 (万平方米)	600,109
高烈度区占云南面积比例	44.7%
估算云南公共建筑施工面积 (万平方米)	8,011
单位减隔震造价 (元/平米)	100
估算理论云南减隔震市场空间 (亿元)	80.1
2018 年公司云南省内收入 (亿元)	3.91
估算公司云南市场份额	50.0%
估算云南实际市场空间 (亿元)	7.8
估算云南市场渗透率	9.8%

资料来源：统计局，地震局，Wind，华西证券研究所

2.3. 立法落地，市场大幅扩容在即

2021 年，《建设工程抗震管理条例》（属于行政法规，有强制力，2021 年 9 月开始正式执行）通过，相较于此前的相关条例法规，本次条例明确了所有高烈度设防地区公共建筑均应采用减隔震技术，相当于显著扩大了地域执行范围。根据条例，设防范围由原来的 5 省 47 市增加至 1) 23 省 126 市，2) 长三角、珠三角等重点监视防御区，合计面积占全国陆地面积 10%左右。此外，相较于此前较为局限于学校及医院的法规，新条例明显扩大了适用范围，规定如下建筑应当采用减隔震技术：

图 10 本次减隔震立法明显扩大了地域覆盖范围



资料来源：官方网站，华西证券研究所

新建公共建筑领域：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；

存量建筑领域：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、应急指挥中心、应急避难场所等既有公共建筑进行抗震加固时，应当采用隔震减震技术；

表 5 本次减隔震立法主要内容

1	新建、扩建、改建建设工程，应当符合抗震设防强制性标准。
2	位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的 <u>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</u> 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。
3	位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的 <u>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</u> 进行抗震加固时，应当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。
4	实施农村危房改造、移民搬迁、灾后恢复重建等，应当保证建筑工程达到抗震设防强制性标准。
5	国家鼓励建设工程所有权人结合电梯家装、节能改造等开展抗震加固，提升老旧房屋抗震性能。
6	国家鼓励在除前款规定以外的建设工程中采用隔震减震等技术，提高抗震性能。

资料来源：官方网站，华西证券研究所

市场有望扩容至 300 亿元以上。除上述场景外，条例还鼓励在装配式建筑、农村住房、旧改等场景中减隔震技术的应用。此外，条例进一步明确了追责机制、行业规范等，扶持政策等。根据我们测算，当条例逐渐被完全执行后，市场规模有望扩容至 300 亿元以上，相比于现在大幅扩容。

表 6 立法通过后减隔震设备市场空间可达 300 亿元

全国施工面积 (万平方米)	1,575,495
重点区域国土面积占比	31.1%
地震重点防御区域施工面积 (万平方米)	489,979
全国商品房施工面积 (万平方米)	975,387
全国公共建筑施工面积 (万平方米)	600,109
八类公共建筑面积占比	12.5%
地震重点防御地区公共建筑施工面积 (万平方米)	61,247
学校、医院等重点人口密集公共建筑占比	50.0%
减隔震施工需求面积 (万平方米)	30,624
每平米隔震装置造价 (元/平米)	100
隔震市场空间 (亿元)	306

资料来源：统计局，地震局，Wind，华西证券研究所

除立法推动外，我们认为减隔震技术同样具备良好的商业经济价值，从而使得行业进一步扩容。首先，减隔震技术能够减少建筑物中钢筋、水泥的用量，在目前钢铁、水泥价格总体处于高位的背景下，有望降低建筑整体成本，同时由于水泥、钢铁是高耗能行业，减隔震设备的应用也有助于建筑整体减碳，在碳中和背景下进一步提升渗透率。其次，我们注意到，减隔震技术已经在 LNG 等抗震要求较高的商业项目中开始应用，未来有望在类似的商业项目中逐渐普及。

