

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

震安科技 (300767)

投资评级 买入

上次评级 买入

任菲菲 建筑建材行业首席分析师

执业编号: S1500522020002

联系电话: 13046033778

邮箱: renfeifei@cindasc.com

王锐 机械行业首席分析师

执业编号: S1500523080006

联系电话: 18600340684

邮箱: wangrui@cinda.com

段良昭 建筑建材行业研究助理

联系电话: 13910500006

邮箱: duanliangchao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

震安科技半年报点评: 市政开工延缓影响业绩释放, 多元化加规范化再铸龙头壁垒

2023 年 9 月 1 日

事件:

- 近日, 公司发布 2023 年半年报, 2023 年上半年公司实现营业收入 33102.49 万元, 较上年同期减少 23.21%, 实现归母净利润 1486.84 万元, 较上年同期减少 72.79%。

点评:

- 一、业绩暂时承压, 因个别项目以及 β 因素所致
- ◆ Q2 收入基本持平略增, 半年报收入下滑主要由于 Q1 拖累。从公司收入端来看, 上半年收入 3.31 亿元, 同比下滑 23.21%, 其中 Q2 实现收入 2.04 亿, 同比增长 0.56%。半年报收入下滑核心原因仍为 Q1 供货较缓慢所致, 通常该类供货放缓属个别项目自身因素所致, 公司已签合同未执行金额较大, 因此我们认为收入延缓部分或将逐步补足。
 - ◆ 前期提前为市场扩容布局, 但遇疫情及复苏, 收入滞后导致费用高位, 影响阶段性盈利水平。1、毛利率分析: 上半年公司毛利率为 39.85%, 尽管较去年同期有所降低, 但环比一季度有所改善; Q2 单季毛利率为 41.40%, 环比 Q1 单季毛利率的 37.37% 有明显改善。通常在行业扩容之际, 叠加行业本身高毛利高成长性的特征, 往往众多小厂家争相涌入, 低价竞争, 影响行业毛利率的稳定性, 但小厂家利薄回款能力弱, 难以久撑。现《基于保持建筑正常使用功能的抗震技术导则》已印刷发布, 且多个省级、市级住建部门及省级设计院单位均对《建设工程抗震管理条例》的内容进行了贯彻落实和宣贯培训, 随着行业规范性提升, 强制性政策的执行, 以及众多强制政策之外的建筑类型越来越多地使用减隔震技术, 建筑总包、业务方、设计院对建筑减隔震技术的认可度也有望提升, 龙头优势有望愈加凸显。2、净利分析: ①疫后复苏背景下费率均有明显上升, 代表公司业务已在开拓与扩张阶段。公司上半年销售费率、管理费、财务费率分别为 13.34%、8.63%、3.54%, 较去年同期的 12.61%、5.64%、1.73% 分别上涨 0.73pct、2.99pct、1.82pct。财务费用同比增加 57.6%, 主要由于可转债利息费用计入当期损益所致。②研发费用率继续增加, 同比增长 3.71 个百分点至 6.03%。公司在已然保持多年行业龙头的背景之下, 依然不断加大研发, 2022 年新增研发项目 2 余项, 并成功申报云南科技厅重点研发项目《工程结构震振双控复合隔震(振)关键技术研究及产业化》, 与公司保持建筑减隔震龙头的同时, 振震双控实力逐步凸显的趋势相符合。③建筑大行业整体资金紧张的背景下, 信用减值仍有 1371.55 万的规模, 但较去年同期已有降低。
 - ◆ 广义基建普遍资金紧张的背景下公司账期拉长, 但客户多为大型央企国企建企, 资质高风险小。公司中报应收账款周转天数为 485 天, 较往年同期 200-300 天的平均应收账款周转天数来讲, 有明显拉长, 主要

因公司下游行业企业多为大型国企建筑施工单位,受宏观大环境影响下,普遍资金较为紧张,已发布中报的 24 家基建市政工程企业的应收账款周转天数中,有约 71%的施工企业均较去年同期有明显增加,因此公司为应对当下情况,对于大型国企适当放宽了回款政策导致应收账款回收周期有所延长,但建筑央企普遍信用资质高风险小,再加上我国明确要求国企加强对民企的回款,因此我们认为回款尽管放慢但不会缺席。

➤ 二、短期制约因素如何改善?

