

公司研究

建筑减隔震行业龙头，充分受益于市场空间扩容

——震安科技（300767.SZ）投资价值分析报告

要点

震安科技是国内建筑减隔震行业龙头。震安科技是建筑减隔震技术全套解决方案和全生命周期服务提供商，成立于 2010 年 1 月，是行业高新技术企业、技术示范中心和周福霖院士工作站，于 2019 年 3 月在深交所 A 股成功上市，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”。公司目前已成为国内规模领先的减隔震产品生产基地，技术水平和市场份额领先于行业，产品已广泛应用于学校、医院、商业地产、重大市政工程、其他公共建筑、LNG 储罐、新建住宅和老旧建筑加固等抗震领域。

政策支持下减隔震技术由地方推向全国，打开市场空间。建筑减隔震技术采用“以柔克刚”的方法，较传统抗震技术效果更好，主要有隔震技术和减震技术两类。自 2007 年起，云南省就出台了《云南省建设工程抗震设防管理条例》等一系列减隔震相关的法规；2021 年 5 月 12 日国务院颁布《建设工程抗震管理条例》，自 2021 年 9 月 1 日起实施。该条例要求全国位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的特定项目应当采用隔震及减震技术。隔震及减震技术由云南省强制推广至全国，将带来行业市场规模的扩大。我们根据相关假设及相应数据，对我国减隔震市场空间进行了测算，预计保守情况下（不考虑住宅建筑的存量改造和增量安装）2022-2025 年年均增量市场规模约 195 亿元。

充分受益于建筑减隔震市场扩容，经验+技术助力公司加速布局全国市场。公司项目经验丰富，具有较强的品牌优势：在当前建筑减隔震市场快速扩容的背景下，公司作为国内减隔震行业龙头，承接了众多国内重大的标志性减隔震项目，积累了丰富的设计和施工经验，并凭借实践经验获得了国家和地方权威机构的认可，形成了良好的品牌声誉。截至 2021 年上半年，公司已经累计完成 12000 栋建筑的减隔震设计，在全国房屋建筑减、隔震领域具有较高的市场占有率（2021 年年报披露，公司自己测算的 2017 年市占率约为 30%），在行业内处于领先地位。

减隔震产品关乎人民生命和财产安全，因此，减隔震产品可靠的性能和质量非常重要，客户往往会偏向于选择具有较高品牌美誉度和丰富成功项目经验的服务商，使得行业新进入者面临较高的品牌壁垒。公司凭借在产品类型、品牌及项目经验等方面的竞争优势，为省外市场开拓取得了先发优势。公司现已加快扩张步伐，逐步将云南省的成功经验推广到全国各地。2018-2021 年云南省外收入为 0.7/1.4/2.0/4.0 亿元，占比 15%/35%/35%/59%，年均复合增长率近 80%，省外收入及占比快速提升。

盈利预测、估值与评级：公司作为建筑减隔震行业的龙头，在该领域具有丰富的项目经验和良好的品牌声誉，在当前行业快速扩容的背景下，有望凭借自身的经验和能力加速从云南省向全国扩张；目前公司产能扩张进展顺利，未来营收及业绩有望保持高速增长。预计公司 2022-2024 年营收分别为 15.64/27.60/42.32 亿元，净利润分别为 2.51/4.16/6.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.71/2.58 元，对应 2022 年的动态市盈率为 59x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产业政策对公司经营业绩影响的风险，建筑减隔震市场竞争加剧的风险，应收账款回款风险，原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	580	670	1,564	2,760	4,232
营业收入增长率	49.15%	15.48%	133.32%	76.50%	53.33%
净利润（百万元）	161	87	251	416	625
净利润增长率	77.14%	-45.58%	186.69%	65.94%	50.31%
EPS（元）	1.12	0.43	1.03	1.71	2.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.49%	6.81%	16.49%	22.07%	25.78%
P/E	55	141	59	36	24
P/B	7.9	9.6	9.8	7.9	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-02

注：2020/2021/2022 年公司总股本分别为 1.44/2.02/2.43 亿股

买入（首次）

当前价/目标价：61.15/73.28 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.43
总市值(亿元):	148.39
一年最低/最高(元):	36.62/105.98
近 3 月换手率:	76.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.26	15.73	-13.29
绝对	9.61	41.96	-15.95

资料来源：Wind

投资聚焦

2021年5月12日国务院颁布《建设工程抗震管理条例》，自2021年9月1日起实施。该条例要求全国位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的特定项目应当采用隔震减震技术。按照云南省相关经验，《条例》实施后将充分打开建筑减隔震市场空间；我们根据相关假设及相应数据，对我国减隔震市场空间进行了测算，预计保守情况下（不考虑住宅建筑的存量改造和增量安装）2022-2025年年均增量市场规模约195亿元。在行业扩容的背景下，公司作为龙头将充分受益，能够凭借丰富的项目经验加速布局全国市场。

关键假设

隔震业务（主要为隔震支座）：我们预计2022-2024年公司隔震支座销量的同比增速分别为80%/70%/40%，单价的同比增速分别为10%/5%/5%，相应的营收分别为9.6/17.1/25.1亿元；2021年公司毛利率受原材料涨价及非标品毛利率偏低的影响降幅较大，我们认为未来随着原材料价格的回落，公司毛利率将有所回升，预计2022-2024年隔震支座毛利率分别为45%/45%/45%。

减震业务（消能阻尼器）：我们预计2022-2024年公司减震产品销量的同比增速分别为30%/60%/50%，单价分别为0.79/0.87/0.95万元/套，相应的营收分别为5.8/10.2/16.9亿元；2021年公司毛利率受原材料涨价及非标品毛利率偏低的影响降幅较大，我们认为未来随着原材料价格的回落，公司毛利率将有所回升，预计2022-2024年消能阻尼器毛利率分别为40%/40%/40%。

费用率假设：综合考虑公司未来加速向全国市场扩张的趋势，以及公司降本增效措施初见成效，我们预计2022-2024年公司的销售费用率分别为13.5%/13.5%/13.5%，管理费用率分别为6.5%/6.0%/6.0%，研发费用率分别为2.85%/2.85%/2.85%。

我们区别于市场的观点

我们认为，建筑减隔震行业公司目前最核心的护城河在于相应的项目经验和品牌声誉。建筑减隔震产品费用占工程总造价比重较小，仅约5%，但关乎人民生命和财产安全，且逐步健全的追责机制使得“犯错成本”较高，故客户倾向于选择具有丰富成功项目经验和较高品牌美誉度的服务商而对价格不敏感，使得行业新进入者面临较高的经验和品牌壁垒。

震安科技作为行业绝对龙头，深耕建筑减隔震市场多年，建设了众多国内重大的标志性减隔震项目，积累了丰富的项目经验，同时参与了数十项行业技术标准的编制，形成良好的品牌声誉。我们认为，公司可以凭借自身在项目经验及品牌声誉等方面的核心优势，在行业快速扩容的背景下加速提升市场份额。

估值与目标价

预计公司2022-2024年营收分别为15.64/27.60/42.32亿元，净利润分别为2.51/4.16/6.25亿元，对应EPS分别为1.03/1.71/2.58元，对应2022年的动态市盈率为59x。根据FCFF绝对估值法，我们测算公司的合理股价为73.28元，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、国内建筑减隔震行业龙头	6
1.1、深耕建筑减隔震十余年，成为国家级制造业“单项冠军”	6
1.2、公司股权结构较为集中.....	8
1.3、收入再创新高，省外市场逐渐发力	8
2、政策支持下减隔震技术由地方推向全国，打开市场空间.....	11
2.1、建筑减隔震技术优于传统抗震技术、安全性高	11
2.2、政策支持下强制减隔震技术从云南拓展至全国	13
2.3、减震及隔震行业市场空间逐步打开	16
3、充分受益于建筑减隔震市场扩容，经验+技术助力公司加速布局全国市场	18
3.1、项目经验丰富形成品牌优势，全国扩张步伐加快	18
3.2、核心技术保驾，持续加大研发投入保持竞争优势	20
3.3、产能持续扩张，收购常州格林布局长三角	22
4、盈利预测、估值与投资建议	25
4.1、盈利预测	25
4.2、相对估值	26
4.3、绝对估值	26
4.4、投资建议	28
5、风险分析.....	29

图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司主要业务	6
图 3: 北京大兴国际机场航站楼项目	7
图 4: 首都博物馆东馆项目	7
图 5: 公司股权结构图	8
图 6: 公司 2017-2022Q1 营收及同比增速	9
图 7: 公司 2017-2022Q1 归母净利润及同比增速	9
图 8: 公司 2017-2022Q1 销售毛利率及销售净利率	9
图 9: 公司 2017-2021 年期间费用率	9
图 10: 2017-2021 年不同产品营收占主营业务收入比重	10
图 11: 2017-2021 年云南省内与云南省外营收占比	10
图 12: 隔震建筑可通过底部隔震层隔离大部分地震能量	11
图 13: 减震建筑在传统建筑薄弱接点加入阻尼器消耗地震能量	11
图 14: 传统抗震技术与建筑隔震技术的效果对比	12
图 15: 隔震建筑能有效降低地震对建筑物的破坏	12
图 16: 中国地震动参数区划图 (GB18306-2015)	13
图 17: 《建设工程抗震管理条例》自 2021 年 9 月 1 日起实施	16
图 18: 《条例》要求新建或加固八类建筑时要采用减隔震技术	16
图 19: 2017-2021 年公司在云南省外营收及同比增速	20
图 20: 2017-2021 年公司研发费用投入及同比增速	22
图 21: 2017-2021 年隔震产品产能及产能利用率	23
图 22: 2017-2021 年减震产品产能及产能利用率	23
图 23: 昆明智能化减隔震制品装备制造基地	23
图 24: 唐山智能化减隔震制品装备制造基地	23
图 25: 核级阻尼器	24

表目录

表 1: 公司核心产品	7
表 2: 建筑隔震技术与减震技术的对比	12
表 3: 云南省出台的建筑减隔震相关政策	13
表 4: 其他省份 (除云南外) 出台的建筑减隔震相关政策	14
表 5: 我国建筑减隔震增量市场空间测算	17
表 6: 公司参与的部分重大项目	18
表 7: 公司核心技术	20
表 8: 公司产品使用的标准与国标对比	21
表 9: 公司研发项目	22
表 10: 公司未来新增产能	23
表 11: 震安科技分业务营收预测 (百万元)	25

表 12：震安科技可比公司盈利预测与估值	26
表 13：绝对估值核心假设表	27
表 14：现金流折现及估值表	27
表 15：敏感性分析表（单位：元）	27

1、国内建筑减隔震行业龙头

1.1、深耕建筑减隔震十余年，成为国家级制造业“单项冠军”

震安科技是建筑减隔震技术全套解决方案和全生命周期服务提供商，成立于2010年1月，是行业高新技术企业、技术示范中心和周福霖院士工作站，于2019年3月在深交所A股成功上市，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 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