图 11 天津 LNG 项目采用减隔震技术



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 12 天津 LNG 项目二期采用减隔震技术



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.4. 行业壁垒较高，头部企业核心受益

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

我们认为减隔震行业壁垒较高，头部企业能够在行业扩容后保持市场份额，从而成为行业扩容的核心受益者。

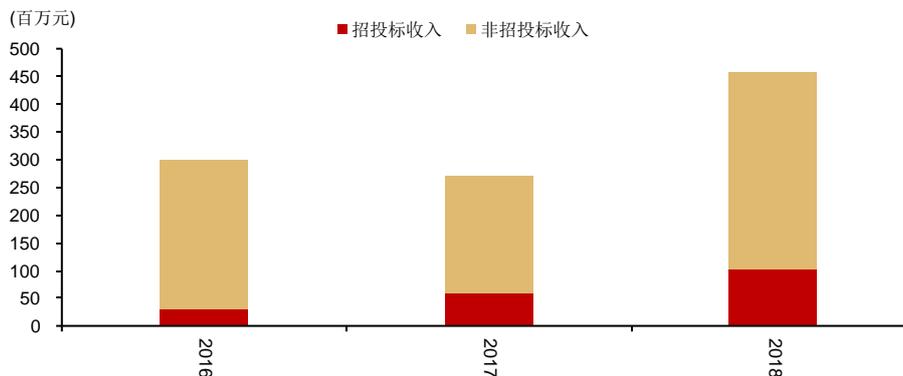
表 7 公司隔震行业主要竞争对手

竞争者	业务简介
无锡圣丰建筑新材料有限公司	引进外资改组，主要从事隔震和消能减震产品的生产
衡水震泰隔震器材有限公司	创立于 1997 年，首部橡胶隔震支座国标起草厂家之一，产品被广泛应用
广东宇泰减震科技有限公司	1992 年成立，专门从事隔震减震器材的生产，产品广泛应用于房屋、桥梁、设备隔震和消能减震。
四川强实减震科技有限公司	专业从事建筑、桥梁隔震减震技术研发和 隔震支座产品生产企业
株洲时代新材料科技股份有限公司	主要从事高分子减振降噪产品、高分子复合改性材料和特种涂料 及新型绝缘材料三大系列产品的研制开发、生产、销售和服务
柳州东方工程橡胶制品有限公司	主要从事桥梁支座，桥梁 伸缩装置、减隔震支座、阻尼器等系列产品的研发、生产、销售和服务
浙江天铁实业股份有限公司	主要从事轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售的高新技术企业。
苏州海德新材料科技股份有限公司	主要从事公路及轨道桥梁支座、桥梁伸缩缝装 置、建筑及桥梁隔震支座、阻尼装置的生产制造
上海路博减振科技有限公司	主要从事土木工程减震技术、机械设备减振技 术、检测科技领域内的技术开发等

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

首先，从客户角度，因为产品涉及生命财产安全，同时应用场景多数为公建项目，因此客户对于质量要求较高，且对于价格相对不敏感，减隔震企业需要与设计、施工、业主方等保持合作，认证壁垒和客户粘性较高、先发优势较大。根据公司招股说明书披露，2018 年公司通过招投标获得收入 1.03 亿元，占公司收入比重仅 22.50%，体现下游客户招标并不频繁，一旦确定合作伙伴后较少更换。