- ◆ **新开工缓慢的问题如何解决?** 1) 降息降准政策频发,部分建筑央企通过发债或偿还高成本债务以降低融资成本,随着资金面压力逐步缓解,在建项目回款情况有望好转,新开工项目也有望逐步增多。2) 公司下游客户多为建筑央企施工单位,其下游为地方政府、房地产、工业制造业等,当期房地产仍未止跌,再加上复苏阶段地方基础设施建设资金紧张,导致新开工延缓,但近期专项债提速,2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕,原则上在 10 月底前使用完毕,再加上地方债务风险有效防范化解,一揽子化债方案制定实施,随着资金面逐步缓解,新开工制约因素减退有望迎来需求端边际好转。
- ◆ **下游需求不断延伸,多元化需求或将导致行业 β 属性减弱而 α 属性提振。**建筑减隔震下游传统项目以地方学校、医院等地方市政类房建为主,较大程度上受制于基建资金,而当前市场正在延伸至数据中心、精密仪器企业厂房、LNG、博物馆等多元化需求场景,也有望助力公司更好抵御传统需求转弱的风险。再者,数据中心与精密仪器企业厂房等场景均属于景气度较高的赛道,根据《科创板日报》,IDC 最新发布的《中国数据中心服务市场(2022 年)跟踪》报告显示,2022 年中国数据中心服务市场同比增长 12.7%,市场规模达 1,293.5 亿元,同时 IDC 预计未来五年中国数据中心服务市场将以 18.9%的复合增速持续增长(远高于基建投资个位数的增速),预计 2027 年市场规模达 3,075 亿元,随着国内新基建投资不断增加,“东数西算”快速推进,数据中心赛道有望保持高景气。精密仪器厂房由于多存在于半导体等高精尖行业中,且随着高精尖程度的提升,精密仪器的抗震要求越高,我们以半导体为例,根据中国电子报报导,IC Insights 数据预计 22 年全球半导体资本支出增速 21%,而根据每日经济新闻援引 IC Insights 数据,2021 年,我国集成电路自给率为 16.7%,预计到 2026 年达到 21.2%。此外,根据摩尔定律,迭代需求不断带动升级改造,该类场景或将既有 α 又有持续性需求。

➤ 三、长期逻辑仍在,建筑业高质量发展趋势基本确定

- ◆ **新开工项目相对较弱拖累行业扩容,期待复苏后的破茧重生。**公司生产为主的隔震产品属于新开工端用产品,从今年新开工情况来看,较往年相比相对较弱。从水泥出库情况判断进一步确认了建筑业需求正位于底部区间,即地产+基建的历史底部区间。因此我们认为,当前减隔震行业理应处于扩容期,但受制于新开工较缓,导致行业扩容节奏放缓,但我国建筑业正处于高质量发展阶段,住建部门对于施工质量及安全的要求不断提高,减隔震作为抗震安全类技术和材料,渗透率提升的预期趋势不仅是政策强制要求的预期结果,也是建筑安全要求越来越高的趋势所向,因此我们仍然认为减隔震行业的增速有望在未来数年内领先全行业。