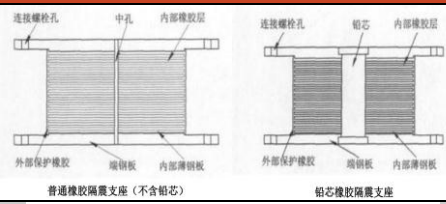
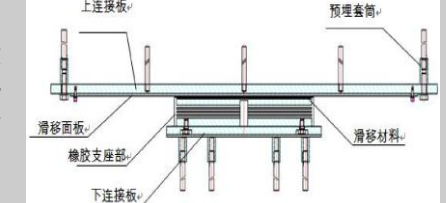
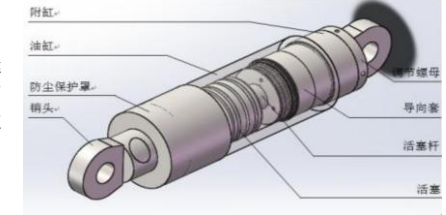
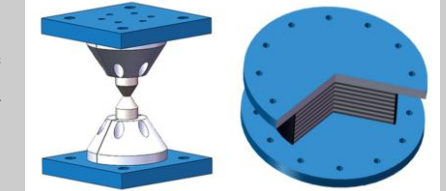
公司主要从事建筑减隔震技术咨询，减隔震结构分析设计，减隔震产品研发、生产、销售、检测、安装指导及更换，减隔震建筑检测，售后维护等业务，目前已成为国内规模领先的减隔震产品生产基地，产能行业领先，主要产品包括：建筑隔震橡胶支座（全系列）、弹性滑板支座、建筑消能阻尼器（多种类型）、公路桥梁支座等。

图 2：公司主要业务



资料来源：公司官网，光大证券研究所

表 1：公司核心产品

类别	产品名称	产品简介	应用范围	产品样式
隔震产品	隔震橡胶支座	主要由薄钢板和薄橡胶板交替叠合，并经过高温、高压硫化而成的一种弹性支撑类隔震装置。隔震橡胶支座通常设置在建筑物的底部或根据橡胶的阻尼比要求不同，建筑隔震下部，并与上部结构之间形成柔性隔震层，橡胶支座还可以分为普通橡胶隔震支（不含铅芯）、铅芯橡胶隔震支、高阻尼橡胶隔震支。		 普通橡胶隔震支座（不含铅芯） 铅芯橡胶隔震支座
	弹性滑板支座	主要是由橡胶支座部、滑移材料、滑移面板及上、下连接板组成的隔震支座。该支座竖向承载力高、摩擦系数小、长期性能稳定，竖向承载力不受水平位移的影响、水平刚度小。	弹性滑板支座主要与橡胶隔震支座混合使用，可增大建筑的自震周期，隔离大部分地震作用力，以满足大型建筑项目的减隔震性能指标要求。	
减震产品	消能阻尼器	主要是提供运动阻力来耗减运动能量的一种减震装置，也称消能器。按照所采用的减震装置类型分为粘滞阻尼器、屈曲约束耗能支撑、金属屈服阻尼器。	消能阻尼器或元件主要安装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），通过消能装置产生的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。	
	公路桥梁支座	主要是具有消能减震作用的一种的新型桥梁支座，又称为抗震橡胶支座、防震橡胶支座，是连接桥梁上部结构和下部结构的重要部件。	公路桥梁支座适用于基本烈度为 8 度地区的桥梁工程，具有将上部结构静荷载和动荷载集中传递至桥墩台的作用，同时可以满足上部结构因荷载、温度变化等因素作用下产生的变形。	

资料来源：公司官网，公司年报，光大证券研究所整理

公司的技术水平和市场份额领先于行业，产品已广泛应用于学校、医院、商业地产、重大市政工程、其他公共建筑、LNG 储罐、新建住宅和老旧建筑加固等抗震领域。其中，公司承担完成的北京大兴国际机场航站楼项目，已成为全球减隔震行业的新标杆。此外，公司研发的新产品和新技术将逐步应用于更多的细分领域，如军民融合、能源化工、航空航天、高层抗风、装配式建筑等。

图 3：北京大兴国际机场航站楼项目



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 4：首都博物馆东馆项目

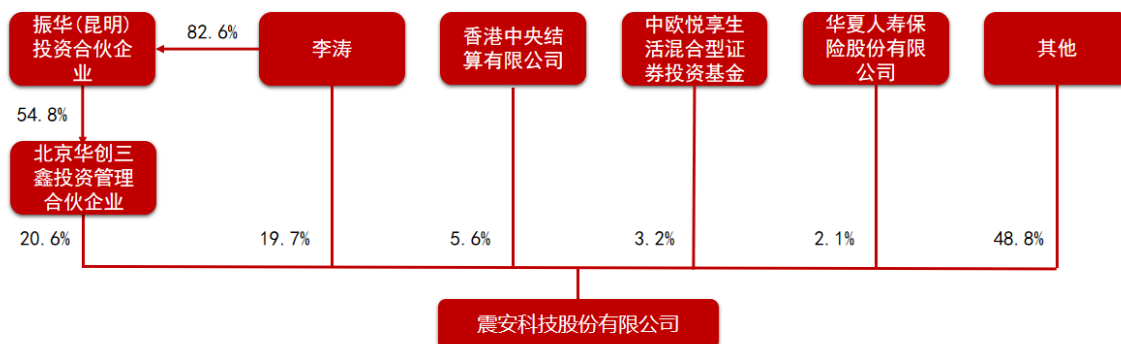


资料来源：公司官网，光大证券研究所

1.2、公司股权结构较为集中

震安科技的实际控制人为公司董事、总经理李涛。截至 2022 年一季度，李涛直接持有公司 19.7% 的股份，通过华创三鑫间接持有公司 9.3% 的股份，合计持股比例为 29%。公司前五大股东合计持股占比 51.2%，前十大股东持股占比为 58.2%，股权结构较为集中。

图 5：公司股权结构图



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：截至 2022 年一季度

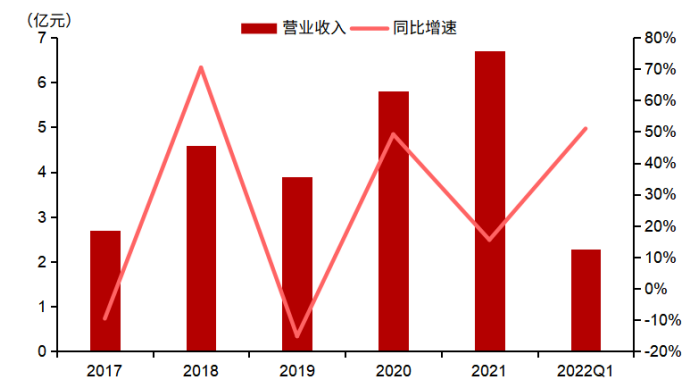
1.3、收入再创新高，省外市场逐渐发力

2021 年公司实现营收 6.7 亿元，同增 15.5%；实现归母净利润 0.87 亿元，同增 -45.6%，归母净利润降幅较大主要系行业竞争加剧，公司产品售价下降，叠加原材料价格涨幅较大所致。2022 年 Q1，公司实现营收 2.3 亿元，同增 51%，主要系新签订单增速较快带来隔震及减震产品收入快速增长；实现归母净利润 0.33 亿元，同增 10.3%。

2017-2021 年公司营收整体呈上升态势，由 2017 年的 2.7 亿元快速增至 2021 年的 6.7 亿元，年均复合增速达 25.5%，主要系近些年国家对抗震防灾工作的重视程度逐渐增加，建筑减隔震相关技术推广和产品应用整体呈上行趋势，行业处于高速发展期所致。其中 2019 年收入下滑主要系云南省内学校医院等大型项目新开工减少，叠加 2018 年同期基数较大所致。

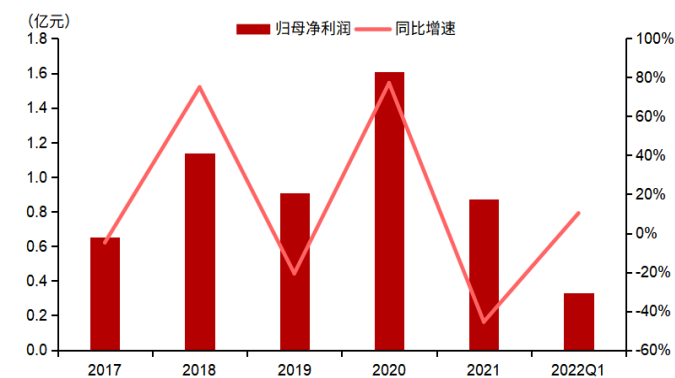
2017-2021 年公司净利润呈波动增长态势：其中 2017-2020 年的年均复合增长率达 35.3%（2019 年受营收大幅下降以及拓展全国市场导致销售费用增加等多重因素影响，净利润有所下滑）；2021 年受原材料价格上涨及公司产品售价下降的影响，净利润降幅较大；2022 年 Q1 净利润增速已由负转正，预计未来有望维持增长趋势。

图 6：公司 2017-2022Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：公司 2017-2022Q1 归母净利润及同比增速



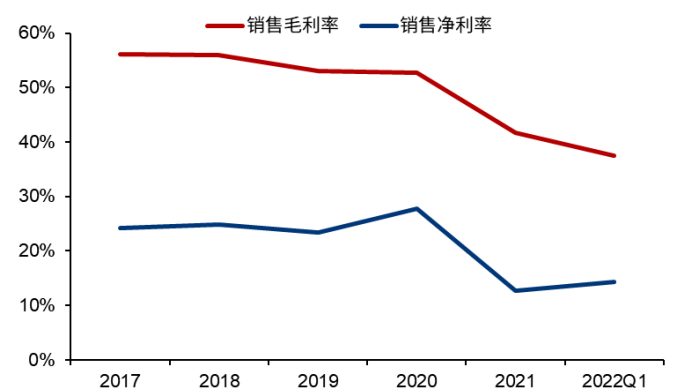
资料来源：Wind，光大证券研究所

2021 年公司的销售毛利率为 41.7%，同增-11.0pcts，销售净利率为 12.7%，同增-15.0pcts；2022 年 Q1 销售毛利率为 37.5%，同增-8.4pcts，销售净利率为 14.4%，同增-5.1pcts，21 年及 22 年 Q1 毛利率及净利率均大幅下滑的主要原因在于产品价格下降的同时原材料成本的涨幅较大。

2017 年-2020 年公司的销售毛利率呈稳中略降趋势，主要原因在于公司逐步向云南省外市场拓展，省外市场产品毛利率低于省内（省外产品执行国家标准、低于云南省内标准，相应的价格和毛利率偏低），拉低了整体毛利率。2017-2020 年公司销售净利率稳中有升，主要系毛利率保持相对平稳的同时，费用管控小有成效所致。