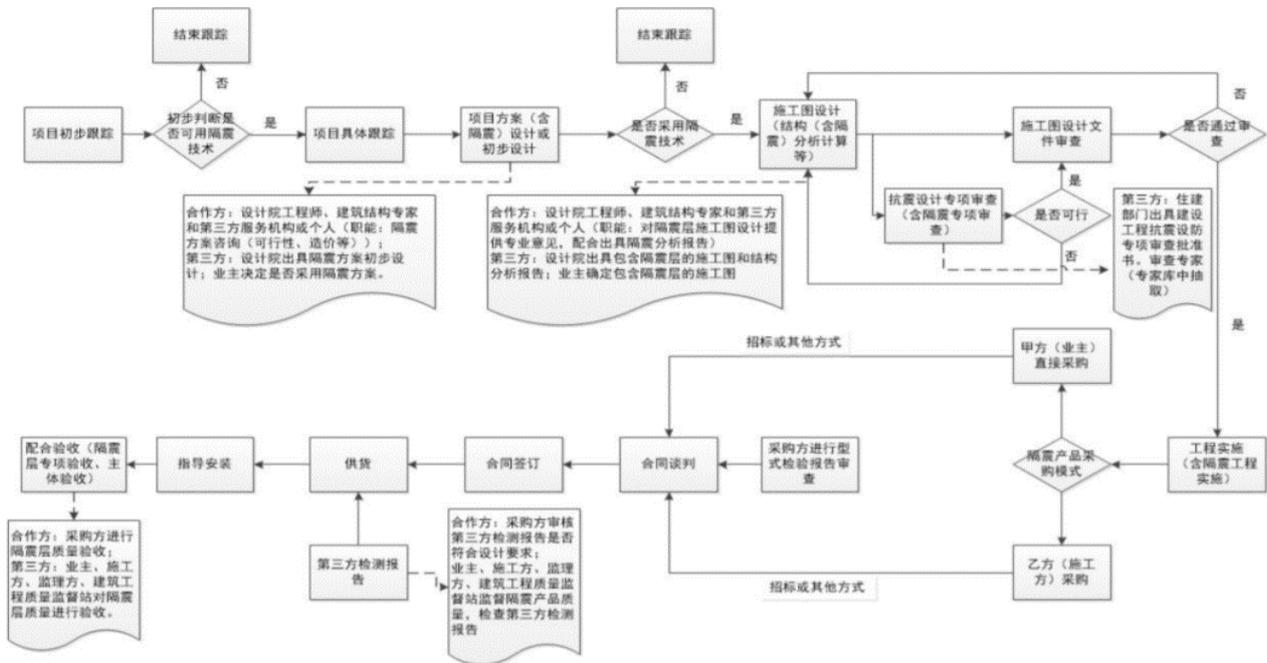
图 13 招投标收入占公司总收入比重较小



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

其次，减隔震行业总体属于非标，需要相关企业提供整体解决方案。减隔震企业需要参与前期设计和后期安装服务，而目前行业内很多小企业只能生产部分（相对）标准化产品，竞争力总体有限。

图 14 减隔震设计及产品认证流程较为复杂



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

3. 震安科技：全国化布局先行，突破产能瓶颈助力成长

公司成立于重点防震地区云南，通过十余年深耕行业，积累了较为宽厚的竞争优势。行业扩容背景下，公司开启全国化布局，有望借助竞争优势从云南走向全国，而公司产能也有望同步扩张，进一步支撑公司成长。

3.1. 行业领先企业，竞争力强

公司深耕行业十余年，竞争优势较为明显，具体包括：

技术优势：公司成立周福霖工作站，拥有国内橡胶、高分子化学材料、机械、工程等多个方面的技术研发人员，保持与国内外众多高等院校合作，保持行业领先的研发和制造水平，技术人员数量及研发投入行业领先。此外，公司多次作为主编单位和参编单位，参与国家和地方标准的制定，截止到 2021 年底，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。

表 8 公司研发投入及技术人员储备领先行业

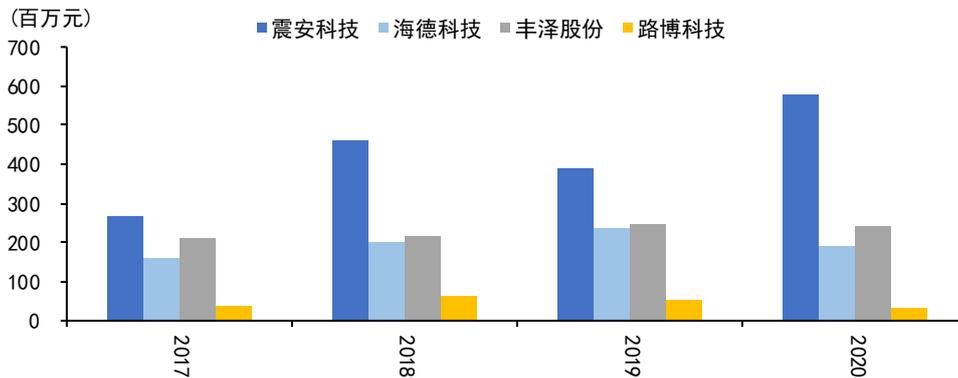
	研发支出 (百万元)	技术人员数量	技术人员占公司员工比重 (%)
震安科技	23.9	233	25%
海德科技	9.5	26	11%
丰泽股份	8.8	45	13%
路博科技	6.1	6	7%