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.14、2.42、4.24 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.98 元、1.72 元，对应 PE 为 43.51/20.46/11.68X。
- **风险因素:** 地方政府投资承压，原材料大幅上涨，市场竞争加剧，《建设工程抗震管理条例》执行不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	670	897	1,077	1,712	2,567
增长率 YoY %	15.5%	33.9%	20.0%	59.0%	49.9%
归属母公司净利润 (百万元)	87	100	114	242	424
增长率 YoY%	-45.6%	14.6%	13.7%	112.6%	75.1%
毛利率%	41.7%	42.2%	40.0%	40.0%	40.0%
净资产收益率ROE%	6.8%	6.2%	6.7%	12.4%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.41	0.46	0.98	1.72
市盈率 P/E(倍)	56.67	49.45	43.51	20.46	11.68
市净率 P/B(倍)	3.86	3.07	2.90	2.54	2.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 01 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,425	1,790	2,074	2,754	3,719
货币资金	402	569	697	989	1,153
应收票据	8	15	12	19	29
应收账款	547	839	803	961	1,337
预付账款	49	33	61	81	133
存货	341	279	428	594	904
其他	79	54	73	111	163
非流动资产	639	772	1,030	1,207	1,307
长期股权投资	0	10	10	10	10
固定资产(合计)	285	584	721	826	887
无形资产	51	64	78	93	107
其他	304	114	221	279	303
资产总计	2,064	2,563	3,103	3,962	5,025
流动负债	562	637	1,007	1,602	2,225
短期借款	115	238	333	442	544
应付票据	89	73	144	257	385
应付账款	177	182	269	494	663
其他	180	144	262	410	633
非流动负债	195	302	375	394	406
长期借款	0	70	145	165	180
其他	195	232	230	229	226
负债合计	757	939	1,382	1,996	2,632
少数股东权益	23	8	9	11	15
归属母公司	1,285	1,615	1,712	1,954	2,379
负债和股东权益	2,064	2,563	3,103	3,962	5,025

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	670	897	1,077	1,712	2,567
同比(%)	15.5%	33.9%	20.0%	59.0%	49.9%
归属母公司净利润	87	100	114	242	424
同比(%)	-45.6%	14.6%	13.7%	112.6%	75.1%
毛利率(%)	41.7%	42.2%	40.0%	40.0%	40.0%
ROE%	6.8%	6.2%	6.7%	12.4%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.41	0.46	0.98	1.72
P/E	56.67	49.45	43.51	20.46	11.68
P/B	3.86	3.07	2.90	2.54	2.08
EV/EBITDA	184.49	66.73	20.55	12.38	7.87

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	670	897	1,077	1,712	2,567
营业成本	391	518	646	1,027	1,540
营业税金及附加	6	9	10	17	25
销售费用	94	95	118	188	257
管理费用	47	52	65	86	128
研发费用	24	29	38	51	77
财务费用	2	17	25	32	36
减值损失合计	1	-3	-3	-3	-2
投资净收益	4	1	4	4	7
其他	-14	-56	-43	-28	-12
营业利润	97	119	132	284	498
营业外收支	1	2	0	0	0
利润总额	98	120	132	284	498
所得税	13	19	17	40	70
净利润	85	101	115	244	428
少数股东损益	-2	1	1	2	4
归属母公司	87	100	114	242	424
EBITDA	114	172	241	386	601
EPS(当年)(元)	0.36	0.41	0.46	0.98	1.72

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-183	-38	330	443	251
净利润	85	101	115	244	428
折旧摊销	20	33	83	70	68
财务费用	9	23	28	35	41
投资损失	-4	-1	-4	-4	-7
营运资金变动	-307	-254	65	59	-306
其它	14	60	41	38	28
投资活动现金流	-205	-177	-335	-244	-160
资本支出	-212	-148	-338	-248	-168
长期投资	0	-31	0	0	0
其他	7	1	4	4	7
筹资活动现金流	262	393	133	92	74
吸收投资	0	247	3	0	0
借款	411	363	170	129	117
支付利息或股息	-38	-29	-48	-35	-41
现金流净增加额	-125	178	128	292	164

研究团队简介

任菲菲，建筑建材团队首席分析师，执业编码 S1500522020002。英国南安普顿大学硕士，风险与金融专业，2017 年起从事卖方研究工作，获 2021 年“金麒麟”新锐分析师第三名，曾供职于太平洋证券、民生证券，从事建筑建材及新材料方向研究工作，擅长从数据及产业本质寻找突破口。

段良弢，建筑建材团队研究助理。中国农业大学金融硕士，生物工程学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，负责建材方向的研究。

信达证券机械首席王锐，本科硕士分别毕业于吉林大学、北京师范大学，此前分别就职于方正证券、光大证券、国泰君安，从业年限 10 年、担任机械首席 6 年（中间 2 年机械+军工首席），善于从需求/供给/拆分（产品+下游+区域）/财务等基本面出发深入研究机械细分产业链，对相关上市公司市占率、规模成本等方面竞争优势研究具备一定研究基础。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。