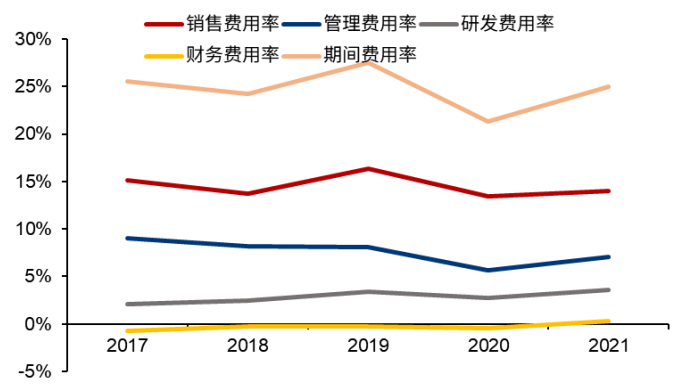
2017-2020 年公司的费用管控成效渐显，期间费用率整体呈波动下降态势，由 2017 年的 25.6%降至 2020 年的 21.3%，其中 2019 年有所上升主要系当年大力拓展全国市场导致销售费用大幅增加所致。2021 年期间费用率回升的主要原因在于为适应立法带来的市场空间快速扩容，公司加大了市场推广力度、扩充了管理人员、增加了研发投入。

图 8：公司 2017-2022Q1 销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：公司 2017-2021 年期间费用率

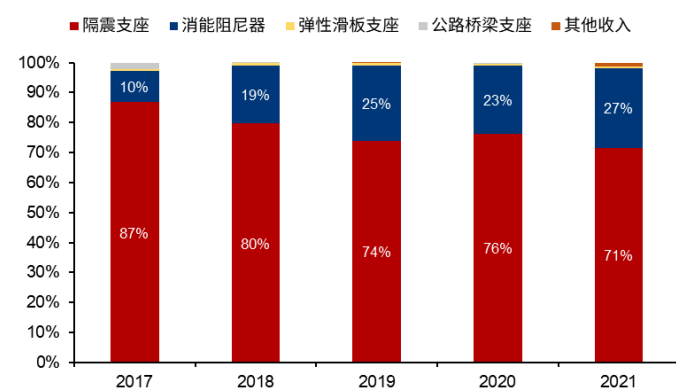


资料来源：Wind，光大证券研究所

公司主要产品为隔震支座（隔震产品）和消能阻尼器（减震产品），2021 年隔震支座营收为 4.71 亿元（2017-2021 年 CAGR 为 19%），占主营业务收入的比重为 71%，消能阻尼器营收为 1.76 亿元（2017-2021 年 CAGR 达 59%），占主营业务收入的比重为 27%。2017-2021 年公司隔震支座营收占比由 87%降至 71%，消能阻尼器营收占比由 10%增至 27%，主要系公司为了规避产品过于单一的风险、大力拓展减震产品销售所致。

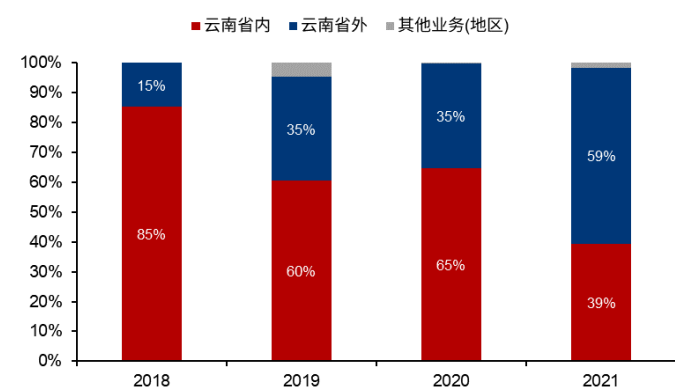
2019 年开始公司积极拓展全国市场。公司之前收入主要集中在云南省内，2018 年省内收入占比达 85%；2019 年度开始公司加大省外市场投入、积极拓展全国市场，省外市场营收达 1.36 亿元，较 2018 年同期增长 100.4%，占总营收的比重提升 20 个百分点至 35%。之后公司持续布局全国市场，截至 2021 年末云南省外收入占比已达 59%。

图 10：2017-2021 年不同产品营收占主营业务收入比重



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2017-2021 年云南省内与云南省外营收占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、政策支持下减隔震技术由地方推向全国，打开市场空间

2.1、建筑减隔震技术优于传统抗震技术、安全性高

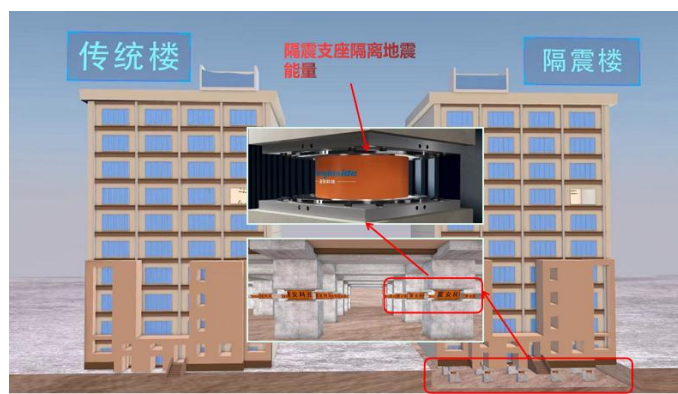
传统抗震技术主要采用“以刚克刚”的方法来抵御地震灾害，主要通过增加钢筋、混凝土、钢结构等建筑材料的用量来增强建筑结构构件的强度以实现抵抗地震，实际是以结构构件本身的损坏为代价消耗地震能量，减轻地震反应。这会造成建筑构件尺寸过大，导致建筑造价较高，且影响实际使用空间和建筑功能。

建筑减隔震技术采用“以柔克刚”的方法，较传统抗震技术效果更好，主要有隔震技术和减震技术两类：

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，同时延长上部结构的自振周期、降低上部结构的地震反应，达到预期的抗震防震要求。

建筑减震技术又称建筑消能减震技术，是在建筑物的某些部位（如支撑、剪力墙、连接缝或预埋件）设置耗能装置，通过该装置产生摩擦，弯曲（或剪切、扭转）、弹塑性（或黏弹性）滞回变形来耗散或吸收地震输入结构的能量，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，达到抗震目的。

图 12：隔震建筑可通过底部隔震层隔离大部分地震能量



资料来源：震安科技官方公众号，光大证券研究所绘制

图 13：减震建筑在传统建筑薄弱接点加入阻尼器消耗地震能量



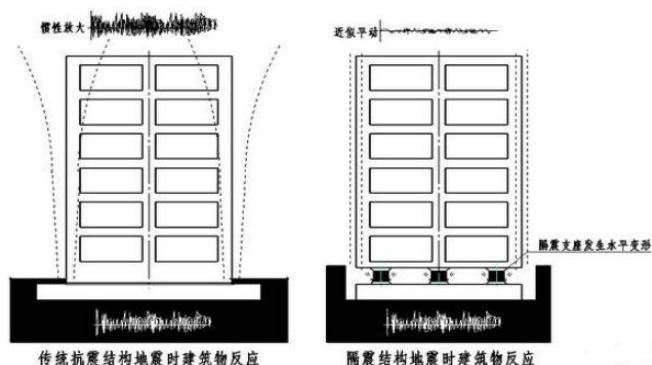
资料来源：震安科技官方公众号，光大证券研究所绘制

中国勘察设计协会抗震防灾分会指出，采用隔震技术可以减少房屋建筑物上部结构的地震作用 50%-80%。其能有效降低地震对建筑物水平方向的破坏，基本可以保证房屋在大地震中不倒塌。

从本质上看，减震技术是在传统抗震技术体系中附加了消耗地震能量的装置，没有实质上改变结构的抗震体系，减震装置能够将建筑上部结构的地震作用减小 20%-30%¹，不能完全避免结构在地震中不受破坏。

¹ 《工程结构减震控制》，周福霖

图 14：传统抗震技术与建筑隔震技术的效果对比



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 15：隔震建筑能有效降低地震对建筑物的破坏

四川雅安地震中芦山人民医院相距不足5米的传统楼（左）和隔震楼（右）的对比



资料来源：震安科技官方公众号，光大证券研究所

通常建筑物使用隔震产品的总体经济效益优于减震产品。同一栋建筑若采用隔震技术，由于上部结构受到的地震作用大幅减少可以使梁柱尺寸缩小，进而可降低钢筋、混凝土的成本；而采用减震技术由于地震作用减小的幅度低，基本不能缩小梁柱尺寸，从而使得钢筋、混凝土成本高于隔震技术。综合来看，隔震产品本身的建造成本虽然高于减震产品本身，但由于隔震产品带来的建筑成本的总体下降，所以通常情况下，建筑物使用隔震产品的总体经济效益优于减震产品。

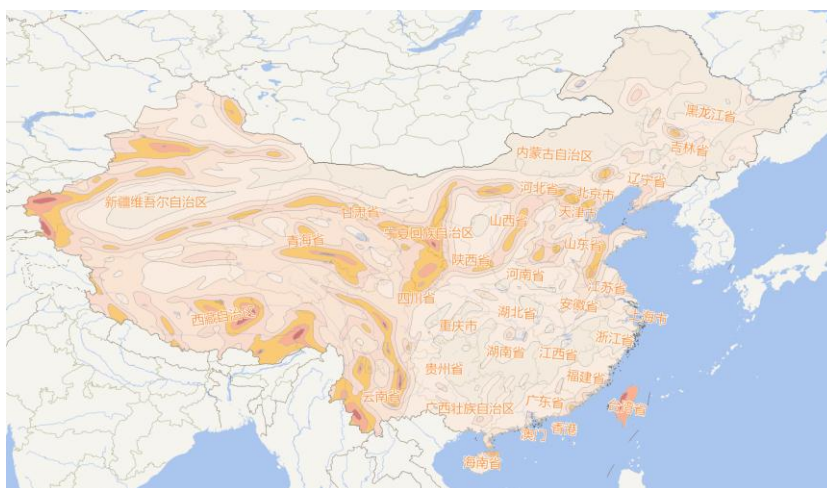
表 2：建筑隔震技术与减震技术的对比

项目	建筑隔震技术	建筑减震技术
抗震效果	降低地震作用的 50%-80%	降低地震作用的 20%-30%
抗震立足点	立足于“隔”	立足于“抗”
设计难易性	比较简单、易操作	比较复杂、繁琐
经济性	良好的经济性	经济性不明显，有可能增加工程造价
安全储备	安全储备大，震后建筑物不维修或简单维修即可恢复使用	安全储备小，震后仍需修复后才能使用
应用范围	主要用于抗地震	应用范围广，可用于抗地震、抗风震

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

在我国推广建筑减隔震技术可有效防止地震灾害。我国地处欧亚板块的东南部，地震活动呈现地震多、强度大、分布广等特点。据中国地震局 2020 年发布的《2019 年地震年报》显示，我国大陆地区年均发生 24 次 5 级以上地震，4 次 6 级以上地震，0.6 次 7 级以上地震；21 世纪以来全球共发生 23 次 8 级以上地震，绝大多数发生在海洋里，仅有的 3 次大陆 8 级以上地震均发生在中国大陆地区及附近；我国 30 个省份发生过 6 级以上地震，19 个省份发生过 7 级以上地震，12 个省份发生过 8 级地震。因此，在我国推广建筑减隔震技术可有效防止地震造成的损害。