资料来源：Wind, 华西证券研究所

备注：震安科技为 2021 数据，其余为 2020 年数据

规模优势：2021 年，公司收入 6.7 亿元，规模上明显超过丰泽股份、海德科技、路博科技等主要竞争对手。

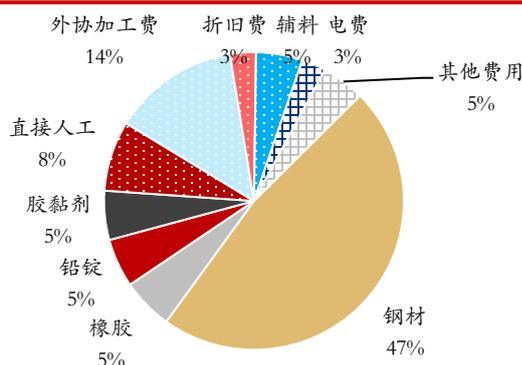
图 15 公司收入规模明显高于主要竞争对手



资料来源：Wind, 华西证券研究所

项目经验优势：根据公司债券募集说明书披露，公司产品应用于北京新机场航站楼、北京海淀区玉渊潭地铁住宅项目、云南临沧市人民医院青华医院等多个大型标杆项目，拥有丰富的项目经验及施工方、设计院资源。

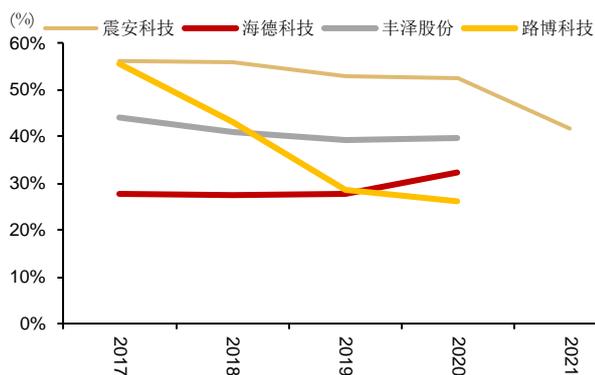
图 18 2018 年公司隔震支座成品成本划分



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

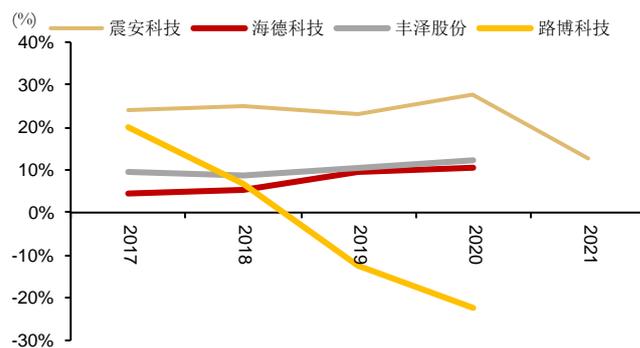
盈利能力优势：规模和技术优势带来公司盈利方面优势。根据 Wind 数据，公司毛利率、净利率高于竞争对手 5-10 个百分点以上。