图 16：中国地震动参数区划图（GB18306-2015）



资料来源：中国地震局地球物理研究所，光大证券研究所

2.2、政策支持下强制减隔震技术从云南拓展至全国

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。云南属于我国地震最多的省份之一，也是受到地震灾害最严重的省份之一。因此，相对于其他省份，云南对于减隔震技术的关注较早，认知程度更高，相关法律法规较完善，相关政策的扶持力度也较强。

自 2007 年起，云南省就相继出台《云南省建设工程抗震设防管理条例》等一系列减隔震相关的法律法规，其中 2016 年 8 月云南省发布《云南省隔震减震建筑工程促进规定》，要求抗震设防烈度 7 度以上地区的学校、医院、幼儿园等建筑采用减隔震技术，2017 年、2018 年上述政策执行效果逐步显现，公司相关项目数量及合同金额大幅增长。

表 3：云南省出台的建筑减隔震相关政策

法律法规及政策	发布部门	发布时间	主要内容
《云南省建设工程抗震设防管理条例》	云南省人民代表大会常务委员会	2007 年 5 月 23 日	在本省行政区域内从事建设工程抗震设防活动及其监督管理，适用本条例。建设、地震、科技等部门应当加强建设工程抗震设防的科学研究和技术开发，推广隔震、减震等新技术。
《云南省人民政府印发关于全面加强预防和处置地震灾害能力建设十项重大措施的通知》	云南省人民政府	2008 年 6 月 2 日	开展减隔震关键技术研发及推广运用。从今年开始，启动云南减隔震技术研发和生产基地建设，在地震重点危险区和重点监视防御区的县级以上医院、学校、幼儿园等人员密集场所，救灾物资储备库、博物馆、机场、桥梁等重要工程建筑物，党政机关等重要目标单位，重大通信和电力设施等，强制推行隔震垫减隔震技术，并推广使用轻型建筑材料。
《云南省人民政府关于贯彻国务院进一步加强防震减灾工作意见的实施意见》	云南省人民政府	2010 年 10 月 22 日	加大推广建筑工程减隔震技术力度。住房城乡建设、地震部门要充分利用云南橡胶资源丰富、减隔震技术领先的优势，出台相应扶持政策，大力发展减隔震产业，在全社会推广减隔震技术。2020 年底前，在地震重点危险区和重点监视防御区的人员密集场所，救灾物资储备库等重要工程建筑物，党政机关等重要目标单位，通信、电力和交通枢纽等重点区域，要全面推广使用减隔震技术。
《云南省人民政府办公厅关于加快推进减隔震技术发展与应用的意见》	云南省人民政府	2011 年 4 月 6 日	2015 年以前，在我省抗震设防烈度 8 度和 9 度设防区内，凡符合适用条件的新建中小学教学用房、学生宿舍和医院必须使用减隔震技术，符合适用条件的其他建筑工程积极鼓励采用减隔震技术，使我省减隔震技术研发能力及减隔震技术应用有关产业初具规模。2020 年以前，在我省抗震设防烈度 8 度和 9 度设防区内，凡符合适用条件的中小学教学用房和学生宿舍、医院、通信、电力及交通枢纽等重大工程、生命线工程全面推广使用减隔震技术，使我省减隔震技术研发能力及减隔震技术应用有关产业走在全国前列。
《云南省防震减灾条例》	云南省人民代表大会常务委员会	2011 年 7 月 27 日	县级以上人民政府和有关单位应当重视减隔震技术的研究和推广运用，研究制定扶持政策，加强减隔震技术应用的指导和技术服务。鼓励和支持学校、医院等人员密集场

			所及位于高烈度区的重要建设工程采用减隔震技术和新型抗震建筑材料。
《关于进一步加快推进我省减隔震技术发展与应用工作的通知》	云南省住房和城乡建设厅、发展和改革委员会、财政厅、工业和信息化委员会、地震局、教育厅、科技厅、卫生厅、地税局	2012年3月1日	自2012年4月1日起,对8、9度抗震设防区三层以上中小学校舍、县以上医院的三层以上医疗用房,建设行政主管部门在进行初步设计审查时,应将减隔震技术的应用情况纳入审查内容一并审查。施工图审查机构在进行施工图设计文件审查时,必须将减隔震技术纳入审查内容,严格把关,对符合适用条件而不采用减隔震技术的或不符合减隔震技术设计规范的设计图纸一律不予审查通过,不准发放施工图审查合格证书,建设行政主管部门不予办理施工许可证。
《关于进一步支持减隔震技术发展和应用若干政策的通知》	云南省财政厅、发展和改革委员会、住建厅、卫生厅、地震局、工信委、地税局、科技厅、教育厅	2013年3月25日	对产业新技术、新产品开发、新产品中试建设和产业化项目,省级财政给予专项经费补贴。取得省级减隔震技术中心资质的企业和单位,省级财政一次性给予50万元至100万元的专项补助。获得国家级减隔震技术中心资质的,省级财政一次性给予200万元的专项补助。鼓励省内重点生产企业进入招投标市场,将财政补助资金通过招标采购市场直接、有序地支付给生产企业,促进减隔震技术和产品的应用。
《云南省住房和城乡建设厅关于进一步加强减隔震工程质量监督管理的通知》	云南省住房和城乡建设厅	2013年12月11日	应用于我省建筑工程的减隔震装置(包括橡胶隔震支座,摩擦滑移装置,减震消能装置,减震控制装置,阻尼器等相关装置),应是合法企业生产,技术性能指标达到国家和我省有关标准、规范及有关规定要求、质量合格的产品。各级住房城乡建设行政主管部门应加强对减隔震工程质量的监督管理,依法查处违法违规行为。
《云南省隔震减震建筑工程促进规定》	云南省人民政府	2016年8月12日	下列新建建筑工程应当采用隔震减震技术: (一)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;(二)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;(三)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。鼓励前款规定范围以外的其他建筑工程采用隔震减震技术。
《云南省隔震减震建筑工程促进规定实施细则》	云南省住房和城乡建设厅	2016年12月29日	在本省承担隔震减震建筑工程设计任务的单位应当严格执行国家和本省有关技术标准、规范,积极参加隔震减震方面的宣贯培训,指导施工企业做好隔震减震建筑工程。采用隔震设计时,应通过设置隔震装置减小结构的水平地震作用,使建筑抗震性能显著提高,设防地震作用下隔震结构的层间剪力和倾覆力矩的水平向减震系数应控制在0.27~0.53之间。采用减震设计时,应通过设置消能减震装置减小结构的水平地震作用,使建筑抗震性能明显提高,罕遇地震作用下减震结构与非减震结构的水平位移之比应小于0.75。设计文件中应当对隔震减震装置的性能参数、检测、安装、构造措施及工程维护等提出明确的技术要求。
《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》	云南省住房和城乡建设厅	2017年6月12日	明确《云南省隔震减震建筑工程促进规定》第三条规定的新建建筑工程均应采取隔震减震技术。
《云南省住房和城乡建设厅关于发布建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收标准的通知》、 《云南省住房和城乡建设厅关于发布建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验标准的通知》	云南省住房和城乡建设厅	2020年7月2日	《建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收标准》(DBJ53/T-48-2020)、《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)经省住房城乡建设厅审查通过,批准为云南省工程建设地方标准,自2021年1月1日起实施。

资料来源:公司招股说明书,云南省住建厅,光大证券研究所整理

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。其中,山西、甘肃对学校 and 医院为强制使用;山东对学校 and 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 and 医院为优先使用;合肥市对于重大医疗用建筑强制使用,学校优先使用。

表 4: 其他省份(除云南外) 出台的建筑减隔震相关政策

法律法规及政策	发布部门	发布时间	主要内容
《关于转发<住房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》	四川省住房和城乡建设厅	2014年3月11日	抗震设防烈度9度区的西昌、康定,8度区的都江堰市、北川、平武、宝兴、石棉、汶川、茂县、九寨沟、松潘、泸定、炉霍、甘孜、理塘、道孚、普格、宁南、德昌、冕宁、喜德等县市,以及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。鼓励其他建筑工程积极采用减隔震技术。芦山地震灾区灾后重建的公共建筑工程要大力推广使用减隔震技术。
《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》	海南省住房和城乡建设厅	2014年5月19日	各勘察设计单位在承接8度区内新建3层(含3层)以上的学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑设计项目时,应严格按通知要求优先采用减隔震技术进行设计。

《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（第115号）》	山西省住房和城乡建设厅	2014年6月10日	抗震设防烈度8度区、地震重点危险区学校和幼儿园的新建教学用房、学生宿舍、食堂以及医院的新建医疗建筑，必须采用减隔震技术；重点设防类、特殊设防类建筑，优先采用减隔震技术；标准设防类建筑，提倡采用减隔震技术。
《关于转发<住房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》	甘肃省住房和城乡建设厅	2014年6月18日	对我省位于抗震设防烈度8度及以上的地震高烈度地区及地震灾后重建的4至12层学校教学楼、学生宿舍、医院医疗用房、幼儿园等人员密集公共建筑，要求必须采用基础隔震技术进行设计，以提高此类建筑的抗大震能力。
《关于加快推进自治区减隔震技术应用的通知》	新疆维吾尔自治区住房和城乡建设厅	2014年7月29日	自2015年起，凡位于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度区、地震重点监视防御区域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，应当优先采用减隔震技术进行设计。自2016年起，全疆范围内抗震设防烈度8度（含8度）以上的地区，凡具备条件的房屋建筑工程和城镇市政公用设施等生命线工程均应采用减隔震技术。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其他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。
《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》	合肥市城乡建设委员会、合肥市发展和改革委员会、合肥市地震局、合肥市卫生局、合肥市教育局	2014年8月11日	新建医疗建筑中，承担特别重要医疗任务的三级医院的门诊、医技、住院用房，设计时应采用减隔震技术进行抗震设计；二、三级医院的门诊、医技、住院用房，县级及以上的独立采供血机构的建筑，设计时应优先采用减隔震技术进行抗震设计。新建学校、幼儿园建筑中，面积超过500平方米的学生食堂和3层（含3层）以上且面积超过2000平方米的教学用房、学生宿舍等人员密集公共建筑，设计时应优先采用减隔震技术进行抗震设计。抗震设防安全性或使用功能有较高要求的建筑，设计时提倡采用减隔震技术进行抗震设计。
《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》	山东省住房和城乡建设厅	2015年4月2日	一、以下工程设计应采用减隔震技术：1、抗震设防烈度8度区和7度（0.15g）区的特殊设防类（甲类）工程；2、抗震设防烈度8度区的新建3层以上（含3层）中小学、幼儿园的教学用房、学生宿舍、学生食堂等人员密集的公共建筑；3、抗震设防烈度8度区的新建医疗建筑中三级医院的门诊、医技、住院用房。二、以下工程设计时应优先采用减隔震技术：1、抗震设防烈度8度区的二级医院的门诊、医技、住院用房，县级及以上的独立采供血机构的建筑，和抗震设防烈度7度（0.15g）区的三级医院的门诊、医技、住院用房；2、7度0.15g、III类或IV类场地土以及8度的重点设防类（乙类）工程。
《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》	江苏省住房和城乡建设厅	2015年12月31日	全省各级住房城乡建设主管部门要充分认识减隔震技术的先进性及其对提升房屋建筑工程抗震设防水平、推动建筑工程领域技术进步的重要意义，积极稳妥地在房屋建筑工程领域推广应用减隔震技术。
《关于加快建设工程推广应用减隔震技术的意见》	深圳市人民政府应急管理办公室、深圳市发展和改革委员会、深圳市住房和城乡建设局	2016年11月9日	（一）坪山新区作为我市减隔震技术推广应用示范区，新区新建的房屋建筑和市政工程优先采用减隔震技术。（二）全市新建3层（含3层）以上的学校（教学及辅助用房、办公用房、生活服务用房）、幼儿园、医院（门诊楼、医技楼、住院楼）等人员密集公共建筑，应结合工程实际采用减隔震等抗震技术。（三）交通、水务、电力、通信、输油气管线、核设施等基础设施优先采用减隔震技术。（四）重点设防类、特殊设防类建筑鼓励采用减隔震技术。（五）对抗震安全性或使用功能有较高需求的标准类建筑、社会投资项目的建筑提倡采用减隔震技术。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

强制减隔震技术从云南拓展至全国，减隔震行业市场空间大幅提升。2021年5月12日国务院颁布《建设工程抗震管理条例》（以下简称“《条例》”），自2021年9月1日起实施。该条例要求全国位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的特定项目应当采用隔震减震技术。上述政策落地后，按照云南省的经验，未来减隔震行业市场空间有望大幅提升。

《条例》指出，建筑工程根据使用功能以及在抗震救灾中的作用等因素，分为**特殊设防类、重点设防类、标准设防类和适度设防类**。而学校、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、广播电视共八类建筑，应当按照**不低于重点设防类**的要求采取抗震设防措施。

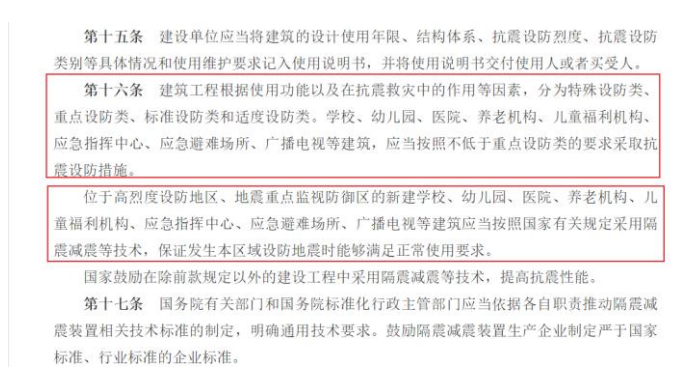
同时，《条例》规定在高烈度地区、地震重点监视防御区的**新建学校、幼儿园**等上述八类建筑，**或对已经建成的上述八类建筑进行抗震加固时**，应当按照国家有关规定（或经充分论证后）采用隔震减震等技术，保证发生本区域设防地震时能够满足正常使用要求。

图 17:《建设工程抗震管理条例》自 2021 年 9 月 1 日起实施



资料来源: 国务院官网, 光大证券研究所

图 18:《条例》要求新建或加固八类建筑时要采用减隔震技术



资料来源: 国务院官网, 光大证券研究所

《条例》对违反规定的行为设定了严格的法律责任,强化对建设单位、设计单位、施工单位、工程质量检测机构和抗震性能鉴定机构等的责任追究,特别是加大了对建设单位及相关责任人等的处罚力度,并对工程质量检测机构出具虚假的检测数据或者检测报告、抗震性能鉴定机构出具虚假鉴定结果等行为,除设定一定数额的罚款措施外,情节严重的,依法设定了吊销资质证书、执业资格证书以及限制从业等行政处罚。

《条例》对抗震设防法律责任方面作了明确规定,有利于建筑减隔震技术由云南省强制推广至全国,使减隔震行业迎来高速发展。

2.3、 减震及隔震行业市场空间逐步打开

减震及隔震技术由云南省强制推广至全国,将带来行业市场空间的快速扩容。我们根据相应数据及相关假设,对我国减隔震市场空间进行了测算,预计保守情况下(不考虑住宅建筑的存量改造和增量安装),2022-2025 年年均新增市场规模达 194.8 亿元。相关假设和测算过程如下:

关键假设 1: 考虑到设计与施工的时间差,以及政策从落地至完全实行需要过渡期,故假设 2022-2025 年新增公共建筑减隔震技术应用的渗透率分别逐年增至 25%、50%、75%、100%。

关键假设 2: 以强制性政策覆盖的区域比例占全国区县级行政区的比例估计应用减隔震技术的公共建筑面积占比。据公司测算,强制政策下高烈度设防地区由 5 省 47 市的 287 个区县增至 23 省 126 市的 648 个区县,地震重点监视防御区为 1078 个,结合 2021 年全国共有 2844 个区县级行政区,排除地震重点监视防御区和高烈度设防地区可能存在部分重叠,由此假设强制性政策覆盖的区域比例约占全国的 50%,故保守估计政策涉及的公共建筑面积占全国比重也为 50%。

关键假设 3: 以全国学校、医院过往建筑面积计算出期内 CAGR,并由此测算 2022-2025 年期间各自新增建筑面积。据国家统计局资料, 2016-2021 年新增教育用房建筑面积的 CAGR 为+2.23%,则以此增速预计 2022-2025 年新增教育用房建筑面积总量为 5.76 亿平方米;2017-2021 年医疗规划建筑面积 CAGR 为 6.76%,则以此增速预计 2022-2025 年新增医疗规划面积总量为 3.07 亿平方米。

关键假设 4: 2017-2019 年全国公共建筑面积 CAGR 为 4.08%,则以此增速测算出 2022-2025 年期间新增公共建筑面积总量为 24.45 亿平方米。

关键假设 5： 据震安科技董秘在投资者关系平台上的答复“7 度以下地区的隔震建筑成本大约 100 元/平米”，故保守假设减、隔震产品的单位造价为 100 元/平方米。

基于以上假设，我们预测全国学校+医院新增减隔震建筑市场规模将在 2022-2025 年分别达到 26.1、54.1、84.2、116.6 亿元；全国公共建筑新增减隔震建筑市场规模将在 2022-2025 年分别达到 71.9、149.6、233.6、324.2 亿元。

表 5：我国建筑减隔震增量市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全国新增教育用房建筑面积（亿平方米）	1.22	1.31	1.27	1.21	1.20	1.36	1.39	1.42	1.46	1.49
全国新建医疗建筑面积（亿平方米）	-	-	-	0.55	(0.65)	1.94	0.69	0.74	0.79	0.84
渗透率	-	-	-	-	-	-	25%	50%	75%	100%
新增教育建筑对应减隔震市场规模（亿元）	-	-	-	-	-	-	17.4	35.6	54.6	74.4
新增医疗建筑对应减隔震市场规模（亿元）	-	-	-	-	-	-	8.7	18.5	29.7	42.2
全国新增教育+医疗建筑对应减隔震市场规模（亿元）	-	-	-	-	-	-	26.1	54.1	84.2	116.6
全国存量公共建筑面积（亿平方米）	-	120.0	128.0	130.0	135.3	140.8	146.6	152.6	158.8	165.3
全国新增公共建筑面积（亿平方米）	-	-	8.0	2.0	5.3	5.5	5.8	6.0	6.2	6.5
全国新增公共建筑对应减隔震市场空间（亿元）	-	-	-	-	-	-	71.9	149.6	233.6	324.2

资料来源：国家统计局，AVC，国为减震网，《2019 中国卫生健康统计年鉴》，光大证券研究所测算

3、充分受益于建筑减隔震市场扩容，经验+技术助力公司加速布局全国市场

3.1、项目经验丰富形成品牌优势，全国扩张步伐加快

公司项目经验丰富，具有较强的品牌优势。在当前建筑减隔震市场快速扩容的背景下，公司作为国内减隔震行业龙头，承接了众多国内重大的标志性减隔震项目，积累了丰富的设计和施工经验，并凭借实践经验获得了国家和地方权威机构的认可，2021 年便已参与了 35 部减隔震技术标准的编制、60 余项国家和地方各类减隔震重要课题，在行业内拥有重大话语权，形成了良好的品牌声誉。

截至 2021 年上半年，公司已经累计完成 12000 栋建筑的减隔震设计，在全国房屋建筑减、隔震领域具有较高的市场占有率（2021 年年报披露，公司自己测算的 2017 年市占率约为 30%），在行业内处于领先地位。

减、隔震产品项目经验丰富，构筑品牌壁垒

公司减隔震产品类型齐全，主要应用于市政工程、工业工程、学校、医院、房地产项目等对抗震设防烈度有一定要求的项目。从产品类型上来看，公司项目基本上覆盖了全系列的减隔震装置。

隔震项目经验

据公司官网披露，截至 2022 年 6 月公司共参与了 111 个重大隔震项目，涉及 15 个省份。其中，天津中石化 LNG 储罐项目是国内首次采用国产隔震产品的 LNG 储罐项目，公司在该项目中提供了建筑隔震支座 780 套。大型创新性隔震项目的顺利开展成功使公司在设计和施工层面积累了丰富的实践经验。

减震项目经验

据公司官网披露，截至 2022 年 6 月公司共参与了 36 个重大减震项目，涉及 9 个省份。其中，西安国际足球中心项目采用了全球独一无二的双层锁网大跨屋顶，提供了屈曲约束支撑 138 套，丰富的项目实践经验为公司拓展新项目做了充分背书，在客户认可度、拿单能力上皆具有突出优势。

减、隔震项目混搭

西安市公共卫生中心和北京新机场航站楼隔震项目同时采用了隔震和减震技术。其中北京新机场航站楼隔震项目被英国《卫报》评选为新世界七大奇迹之首；公司在该项目中提供了建筑隔震支座 1216 套、弹性滑板支座 534 套、黏滞阻尼器 156 套，其抗震设防烈度可达 8 度。这些典型项目为公司产品及实力提供了良好的示范效应。

表 6：公司参与的部分重大项目

产品应用	项目名称	项目特点
隔震产品	乌鲁木齐国际机场北区改扩建工程	当地代表性机场项目
	海口美兰机场二期航站楼项目	全国最大错层隔震建筑项目
	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
	北京玉潭乡项目	大型地铁上盖房地产项目
	中航技研发展示中心	北京地区代表性商业广场项目
	北京通州中西医结合医院项目	北京地区大型隔震医院项目

	云南曲靖市妇幼保健院	低烈度区（7 度区）大型隔震医院项目
	缅甸福利来大酒店项目	缅甸地区代表性隔震项目
	云南省博物馆新馆项目	代表性隔震博物馆
减震产品	西安国际足球中心项目	代表性运动场馆项目
	昆明宜家家居商场建设项目	代表性商业中心项目
	呼和浩特新机场项目航站区工程	当地代表性机场项目
	北京怀柔医院扩建项目	当地代表性医院项目
	新疆乌鲁木齐中医院项目	当地代表性医院项目
	津塘路造纸五厂项目	当地代表性工厂项目
	新疆阿克苏一中整体搬迁项目	当地代表性学校项目
	北京新机场教育科研基地	当地代表性公建项目
	丽江市古城区人民医院改扩建项目	当地代表性医院项目
	西安市公共卫生中心	当地代表性医院项目
减、隔震产品	北京新机场航站楼隔震项目	世界最大单体隔震建筑