图 19 公司毛利率领先竞争对手



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 公司净利率领先竞争对手

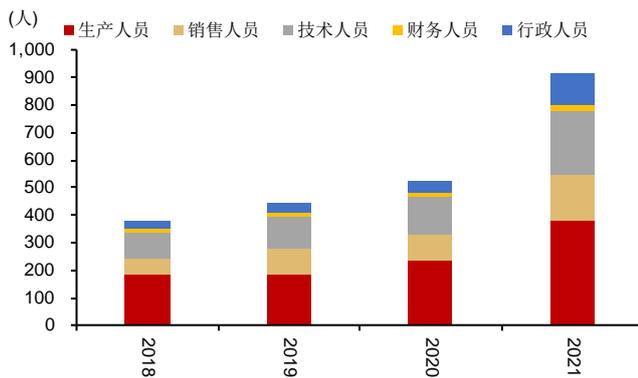


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 率先开启全国化布局

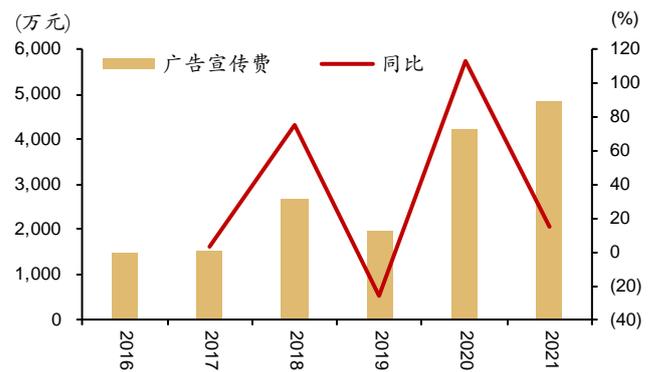
公司准确预判了减隔震行业立法带来的需求扩容，率先开启全国化布局，成立西南、华北、西北、华东南 4 大销售区域，并在各区域招聘销售、技术人员，建立销售-设计联动机制，并深化渠道下沉，2021 年，公司销售人员同比上升 72%至 167 人，技术人员数量同比上升 75%至 233 人。此外，公司进一步加大市场推广，广告费用由 2016 年的 1469 万元提升至 2021 年的 4830 万元，占收入比重提升至 7%左右，体现 2020 年以来，公司加速在云南以外地区项目跟踪过程中的市场推广。

图 21 公司销售、技术人员 2021 年扩张较快



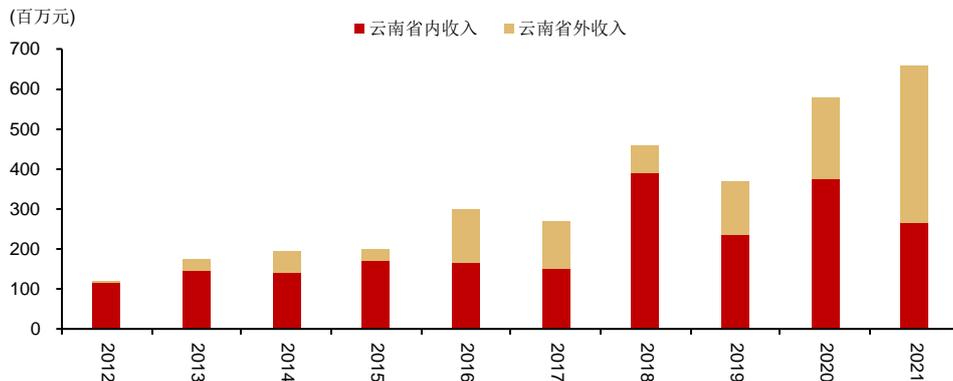
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 公司近年来加大产品宣传力度



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 23 公司云南省外收入增长较快



资料来源: Wind, 华西证券研究所

此外，公司还通过收购进一步拓宽渠道布局，2021 年 8 月，公司以 0.6 亿元对价收购常州格林 66.7% 股权，2022 年 4 月公司再次收购 23.3% 股权，合计持股比例达到 90%。常州格林位于江苏，主要经营范围为华东、华南，主要产品为大型阻尼器（与公司减震产品类似），主要客户为核电站。对于常州格林的收购，为公司在华东、华南的扩张提供了支点，同时也加强了公司在阻尼器技术与非房建筑客户的储备，预计协同效应良好。经过数年扩张，公司云南以外省份收入占比由 2012 年的 16.4% 上升至 2021 年的 59%。伴随立法落地，我们判断非云南地区市场扩容步伐相较于云南地区将更快，借助竞争优势，公司有望将成功经验从云南复制至全国，进一步为增长提供动能。

图 24 常州格林是核电设备国产化研发成员单位



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 25 常州格林重点产品之一：液压阻尼器

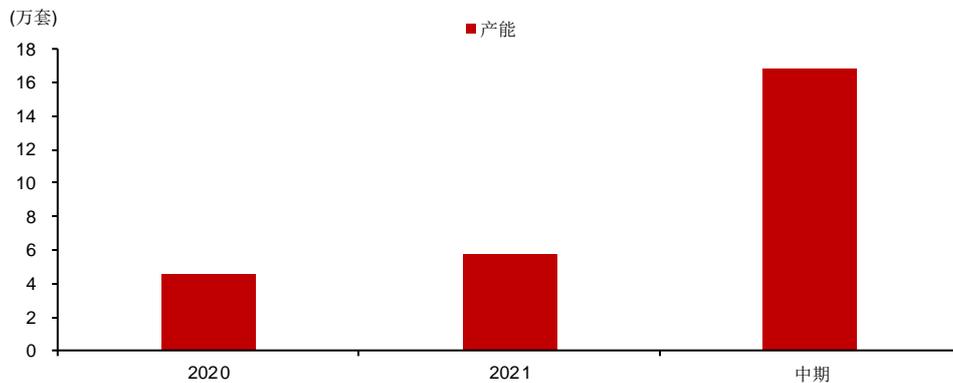


资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.3. 产能扩张进一步提高确定性

公司现有昆明、唐山、常山三个生产基地（5 个工厂），而根据公司债券募集说明书及年报披露数据，截止到 2021 年底，公司主要在建项目有两个：1) IPO 项目，即 5 万套减隔震产品智能化生产线及 2) 可转债项目，3 万套减震及 3 万套隔震产品智能化生产线。根据公司可转债募集说明书，截止到 2020 年底，公司隔震/减震产品产能 3.6/1 万套，考虑到技改完成（增加 1.2 万套产能），我们估算 2021 年底公司产能 5.8 万套。待上述 11 万吨产能投产后，公司产能将提升 190%左右，进一步提升公司成长确定性。

图 26 公司产能预计迅速扩张，支撑公司销量增长



资料来源：公司年报，债券募集说明书，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

伴随立法落地，各地推进执行，以及公司产能扩张，我们预计公司 2022-2024 年，减隔震类产品销量总体增速达 100%/80%/50%以上，同时 2022H2 起，由于钢材价格回落，成本端预计有所改善。预计 2022-2024 年，公司收入 14.73/27.50/42.21 亿元，

归母净利润 2.41/5.12/7.97 亿元，对应 EPS0.99/2.11/3.29 元，对应 7 月 20 日 54.30 元收盘价 54.7/25.7/16.5x PE。

表 9 盈利预测

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
隔震产品收入	449	476	1,070	2,032	3,150
毛利率	52.4%	41.6%	41.6%	44.0%	44.0%
减震产品收入	131	183	393	707	1,060
毛利率	53.5%	39.8%	38.1%	38.1%	38.1%
其他收入					
总收入	580	670	1,473	2,750	4,221
增速	49.2%	15.5%	119.8%	86.7%	53.5%
归母净利润	161	87	241	512	797
净利率	27.7%	13.0%	16.4%	18.6%	18.9%
增速	77.1%	-45.6%	175.6%	112.5%	55.7%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

由于公司在 A 股市场较为缺乏可比公司，我们的估值主要参考公司历史估值。根据 Wind 数据，2019 年至今，公司平均估值为 91x TTM PE，而我们预计的 2022-2024 年，收入/归母净利润的复合增速分别为 84.7%/108.9%，最终我们取 70x 2022E PE 估值，对应约 0.65x PEG，以反映公司较高的潜在增速。首次覆盖给予公司目标价 69.30 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