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

丰富的项目经验成功构筑品牌壁垒。公司过往丰富的成功项目案例储备了大批稳定的优质客户，同时借助优质典型项目打响品牌美誉度，成功于 2019 年入选工信部首批“小巨人”企业名单，构筑起品牌壁垒。

大型项目经验助力公司加速布局全国市场

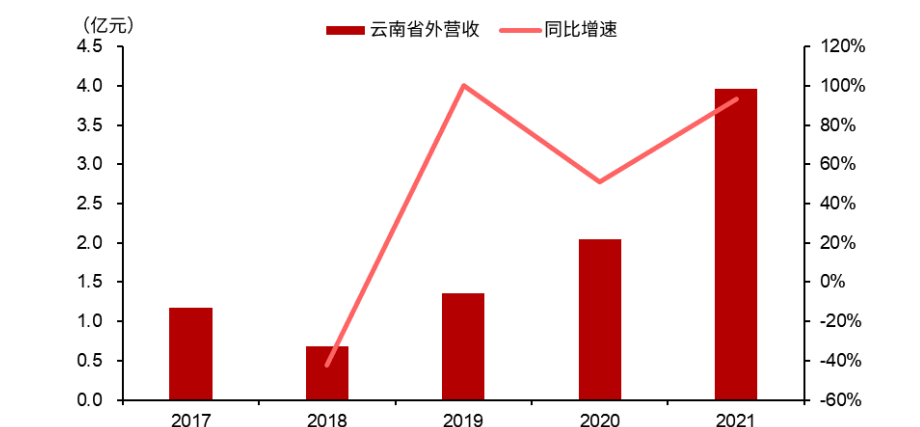
云南省内土地皆位于 6 度及以上地震频发区，是政府实施强制性减隔震应用政策的重心；鉴于其特殊的地质环境，云南省政府较早开始关注减隔震技术的创新和应用，且对减隔震产品要求较高（云南省地方标准高于国家标准）。这为震安科技项目经验积累和品牌技术发展提供了有效历练。

据震安科技官网统计，公司共在云南参与建设了 17 个重要减震项目和 72 个重要隔震项目，分别占公司参与的重大减、隔震项目总数的 47.2%、64.9%，具有丰富的云南省项目开展经验；且公司已成功将相关经验应用到北京大兴机场、天津中石化 LNG 储罐项目等全国大型重点项目中，充分体现公司在全国大型项目中获取订单的能力。随着隔震技术的进一步推广和应用，预计隔震产品的国家标准会进一步提高，公司在地方标准先发优势和大型项目经验的加持下，全国市场开拓步伐有望进一步加快。

在行业扩容的背景下，公司作为龙头将充分受益，能够凭借丰富的项目经验加速布局全国市场。减隔震产品关乎人民生命和财产安全，因此，行业存在健全的立法追责机制和巨大的“犯错成本”，而与高风险形成鲜明对比的是，减隔震产品费用占工程总造价比重较小，仅约 5% 左右，故客户往往会偏向于选择具有较高品牌美誉度和丰富成功项目经验的服务商，使得行业新进入者面临较高的品牌壁垒。公司凭借在品牌声誉及项目经验等方面的竞争优势，为省外市场开拓取得了先发优势。

2018 年以前，公司优先保障云南省内市场项目，省外收入占比呈下降趋势；2019 年开始，公司借助产品类型全面、品牌声誉良好及项目经验丰富等方面的先发优势积极拓展省外市场，加速布局全国市场。2018-2021 年云南省外收入为 0.7/1.4/2.0/4.0 亿元，占比 15%/35%/35%/59%，年均复合增长率近 80%，省外收入及占比快速提升。

图 19：2017-2021 年公司在云南省外营收及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、核心技术保驾，持续加大研发投入保持竞争优势

成立院士工作站，具备较强核心技术优势。公司在成立时就确立了提高产品技术含量的发展策略，逐步设立了院士工作站——周福霖工作站、苏经宇工作室研发团队和技术工艺成本核算中心，以持续改善生产工艺为主要方向，掌握了橡胶配方、金属表面处理工艺、橡胶硫化工艺、胶黏剂的粘接工艺等多项核心技术，能够保证橡胶的抗变形、抗老化、耐候性，以及橡胶和钢板的紧密粘接、阻尼器力学性能及耐久性要求，从而有能力生产出高质量、高性能的隔震橡胶支座和阻尼器产品，技术实力和综合竞争力不断提升。目前公司的 10 项核心技术中有 9 项为自主研发，有 7 项为原始创新。

隔震橡胶支座性能业内领先。公司于 2013 年实现了高于国标要求的全系隔震橡胶支座水平极限剪切变形能力 400%不破坏（国标 150%-350%），水平力学性能的偏差控制 15%以内。公司于 2015 年完成了 1100mm、1200mm、1300mm、1500mm 的大直径隔震橡胶支座的研发，可用于高层和大跨建筑使用，且上述产品全部通过型式检验。

表 7：公司核心技术

产品类别	核心技术	技术来源	创新类别	应用情况
隔震产品	隔震橡胶支座的组合模具	自主研发	集成创新	用于生产组合模具支座
	支座防火防护罩	自主研发	引进消化吸收	用于支座保护
	隔震橡胶支座的更换方法	自主研发	原始创新	用于支座更换
	具有优良防老化性能的隔震橡胶支座保护橡胶组合物	自主研发	原始创新	用于支座位保护胶
	剪切模量不大于 0.35MPa 的隔震支座叠层胶组合物	自主研发	原始创新	用于生产低剪切模量橡胶支座
	隔震支座骨架材料胶黏剂的自动喷涂线	联合研发	引进消化	用于金属表面处理
	硫化工艺	自主研发	原始创新	用于支座的硫化成型
	高阻尼橡胶配方	自主研发	原始创新	已经完成高阻尼 600mm 支座型检
	隔震支座橡胶配方	自主研发	原始创新	用于隔震支座生产
减震产品	黏弹性橡胶配方	自主研发	原始创新	用于黏弹性阻尼器

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

参与业内多项标准制定，提升公司影响力。公司主编了云南省地方标准《建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验标准》（自 2021 年 1 月 1 日起实施）、《建筑工程叠层橡胶隔震支座施工及验收标准》（自 2021 年 1 月 1 日起实施）、河北省工程建设地方标准《建筑隔震工程应用技术标准》、河北省工程建设地方标准《建筑工程消能减震技术标准》等。同时，公司参与修订了建筑工业行业标准《建筑隔震橡胶支座》。目前，公司正在参编建筑行业标准《建筑摩擦隔震技术规程》和北京市地方标准《北京市建筑减隔震技术规程》等。

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，极大地提升了公司在建筑减隔震领域的影响力。

产品标准高于国标，或可形成先发优势。公司产品 2018 年以前采用云南省地方标准《建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验规范》（DBJ53/T-47-2012），2018 年 12 月 1 日，新的行业标准《建筑橡胶隔震支座》（JG/T118-2018）予以实施，公司产品按照新的行业要求进行生产，行业标准高于国家标准，故公司的产品标准也高于国家标准。2021 年 1 月 1 日，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）开始实施，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%，已经成为公司产品的新标准。

总体来看，公司采用的产品标准高于国家标准，不仅保证了隔震产品的高质量（截至 2020 年，公司产品的生产合格率超过 90%），而且也进一步提高了隔震建筑物在大地震中的安全性。随着隔震技术的进一步推广和应用，隔震产品的国家标准预期会进一步提高，公司具有较大的先发优势。

表 8：公司产品使用的标准与国标对比

项目		国标《橡胶支座 第 3 部分：建筑隔震橡胶支座》 (GB20688.3-2006)	国标《建筑抗震设计规范》 (GB 50011-2010)	云南省地标《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)	行业标准《建筑橡胶隔震支座》 (JG/T118-2018)	云南省地标《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)
公司使用情况		未使用	未使用	2018 年以前使用	2018-2021 使用	目前使用
极限剪应变		分为 A-F 六类，其中 A 类为大于等于 350%，F 类为可取值为 300% 小于 150%		统一规定为 400%	统一规定为 400%	统一规定为 450%
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% 10%	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% 10%	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% 10%
检验		包括型式检验和出厂检验。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	包括型式检验、出厂检验、第三方检验。隔震支座产品在出厂前应由质检部门或独立的检测机构进行 100%第三方检验	包括型式检验、出厂检验、第三方检验和进场验收

资料来源：公司招股说明书，国家质检总局，国家住建部，云南省住建厅，光大证券研究所整理

为了保持市场竞争力，公司持续推进研发项目。截至 2021 年末，公司共有 12 项在研项目，涉及阻尼器、隔震支座、屈曲约束支撑等多方面，其中 11 项已验收结题，1 项处于进一步研发过程中。

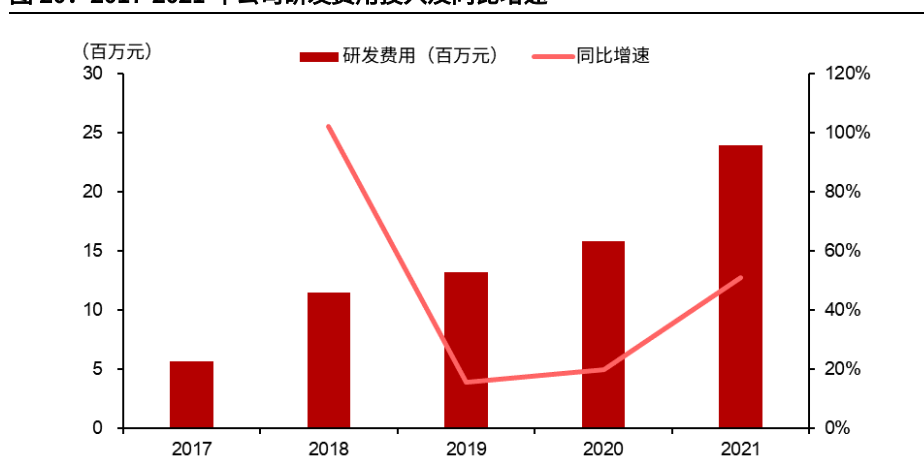
表 9：公司研发项目

技术类型	课题名称	目的	进展
隔震技术	摩擦摆隔震支座	开发出摩擦摆隔震支座系列产品，补齐公司摩擦摆隔震支座短板	已验收结题
	高阻尼橡胶支座	开发出具有较高阻尼比可替代铅芯橡胶使用的高阻尼橡胶支座	已验收结题
	三维隔震系列支座研发	开发出适用于轨道交通上盖建筑减振和减轻地震作用的震振双控多维支座	已验收结题
	新型摩擦摆隔震支座研发	开发出低成本性能优越的摩擦摆隔震支座	已验收结题
	一种具备监测功能的隔震橡胶支座研发	开发出具有监测功能的隔震橡胶支座	进一步研发过程中
减震技术	新型高疲劳屈曲约束支撑	开发出具有良好疲劳性能的新型屈曲约束支撑	已验收结题
	高疲劳黏滞阻尼器研发	开发出适用于风振高疲劳需求的高疲劳黏滞阻尼器	已验收结题
	高疲劳速度型黏弹阻尼器	开发出具有明显速度相关性的新型黏弹阻尼器产品	已验收结题
	旋转型摩擦阻尼器系列化研发	开发出适用于多种应用场景的旋转摩擦阻尼器系列产品	已验收结题
	弯折型&薄板网格软钢阻尼器研发	开发出力学性能稳定具有良好疲劳性能的高质量软钢阻尼器	已验收结题
	调谐质量阻尼器	开发出调谐质量阻尼器，并形成调谐质量阻尼器产品成套技术服务能力	已验收结题
	黏滞阻尼墙开发	开发出适用于高层建筑和大跨结构的黏滞阻尼墙系列产品	已验收结题