需求不及预期：如果法规执行或基建资金到位情况低于预期，则行业需求和公司收入可能低于我们预期。

成本高于预期：如果原材料价格超预期，公司毛利率可能低于我们预期。

产能投放慢于预期：如果公司产能扩张慢于预期，则销量增长可能低于我们预期。

系统性风险：宏观经济、贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势和估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	670.33	1473.11	2749.92	4221.09	净利润	85.14	234.65	498.60	776.09
YoY (%)	15.48%	119.76%	86.67%	53.50%	折旧和摊销	19.79	85.88	112.02	143.21
营业成本	390.94	869.94	1578.76	2423.77	营运资金变动	-307.13	-542.11	-886.23	-977.35
营业税金及附加	5.82	12.79	23.87	36.64	经营活动现金流	-182.85	-224.39	-278.42	-60.85
销售费用	93.94	184.14	329.99	506.53	资本开支	-212.01	-188.30	-190.84	-190.84
管理费用	47.46	73.66	132.00	194.17	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
研发费用	23.90	52.52	98.04	150.49	投资活动现金流	-204.56	-184.62	-187.17	-187.17
财务费用	1.96	3.47	6.63	9.24	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.84	-0.84	-0.84	-0.84	债务募资	313.86	500.00	500.00	400.00
投资收益	3.67	3.67	3.67	3.67	筹资活动现金流	262.33	263.87	382.58	223.28
营业利润	96.63	261.11	565.14	884.77	现金净流量	-125.08	-145.14	-83.01	-24.74
营业外收支	1.44	9.16	9.16	9.16					
利润总额	98.07	270.27	574.31	893.93	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	12.93	35.63	75.70	117.83	成长能力 (%)				
净利润	85.14	234.65	498.60	776.09	营业收入增长率	15.48%	119.76%	86.67%	53.50%
归属于母公司净利润	87.46	241.04	512.20	797.26	净利润增长率	-45.58%	175.59%	112.49%	55.65%
YoY (%)	-45.58%	175.59%	112.49%	55.65%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.36	0.99	2.11	3.29	毛利率	41.68%	40.95%	42.59%	42.58%
					净利率	12.70%	15.93%	18.13%	18.39%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	4.24%	8.69%	12.40%	14.00%
货币资金	401.69	256.54	173.54	148.80	净资产收益率 ROE	6.81%	16.33%	27.22%	31.73%
预付款项	48.56	48.56	48.56	48.56	偿债能力 (%)				
存货	340.66	669.19	1214.43	1864.44	流动比率	2.54	1.60	1.48	1.51
其他流动资产	634.15	1046.48	1853.20	2734.13	速动比率	1.84	1.03	0.91	0.91
流动资产合计	1425.05	2020.77	3289.73	4795.92	现金比率	0.72	0.20	0.08	0.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	36.66%	46.18%	54.38%	56.19%
固定资产	284.65	328.84	384.12	426.82	经营效率 (%)				
无形资产	50.99	46.47	41.95	37.42	总资产周转率	0.38	0.61	0.80	0.86
非流动资产合计	639.22	751.63	840.46	898.09	每股指标 (元)				
资产合计	2064.27	2772.41	4130.19	5694.01	每股收益	0.36	0.99	2.11	3.29
短期借款	114.86	614.86	1114.86	1514.86	每股净资产	5.29	6.08	7.75	10.36
应付账款及票据	266.18	394.86	716.58	1100.11	每股经营现金流	-0.75	-0.92	-1.15	-0.25
其他流动负债	180.49	250.56	394.58	564.62	每股股利	1.69	0.25	0.53	0.82
流动负债合计	561.53	1260.28	2226.02	3179.59	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	150.65	54.66	25.73	16.53
其他长期负债	195.15	20.04	20.04	20.04	PB	19.71	8.93	7.00	5.24
非流动负债合计	195.15	20.04	20.04	20.04					
负债合计	756.68	1280.32	2246.05	3199.63					
股本	202.17	202.17	202.17	202.17					
少数股东权益	22.74	16.34	2.75	-18.42					
股东权益合计	1307.59	1492.09	1884.14	2494.38					
负债和股东权益合计	2064.27	2772.41	4130.19	5694.01					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

郁昉：CFA，建筑和建材行业高级研究员。天普大学金融工程硕士，曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。