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理。注：数据截至 2021 年末

持续加大研发投入保持竞争优势。为了维持核心技术优势，近些年公司持续加大研发投入，2017 年公司研发费用仅为 566 万元，2021 年已提升至 2390 万元，2017-2021 年研发费用年均复合增长率达 43%。

图 20：2017-2021 年公司研发费用投入及同比增速

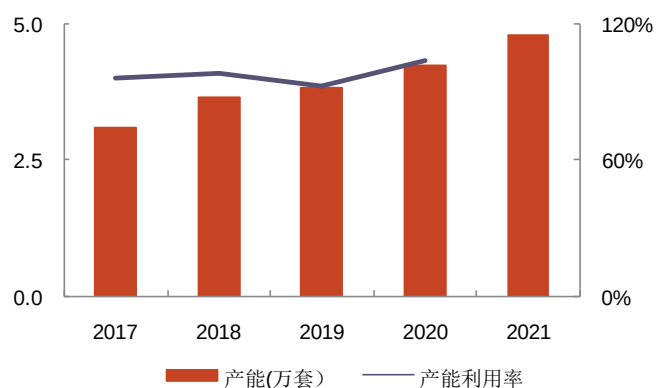


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、 产能持续扩张，收购常州格林布局长三角

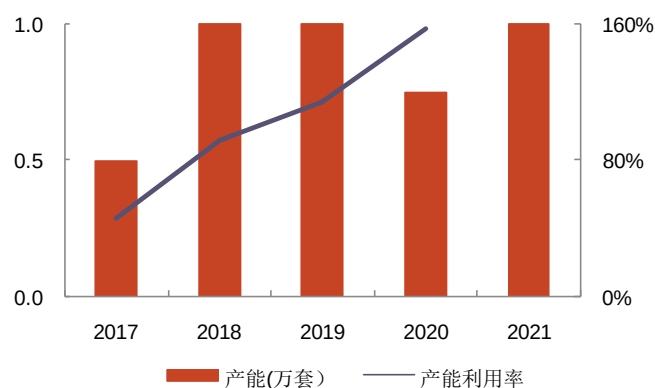
公司产能持续扩张。公司隔震产品产能由 2017 年的 3.1 万套增至 2021 年的 4.8 万套；公司减震产品产能由 2017 年的 0.5 万套增至 2021 年的 1 万套。公司隔震产品产能利用率从 2017 年开始保持在 90% 以上，2020Q1-3，隔震产品产能利用率达 104%；公司减震产品产能利用率从 2018 年开始保持在 90% 以上，2020Q1-3，隔震产品产能利用率达 158%。

图 21：2017-2021 年隔震产品产能及产能利用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所。注：2020 年数据为 Q1-3，2021 年无产能利用率数据

图 22：2017-2021 年减震产品产能及产能利用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所。注：2020 年数据为 Q1-3，2021 年无产能利用率数据

部分新增产能预计今年投产。公司现有隔震产品产能 4.8 万套/年（包含 2021 年 5 月投产的昆明老基地 1.2 万套/年隔震产品产能），减震产品产能 1 万套/年。新增产能方面，昆明新基地的 5 万套/年隔震产品项目预计今年内投产；河北唐山基地项目（3 万套/年隔震产品+3 万套/年减震产品）预计 2023 年 4 月投产；常州基地相关项目（共 11.5 万套/年减震产品）预计 2024 年 6 月及之后投产。

表 10：公司未来新增产能

产能项目	基地	新增产能（万套）		（预期）投放时间
		隔震产品	减震产品	
募投项目“减隔震制品生产线技术改造”	昆明老基地	1.2	0	2021.5（已投放）
募投项目“新建智能化减隔震制品装备制造基地项目”	昆明新基地	5	0	2022
可转债项目“新建智能化减隔震制品装备制造基地项目”	河北唐山基地	3	3	2023.4
募投项目“年产 10 万套智能阻尼器、1.5 万套核电站用液压阻尼器及 2.5 万套配件项目（一期）”	常州基地	0	3.5	2024.6
募投项目“年产 10 万套智能阻尼器、1.5 万套核电站用液压阻尼器及 2.6 万套配件项目（二期）”	常州基地	0	8	待定

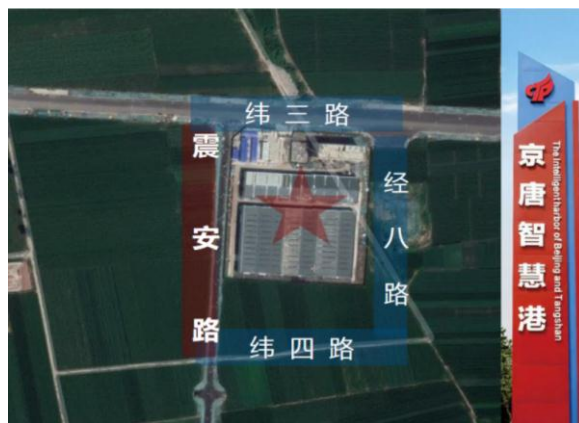
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理。注：数据截至 2022-06-03

图 23：昆明智能化减隔震制品装备制造基地



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 24：唐山智能化减隔震制品装备制造基地



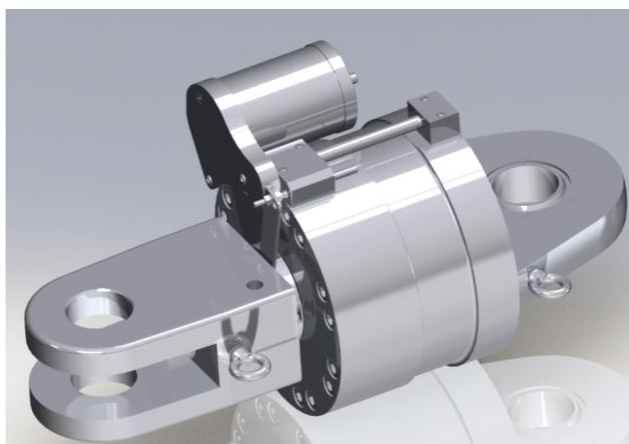
资料来源：公司官网，光大证券研究所

收购常州格林强化减震业务实力，发挥协同优势助力市场开拓

2021 年 7 月，公司以 5000 万元现金对常州格林电力机械制造有限公司（简称常州格林）进行增资收购，增资后公司持有常州格林 66.67% 的股权，成为其控股股东，将其纳入合并报表范围。2022 年 4 月，公司进一步收购常州格林其余股东持有的 23.33% 股权，对常州格林的持股比例升至 90%。

常州格林实力强劲，有助于强化公司减震产品竞争力。常州格林是一家专业从事液压阻尼器及管道支吊架设计、制造与服务的民营企业，致力于核电、火电、石化、钢铁等行业管道、锅炉及其他支撑装置的配套供货及检修服务，主要为各大核电站提供核级阻尼器。自 2007 年 3 月常州格林成功研制了第一台专用于核电阻尼器在役检修用 50 吨级静态性能试验台以来，其不断进行试验台设备的深入研究和改进，目前阻尼器静态性能试验台的设计、制造、调试和运行已成熟完备。此后，常州格林又先后为秦山核电二期、红沿河核电、宁德核电、阳江核电、海南核电、防城港、海阳、三门核电阻尼器性能试验台等累计供货共 15 台，为众多核电站历次大修中阻尼器的在役维修作出了重要贡献。

图 25：核级阻尼器



资料来源：公司官网，光大证券研究所

收购常州格林也有助于发挥产业链协同优势：1) 深化震安科技整体技术储备，进一步丰富公司高端下游客户，拓宽发展渠道；2) 依托震安科技整体平台资源，使得常州格林能够进一步强化其在核级阻尼器领域的技术实力和影响力；3) 常州格林地处江苏省，此次收购为公司阻尼器产能在江苏的市场拓展找到了新支点。

4、盈利预测、估值与投资建议

4.1、盈利预测

隔震业务（主要为隔震支座）：2021年5月12日国务院颁布《建设工程抗震管理条例》，有望打开减隔震行业市场空间。公司作为减隔震行业龙头，深耕隔震产品多年，积累了丰富的项目经验和良好的品牌声誉；同时公司把握机遇、积极扩建产能，昆明5万套/年新基地及唐山3万套/年基地有望分别于2022年及2023年4月建成投产，将充分受益于行业成长。

我们预计2022-2024年公司隔震支座销量的同比增速分别为80%/70%/40%，单价的同比增速分别为10%/5%/5%，相应的营收分别为9.6/17.1/25.1亿元；2021年公司毛利率受原材料涨价及非标品毛利率偏低的影响降幅较大，我们认为未来随着原材料价格的回落，公司毛利率将有所回升，预计2022-2024年隔震支座毛利率分别为45%/45%/45%。

减震业务（消能阻尼器）：公司近些年重视减震市场并持续发力，减震产品营收保持较高增速。同时，公司积极扩建减震产品产能，除了新增河北唐山基地3万套/年产能（预计2023年4月投产）外，最新规划建设11.5万套/年常州基地用于生产阻尼器（预计2024年中及之后投产）；公司减震业务也将在未来几年持续保持高速增长。

我们预计2022-2024年公司减震产品销量的同比增速分别为30%/60%/50%，单价分别为0.79/0.87/0.95万元/套，相应的营收分别为5.8/10.2/16.9亿元；2021年公司毛利率受原材料涨价及非标品毛利率偏低的影响降幅较大，我们认为未来随着原材料价格的回落，公司毛利率将有所回升，预计2022-2024年消能阻尼器毛利率分别为40%/40%/40%。

费用率假设：综合考虑公司未来加速向全国市场扩张的趋势，以及公司降本增效措施初见成效，我们预计2022-2024年公司的销售费用率分别为13.5%/13.5%/13.5%，管理费用率分别为6.5%/6.0%/6.0%，研发费用率分别2.85%/2.85%/2.85%。

表 11：震安科技分业务营收预测（百万元）

主营业务情况		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	营收（百万元）	580.5	670.3	1564.0	2760.4	4232.4
	YOY	49.2%	15.5%	133.3%	76.5%	53.3%
	毛利率	52.65%	41.68%	43.02%	43.07%	42.95%
隔震支座	营收（百万元）	441.1	471.31	956.34	1707.06	2509.38
	YOY	60.8%	6.8%	102.9%	78.5%	47.0%
	毛利率	52.35%	42.08%	45.0%	45.0%	45.0%
弹性滑移支座	营收（百万元）	3.2	2.49	2.74	3.01	3.31
	YOY	9.3%	-23.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-	-	53.0%	53.0%	53.0%
消能阻尼器	营收（百万元）	130.9	176.46	582.38	1024.99	1691.23
	YOY	40.1%	34.8%	230.0%	76.0%	65.0%
	毛利率	53.5%	37.4%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	营收（百万元）	4.7	9.26	10.65	12.25	14.09
	YOY	1695.5%	98.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	-	-	42.3%	42.3%	42.3%

	营收（百万元）	0.5	10.81	11.89	13.08	14.39
其他业务	YOY	-97.2%	2054.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

根据以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 15.64/27.60/42.32 亿元，净利润分别为 2.51/4.16/6.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.71/2.58 元。

4.2、相对估值

震安科技是建筑减隔震行业龙头，我们从“Wind 行业分类—工业—资本货物—建筑产品III—建筑产品”领域选择部分龙头或行业领先企业作为可比公司，选取的可比公司为森特股份（BIPV）、宏和科技（中高端电子玻璃纤维）；此外，选取减震领域上市公司天铁股份（轨道结构减震产品）、海达股份（密封、减震橡胶零配件）作为可比公司。

截至 2022 年 8 月 2 日，可比公司 22 年 PE 区间为 31X-49X，PE 均值为 40X。考虑到去年国务院颁布《建设工程抗震管理条例》将推动建筑减隔震行业进入快速扩容期，震安科技作为行业龙头将充分受益；同时公司目前的产能扩张进展顺利，预计未来营收及业绩有望保持高增速，因此震安科技估值高于可比公司平均水平较为合理。

表 12：震安科技可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（X）			PB（MRQ）
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
603098.SH	森特股份	31.35	0.06	0.64	1.01	515	49	31	6.3
603256.SH	宏和科技	6.66	0.14	0.16	0.22	47	42	30	3.8
300587.SZ	天铁股份	13.43	0.28	0.44	0.66	48	31	21	5.4
300320.SZ	海达股份	12.14	0.25	0.32	0.57	49	38	21	3.6
平均值			-	-	-	165	40	26	4.8
300767.SZ	震安科技	61.15	0.43	1.03	1.71	141	59	36	9.8

资料来源：Wind，震安科技 EPS 为光大证券研究所预测，其余公司 EPS 为 Wind 一致预期；股价为 2022 年 8 月 2 日收盘价

4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：长期增长率指标主要与 FCFF 估值中第三阶段相关，我们假定第三阶段公司已经十分成熟，公司经营情况趋于稳定，每年能实现一定程度的业绩增长，因此我们假设公司长期增长率为 2.00%。

2、β 值选取：为较好地反映公司所处行业的风险报酬系数，我们以“Wind 行业分类—工业—资本货物—建筑产品III—建筑产品”近一年的加权剔除财务杠杆原始 β 作为公司无杠杆 β 系数的假设值，并结合其他参数给出公司的有杠杆情形下的 β 系数为 0.81。

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 13.50%。

表 13：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	0.81
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.67%
税率	13.50%
Kd	3.38%
Ve (百万元)	12,726.8
Vd (百万元)	432.3
目标资本结构	3.29%
WACC	6.56%

资料来源：光大证券研究所预测

表 14：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-4,760.40	-26.55%
第二阶段	5,999.31	33.46%
第三阶段 (终值)	16,688.95	93.09%
企业价值 AEV	17,927.85	100.00%
加：非经营性净资产价值	300.71	1.68%
减：少数股东权益 (市值)	13.96	-0.08%
减：债务价值	432.33	-2.41%
总股本价值	17,782.27	99.19%
股本 (百万股)	242.66	-
每股价值 (元)	73.28	-
PE (2022 年隐含)	70.91	-
PE (2022 年动态)	59.18	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：敏感性分析表 (单位：元)

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.56%	82.62	92.46	105.07	121.80	145.05
6.06%	70.33	77.81	87.14	99.09	114.94
6.56%	60.37	66.19	73.28	82.12	93.45
7.06%	52.15	56.76	62.28	69.00	77.38
7.56%	45.28	48.99	53.35	58.59	64.96

资料来源：光大证券研究所预测

基于上述假设，根据 FCFF 法估值得出公司合理价格为 73.28 元；截至 2022 年 8 月 2 日公司股价为 61.15 元，股价被低估。

4.4、投资建议

公司作为减隔震行业龙头，在减隔震领域具有丰富的项目经验和良好的品牌声誉，在当前行业快速扩容的背景下，有望凭借自身的项目经验和技術实力加速从云南省向全国扩张，实现营收和业绩高增长。预计公司 2022-2024 年营收分别为 15.64/27.60/42.32 亿元，净利润分别为 2.51/4.16/6.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.71/2.58 元，对应 2022 年的动态市盈率为 59x。根据自由现金流折现法，我们测算公司的合理股价为 73.28 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险分析

产业政策对公司经营业绩影响的风险

《建设工程抗震管理条例》已于 2021 年 5 月 12 日落地，并于 2021 年 9 月 1 日起施行。但国内减隔震市场需求的规模大小具有不确定性。

同时，因抗震条例的颁布实施，后续相关部门及各地方政府仍需依据抗震条例制定相关配套实施细则等文件，相关区域市场需求形成也存在时间上的不确定性。

新增市场形成后，市场竞争也面临进一步加剧的可能，公司能够获取的市场份额也存在不确定性。

建筑减隔震市场竞争加剧的风险

随着支持政策不断出台，建筑减隔震市场新进入者增多、竞争逐步加剧，公司可能面临因竞争导致毛利率下滑和市场占有率下降的风险。

应收账款回款风险

公司下游行业内的企业受国家宏观经济环境和调控政策的影响，普遍存在资金较为紧张的情况，公司为了应对宏观经济下行压力以及下游客户资金流短缺的情况，对大型央企及国有施工集团适当放宽了信用政策从而导致公司应收账款回收周期延长。

如果未来国内宏观经济以及建筑行业景气度大幅下降，大型央企及国有施工集团资金紧张情况进一步加剧，公司应收账款发生坏账风险可能性将加大，公司应收账款存在回收风险。

原材料价格波动风险

公司减隔震产品所使用的主要原材料为钢材、橡胶、铅锭和胶黏剂，其中的钢板、橡胶和铅锭均属于大宗商品，市场化程度高，价格受到经济周期、市场供求、汇率等各因素的影响，变动较大。如果未来原材料价格上涨，将会给公司的生产成本和经营业绩造成一定的影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	580	670	1,564	2,760	4,232
营业成本	275	391	891	1,571	2,415
折旧和摊销	11	18	37	63	89
税金及附加	6	6	13	23	36
销售费用	78	94	211	373	571
管理费用	33	47	102	166	254
研发费用	16	24	45	79	121
财务费用	-3	2	2	55	111
投资收益	5	4	0	0	0
营业利润	173	97	286	477	719
利润总额	192	98	287	478	720
所得税	31	13	39	65	97
净利润	161	85	248	414	623
少数股东损益	0	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	161	87	251	416	625
EPS(元)	1.12	0.43	1.03	1.71	2.58

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	121	-183	19	-7	271
净利润	161	87	251	416	625
折旧摊销	11	18	37	63	89
净营运资金增加	77	299	713	1,134	1,283
其他	-129	-587	-982	-1,619	-1,726
投资活动产生现金流	-152	-205	-492	-598	-666
净资本支出	-156	-212	-487	-573	-666
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	5	7	-6	-25	0
融资活动现金流	28	262	854	1,203	1,131
股本变化	64	58	40	0	0
债务净变化	48	245	835	1,261	1,266
无息负债变化	185	139	520	714	884
净现金流	-3	-125	380	598	736

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	52.7%	41.7%	43.0%	43.1%	42.9%
EBITDA 率	32.5%	19.9%	23.3%	23.7%	23.4%
EBIT 率	30.4%	17.2%	20.9%	21.5%	21.4%
税前净利润率	33.1%	14.6%	18.4%	17.3%	17.0%
归母净利润率	27.7%	13.0%	16.0%	15.1%	14.8%
ROA	10.8%	4.1%	6.8%	6.9%	7.2%
ROE (摊薄)	14.5%	6.8%	16.5%	22.1%	25.8%
经营性 ROIC	16.6%	6.7%	10.8%	12.1%	13.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	25%	37%	58%	68%	72%
流动比率	3.24	2.54	1.36	1.14	1.10
速动比率	2.75	1.93	1.01	0.84	0.80
归母权益/有息债务	23.30	4.39	1.35	0.79	0.66
有形资产/有息债务	29.83	6.75	2.99	2.31	2.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,482	2,064	3,653	5,990	8,678
货币资金	535	402	782	1,380	2,116
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	367	547	895	1,474	2,072
应收票据	7	8	31	55	85
其他应收款 (合计)	4	8	14	19	29
存货	176	341	654	1,154	1,773
其他流动资产	11	39	57	81	110
流动资产合计	1,158	1,425	2,558	4,361	6,472
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	130	285	624	921	1,247
在建工程	122	251	136	119	134
无形资产	36	51	248	441	630
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9	14	20	20	20
非流动资产合计	323	639	1,094	1,630	2,207
总负债	372	757	2,112	4,087	6,237
短期借款	48	115	953	2,213	3,479
应付账款	73	177	401	707	1,087
应付票据	80	89	178	314	483
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	7	31	62	101
流动负债合计	357	562	1,883	3,809	5,899
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	175	172	172	172
其他非流动负债	9	13	49	98	159
非流动负债合计	15	195	229	278	338
股东权益	1,109	1,308	1,541	1,904	2,442
股本	144	202	243	243	243
公积金	480	466	494	523	523
未分配利润	486	532	699	1,034	1,574
归属母公司权益	1,109	1,285	1,520	1,885	2,426
少数股东权益	0	23	20	18	16

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	13.41%	14.01%	13.50%	13.50%	13.50%
管理费用率	5.63%	7.08%	6.50%	6.00%	6.00%
财务费用率	-0.47%	0.29%	0.15%	2.01%	2.61%
研发费用率	2.73%	3.57%	2.85%	2.85%	2.85%
所得税率	16%	13%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.22	0.09	0.21	0.35	0.53
每股经营现金流	0.84	-0.90	0.08	-0.03	1.12
每股净资产	7.70	6.36	6.27	7.77	10.00
每股销售收入	4.03	3.32	6.45	11.38	17.44

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	55	141	59	36	24
PB	7.9	9.6	9.8	7.9	6.1
EV/EBITDA	45.8	94.9	43.9	26.3	18.6
股息率	0.4%	0.1%	0.3%	0.6%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE