震安科技（300767）

全方位解读建筑减隔震市场空间之二：远期住宅市场达千亿规模

买入（维持）

2020 年 11 月 12 日

证券分析师 陈元君
执业证号：S0600520020001
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn
证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	389	631	1,157	2,005
同比（%）	-15.3%	62.0%	83.4%	73.3%
归母净利润（百万元）	91	176	287	496
同比（%）	-20.7%	94.1%	62.8%	72.9%
每股收益（元/股）	0.63	1.22	1.99	3.44
P/E（倍）	117.58	60.57	37.20	21.51

特别说明：本文是我们关于震安科技的第三篇深度报告。第一篇主要对减隔震行业和公司的整体做了详细的介绍；第二篇从中短期的时间维度测算了立法内、外的减隔震市场空间；本篇报告从远期住宅市场的维度进一步解析减隔震市场空间。

投资要点

- **建筑减隔震行业是增速快、空间足的朝阳行业：**我国建筑减隔震行业自汶川地震后开始起步，由于减隔震技术在地震设防过程中具备显著的技术优势和成本优势，其中在新建项目中具有 1%~5%的成本优势，既有建筑改造项目中更是有 10%以上的经济性，目前行业正处于快速发展的阶段，市场空间广阔。
- **以日为鉴，住宅是成熟减隔震市场中的主要份额：**日本由于地震频发，建筑减隔震行业自 1995 年阪神地震后快速发展，目前行业已经相对成熟。追踪日本减隔震行业发展路径可以发现，行业发展早期公共建筑类首先发展，随着市场渗透和认知度的提升，行业进入到住宅类建筑领域，在 2004 年日本住宅类减隔震建筑存量超过其他类建筑，至今仍是减隔震市场中的主流。
- **多维需求构筑减隔震大市场空间：**短期看，当前《建设工程抗震管理条例》仅剩国常会审议通过，未来随条例立法的落地和行业标准的趋严，减隔震行业有望形成超过 200 亿以上的市场空间；中短期看，由于减隔震技术“降本+增效”，我们测算得到减隔震在高烈度地区、LNG 储罐、核电站、地铁上盖及 TOD 等领域具备 100 亿级别的市场空间；远期看，住宅将是减隔震行业最大的市场份额，至本世纪中叶有望形成千亿级市场规模。
- **公司加速布局全国迎接景气新周期：**公司作为细分行业龙头，目前已根据地震重点监视防御区的划分进行了战略布局，未来将逐步形成以首都圈、长三角、新疆和珠三角等区域为代表的全国性布局。目前公司在唐山的智能化减隔震装备制造新基地已正式开工，昆明新基地也在有序推进中，随着新产能的推进及投产，公司发展进入快车道。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.76 亿元、2.87 亿元和 4.96 亿元，每股收益分别为 1.22 元、1.99 元和 3.44 元，当前股价对应 PE 分别为 61 倍、37 倍和 22 倍，考虑到公司在行业内的竞争优势和立法带来的广阔市场空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司在建项目的建设进度不及预期；公司市占率下滑的风险；立法落地时间不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.08
一年最低/最高价	22.90/102.96
市净率(倍)	9.79
流通 A 股市值(百万元)	6118.03

基础数据

每股净资产(元)	7.57
资产负债率(%)	23.14
总股本(百万股)	144.00
流通 A 股(百万股)	82.59

相关研究

1、《震安科技（300767）：业绩持续高增长，行业高景气助力高成长》2020-10-29
2、《震安科技（300767）：中报业绩超预期，建筑减隔震龙头持续发力》2020-08-10
3、《震安科技（300767）：业绩预告高增长，建筑减隔震龙头发展提速》2020-07-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 住宅将是减隔震行业的远期市场 4
1.1. 技术先进性和经济性是进入住宅领域的前提 4
1.2. 技术先进性和经济性同样适用于旧房改造市场 5
1.2.1. 隔震技术在旧房改造中具有显著优势 5
1.2.2. “技术规程”助力隔震技术向旧改市场渗透 6
1.3. 以日为鉴，住宅市场 5 年导入、5 年爆发 7
2. 减隔震行业市场空间广阔 8
2.1. 中短期市场空间明确 8
2.1.1. 立法驱动短期市场大幅扩容 8
2.1.2. 降本增效驱动中期市场发展 9
2.2. 住宅建筑打开中长期需求空间 10
2.2.1. 新增住宅构筑远期广阔市场 10
2.2.2. 旧房改造市场值得长期关注 11
3. 减隔震行业龙头，加速布局迎接景气新周期 11
3.1. 产能扩张+市场开拓，全面迎接广阔市场 11
3.2. 公司的盈利预测与估值 12
3.2.1. 核心假设 12
3.2.2. 公司估值 13
4. 风险提示 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1：四川雅安地震中芦山人民医院相距不足 5 米的隔震楼和传统楼房的对比 4
图 2：北京延庆第一小学隔震改造项目 7
图 3：《既有混凝土框架结构各隔震加固技术规程》颁布 7
图 4：日本免震建筑数量（单位：栋） 8
图 5：公司市场布局 12

表 1：隔震方案相比传统抗震方案具有 1%~5%的经济性 5
表 2：隔震技术在既有建筑防震改造中的技术经济性 6
表 3：《建设工程抗震管理条例》立法进程 9
表 4：立法形成的市场空间匡算 9
表 5：降本增效驱动立法之外的市场空间匡算（亿元） 10
表 6：住宅建筑减隔震需求匡算 11
表 7：公司隔震产能分布 12
表 8：盈利预测拆分（单位：百万元） 13
表 9：可比公司估值表（参考 2020 年 11 月 11 日收盘价） 13

1. 住宅将是减隔震行业的远期市场

当前时点，减隔震行业在中国仍处于发展的早期阶段，中国采用减隔震技术的建筑主要是医院、学校等公共建筑，和机场、LNG 等大型特殊类建筑，普通住宅市场的渗透率还非常低。但我们认为，一方面减隔震技术具有安全、经济性，另一方面随着中国居民安全意识的提高和对减隔震技术认知度的提升，参考日本减隔震行业发展的历史，普通住宅建筑将是中国减隔震行业的远期市场。

1.1. 技术先进性和经济性是进入住宅领域的前提

减隔震技术有更好的防震效果。地震灾害严重威胁生命和财产安全，我国地震灾害尤其严重。传统抗震技术通过加粗梁柱增强建筑强度，以硬碰硬的方式抗震，建筑物容易发生损毁并造成生命、财产的损失；隔震技术以柔克刚，通过设置缓冲结构显著吸收地震能量，实现阻隔地震或者缓冲地震带来的冲击，减震技术通过在传统建筑的薄弱节点加入阻尼器，使得地震能量沿结构传递时被大幅消耗，从而提升建筑的抗震能力。从结果看，无论是 2011 年日本大地震，还是 2013 年中国雅安地震，采用减隔震技术的房屋防震效果显著高于传统防震的房屋，其中，做了隔震处理的芦山县人民医院门诊综合楼在雅安地震后功能依旧完好，而其他楼房丧失医疗功能。

图 1：四川雅安地震中芦山人民医院相距不足 5 米的隔震楼和传统楼房的对比



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

减隔震技术具有良好的技术经济性。由于隔震技术相对于传统抗震技术更有效应对地震发生时带来的灾害，采用隔震技术能够在工程设计时一般可将抗震设防烈度级别相应调低 1 度，建筑上部结构对应的建材用量相应减少，节约建造成本，同时释放建筑使用空间。根据我们前期发布的报告测算，在抗震设防烈度超过八度的地区，使用减隔震技术相对于传统的抗震方案，在项目的土建等直接费用中具有 1%~5%的成本优势，单

位面积的造价普遍降低 10~100 元/m²，同时在灾后损失和维修过程中具有 8%~35%的成本优势。对于单体建筑规模较大、层数较高的建筑而言，其技术经济性将有更大优势。

表 1：隔震方案相比传统抗震方案具有 1%~5%的经济性

	上部结构建安费用的减少（万元）	隔震结构建安费用的增加（万元）	采用隔震方案的经济性（万元）	隔震方案经济性/抗震方案工程总造价
9° 区某酒店[1]	291.52	277.10	+14.42	**1%**
8° 区某学校[2]	50	40	+10	**1.7%**
西北师大田家炳教育书院[3]	76.4	57.4	+19	**2%**
天水市宏昌房地产开发公司综合楼	45.8	28.8	+17	**3.4%**
黄羊川国际会议中心（隔震部分）	98	78.4	+19.6	**1.2%**

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

减隔震技术在地震灾害面前表现出显著由于传统防震技术的效果，同时在较高设防标准下（8° 区及以上）又能降低建筑成本，因此，我们认为减隔震技术已经具备向住宅领域渗透的前提条件。

1.2. 技术先进性和经济性同样适用于旧房改造市场

我国有大量的既有建筑框架结构不满足抗震安全标准，因年代久远，以及受制于当初的建筑工艺，老旧小区在结构上、抗震上等方面往往存在安全隐患。因此，老旧小区改造工程不应是简单的粉饰外立面，而应以安全为基本，首先进行房屋鉴定检测、抗震加固等。

1.2.1. 隔震技术在旧房改造中具有显著优势

对于旧房改造，隔震技术具有显著的技术先进性。首先，在于防震效果，重庆市设计院的闫兵以 8 度区某既有医疗建筑为对象进行分析研究[4]，结果表明采用隔震加固技术后，地震作用大幅度降低，中震下基底剪力降低约 60 %，罕遇地震下，隔震结构的各层最大层间位移角为加固前结构的 15 %～ 37 %（主体部分），且上部结构基本处于弹性状态，能够有效保护医疗设备和人员的安全，使医院的医疗救治能力得到保障，并充分发挥医疗机构的应急救灾作用。其次，采用隔震技术改造时，可进行局部施工，不影响整体建筑的使用，比如医院只需要一层停止使用，无需停业，这就解决了大量公共设施在改造时的痛点。最后，隔震技术施工快，例如学校的改造通常只能在暑期进行，隔震技术优势显著。

[1]周颖,陈鹏,刘璐,胡凯,瞿革.9 度区某高层酒店隔震设计及经济性分析[J].建筑结构,2016,46(22):59-63.
[2] 王华,于清高.8 度区某学校隔震设计与经济性分析[J].决策探索(中),2019(09):36-38.
[3] 党育,杜永峰,毕长松.隔震建筑的经济性分析[J].工程抗震与加固改造,2006(04):37-40.
[4] 闫兵.某医疗建筑隔震加固设计与分析[J].工程质量,2020,38(08):31-34.

隔震技术还能有效降低旧改防震加固的造价。隔震技术路线虽然增加了隔震支座和一层隔震层楼板的费用，同时托换体系和加固顶升的施工较为复杂，但与传统抗震加固方案相比，隔震加固仅涉及基础或建筑物首层，对原建筑使用功能、外观、内部装修及管线等影响较小，可大大减少内外部装修及恢复的费用。此外，采用隔震技术施工劳动力的投入不到传统抗震加固的十分之一；隔震加固所需钢筋、模板、混凝土等材料的用量不到传统加固的五分之一；隔震技术还不需要高空作业，降低了施工过程中的安全事故风险。根据现有的文献资料，我们对比发现，对于老旧建筑的防震加固，隔震技术普遍具有**10%以上的技术经济性**。

表 2：隔震技术在既有建筑防震改造中的技术经济性

旧改建筑项目	始建时间	建筑面积/m^2	建筑结构	隔震技术相比传统防震加固技术的经济性（%，元/ m^2）
兰州市某中学教学楼[5]	1985 年	4671.52	4，砌体结构	20%~30%
昆明橡胶厂某建筑[6]	20 世纪 80 年代初	9275.8	4,局部 7 层，框架式	10%左右
某教学楼[7]	2000 年	3050	4 层，框架式	33%，隔震单位成本 800 元/m^2，传统加固成本 1200 元/m^2
北京某医院门诊楼[8]	-	-	框架式	35%，隔震单位成本 262 元/m^2，传统加固成本 401 元/m^2
某学校教研办公楼等 7 栋建筑[9]	1999	50000	框架式/砖混结构	隔震单位成本 650 元/m^2 以内

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

1.2.2. “技术规程”助力隔震技术向旧改市场渗透

“技术规程”助力隔震技术在旧改市场中的推广应用。隔震技术在新建多层框架结构中的应用已经较为广泛，但在既有建筑抗震加固中的应用还很少。究其原因，根据筑福建科院董事长的分析，隔震支座安装和托换的关键技术是一个重要原因。2020 年 6 月 1 日，中国工程建设标准化协会公布并实施《既有框架结构隔震支座托换技术规程》，标准属于国内首次制定，由北京筑福建筑科学研究院、住房城乡建设部科技发展促进中心、中国地震局工程力学研究所和北京市地震局等 10 家单位联合编制而成。该技术规程从设计、施工和验收等方面对既有混凝土框架结构隔震加固进行了详细的描述，对既有混凝土框架结构隔震加固改造方面的技术难点、重要节点和施工方法等方面做了具体的说明，对指导同行业隔震加固改造，提供了有力的技术支持和技术保障。

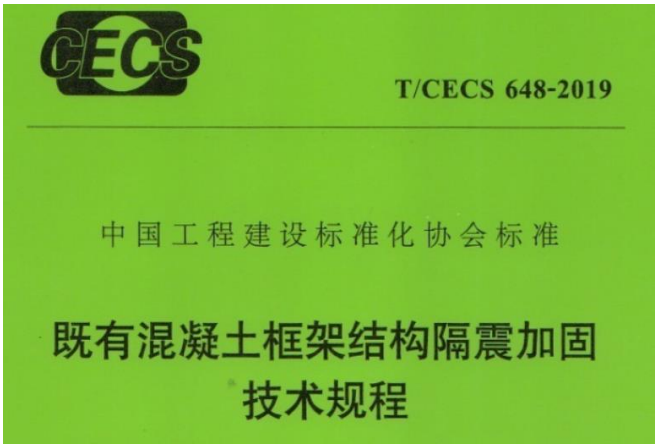
[5] 舒蓉,李俊杰.隔震技术在既有砌体建筑抗震加固中的应用研究[J].工程质量,2019,37(12):52-58.
[6] 梁佶,文兴红,杨铭钊,李昆.昆明某老建筑的隔震加固设计[J].工程抗震与加固改造,2019,41(01):132-136+131.
[7] 吴繁超.既有框架结构加固中隔震技术的应用[J].浙江水利水电学院学报,2019,31(06):49-53.
[8] 鲁松. 既有医疗建筑抗震性能提升技术及经济分析研究[D].东南大学,2018.
[9] 张馨圆,张弘引,葛楠.关于用隔震技术提高已有建筑的抗震能力[J].建筑工程技术与设计,2018,(7):351.

图 2：北京延庆第一小学隔震改造项目



数据来源：筑福集团官网，东吴证券研究所

图 3：《既有混凝土框架结构各隔震加固技术规程》颁布



数据来源：中国工程建设标准化协会，东吴证券研究所

目前隔震技术已经应用在部分学校建筑的加固中，如筑福集团 2011 年 6 月至 9 月期间，完成了北京延庆第一中学砖混结构四层教学楼、北京延庆第一小学地上五层、地下一层的混凝土框架结构教学楼和北京大兴旧宫中学混凝土框架结构六层教学楼的隔震托换设计和施工。随着“技术规程”的颁布和隔震技术认知度的提升，隔震技术有望在公共设施、老旧小区等既有建筑改造中得到广泛应用。

1.3. 以日为鉴，住宅市场 5 年导入、5 年爆发

日本作为一个地震多发的国家，减隔震行业发展悠久，对我们理解行业发展有较大的参考意义。早在 1934 年，日本就出现了第一座现代隔震建筑。现在，日本已成为隔震建筑最多、技术最成熟的国家，

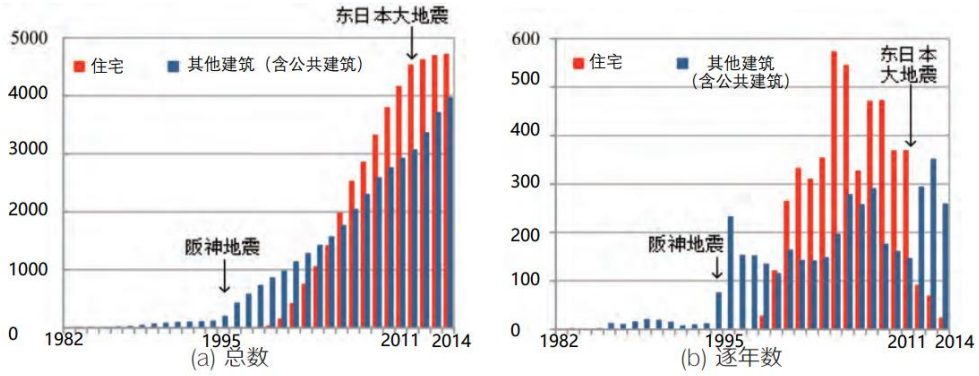
公共类建筑较早发展：减隔震技术在市场导入期作为新的技术，主要应用对象是公共类建筑，中国目前阶段如此，对比日本早期发展阶段亦如此。从日本免震建筑数量变化图可以看出，1995 年的阪神地震是日本减隔震行业的一个转折点，在此后的五年内，公众建筑为代表的其他类建筑在日本快速发展。

住宅类建筑 5 年导入，5 年爆发：随着减隔震技术认知度的提升，在公共类建筑飞速发展 5 年后，2000 年开始，减隔震技术渗透进入住宅建筑市场，并开始快速发展，当年新开工减隔震住宅建筑数量超过其他减隔震建筑数量，2004 年减隔震住宅建筑累计数量超过其他减隔震建筑累计数量。也就是说，在重要催化因素阪神地震发生后，5 年内是减隔震技术在住宅建筑领域的导入期，再经历 5 年的市场爆发期，住宅建筑已成为减隔震市场中最主要的领域。

远期看，住宅类建筑是减隔震最主要的市场：截至 2014 年，根据日本免震协会统计的 1982 至 2014 年间日本隔震建筑数量，日本已建成近 9000 栋左右隔震建筑，其中独栋住宅约 4700 栋，其他建筑（含公用建筑）约 3900 栋。近年来，尤其是 2011 年日本大地震后，日本新增高层建筑和大型公共建筑全部采用减隔震技术，新增隔震建筑中，

其他建筑数量逐渐突出。而从总量上来看，住宅仍是日本减隔震建筑的主体，占隔震建筑总数的半数以上。

图 4：日本免震建筑数量（单位：栋）



数据来源：日本免震协会，东吴证券研究所

我国对减隔震技术的关注和研究起步较晚，市场目前仍处于发展早期，在住宅建筑中的应用率仍然很低。但是，我们认为随着中国居民安全意识的提高和对减隔震技术认知度的提升，参考日本减隔震行业发展的历史，普通住宅建筑将是中国减隔震行业的远期市场。

2. 减隔震行业市场空间广阔

我们将减隔震市场分为三个维度进行解析，首先，从近期看，《建设工程抗震管理条例》所规定的特定地区的特定建筑，直接带动 200 亿元市场规模；其次，对高烈度地区建筑和以 LNG 为代表的特殊建筑的经济性，叠加带来直接经济效益的地铁上盖等项目，中短期内，减隔震技术内生推动的市场空间达到 100 亿元市场规模；最后，中长期来看，减隔震市场渗透进入普通住宅领域，2030 年市场规模达到 100 亿级别，同时随着渗透率的提升，旧改市场也有望形成百亿级规模，至本世纪中叶住宅市场达到千亿级市场规模。

2.1. 中短期市场空间明确

2.1.1. 立法驱动短期市场大幅扩容

2018 年 2 月住建部发布《建设工程抗震管理条例（征求意见稿）》，2019 年 5 月国务院将《建设工程抗震管理条例》纳入国务院 2019 年立法工作计划，2019 年 10 月 8 日，司法部发布《建设工程抗震管理条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》），其中明确规定“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”，同时鼓励在装配式建筑中应用隔震减震技术，提高抗震性能。因此一旦《条例》落地，对应地区的对应建筑将从法律的角度强制推行减隔震

技术。

表 3:《建设工程抗震管理条例》立法进程

时间线	相关部门	立法进程
2018/02/01	住建部	发布《建设工程抗震管理条例 （征求意见稿）》
2019/10/08	司法部	发布《建设工程抗震管理条例 （征求意见稿）》
2020/6/26	国务院	《建设工程抗震管理条例》纳入国务院 2020 年立法工作计划
目前阶段	国务院	仅剩国常会审议通过

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所整理

根据我们此前报告的测算，如果立法能够落地，经过一年左右的政策消化期，根据抗震重点防御区及相关建筑应用对象的统计数据，保守估算到 2021 年，立法带动的市场规模将达到 200 亿元以上。

表 4：立法形成的市场空间匡算

	2021	2022	2023
地震重点防御区科研、教育和医疗建筑竣工面积（万平方米）	11175	11846	12557
年均增速估计	6%	6%	6%
公司医院和学校的收入占比	55%	50%	50%
减隔震建筑需求面积（万平方米）	20319	23692	25113
单位造价（元/平方米）	100	100	100
减隔震行业市场空间（亿元）	**203.19**	**236.92**	**251.13**

数据来源：国家统计局，wind，公司招股书，东吴证券研究所

2.1.2. 降本增效驱动中期市场发展

立法之外，在高抗震设防烈度区域，减隔震技术具有技术经济性，随着行业认知的加深，市场渗透率有望不断提升；对于高危型特殊建筑如 LNG 储罐、核电站等项目和机场等生命线工程，减隔震技术不仅具备技术经济性，更能保障建筑物的安全，是防震方案的不二选择；除了应对地震以外，减隔震技术还推广到了商业地产领域，如地铁上盖项目，以应对地铁振动的问题，进一步提升和优化商业及住宅环境；以上领域整体构成了立法之外减隔震行业的市场空间。**以上公共常规建筑和特殊建筑的降本增值带来减隔震技术的渗透率提升，将形成超 100 亿元的市场规模。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：降本增效驱动立法之外的市场空间匡算（亿元）

项目	项目特点	2020	2021	2022
常规建筑	相同抗震设防标准下降低建造成本	80.76	85.60	90.74
LNG 储罐等特殊建筑	技术依赖，且具备成本优势	4	4	4
地铁上盖开发项目	具备显著经济价值	15	15	15
合计		**99.76**	**104.60**	**109.74**

数据来源：国家统计局，wind，公司招股书，东吴证券研究所

2.2. 住宅建筑打开中长期需求空间

2.2.1. 新增住宅构筑远期广阔市场

除了前述两类市场以外，在非强制、非刚性建筑类型中，普通类住宅建筑占比最大，主要采用加粗梁、柱的传统抗震方式，减隔震技术的需求弹性相对较大。我们认为在当前缺少对住宅类建筑强制使用减隔震技术的背景下，其他公共类建筑将起到良好的示范作用，并提高减隔震技术的市场认知度。相比于减隔震市场向日本全境渗透，考虑到我国地域分散的现状，预计中国的减隔震市场向住宅领域渗透的覆盖面和渗透速度相对较低。

在**市场覆盖面**上，我们合理认为高房价地区的市民价格敏感度更低，由于采用减隔震技术带来的成本显性而其经济效应相对隐性，出于增量成本敏感性考虑，仅将平均房价在 1 万元/平方米以上的国内重点城市（以 100 元/平的减隔震造价计算，市场价差在 1%以内）纳入测算范围。为简化计算，对处于不同抗震烈度区的城市，不做具体区分。从中国房价行情网选取近一年房屋均价 1 万元/平米以上的城市，纳入测算范围的城市包括北京、深圳、上海、杭州等 61 个城市，结合地方统计局的数据得到 2018 年当年新开工住宅面积合计约 6.5 亿 m^3。考虑到城镇化仍在推进，未来大中型城市仍将有发展空间，随着未来房屋价格的提高和城镇化水平的提升，参考近五年住宅开发复合平均增速及全国 GDP 增速，假设未来减隔震市场覆盖地区新开工住宅面积中长期内以 3%的复合增速增长。

在**市场渗透率**方面，我们认为中国即将颁布的《抗震安全管理条例》有望成为中国减隔震行业中的“阪神地震”，非常谨慎地保守估计，十年后（2030 年）中国住宅减隔震行业完成市场导入，假设当年新开工住宅面积的减隔震渗透率为 10%，此后进入快速发展阶段，至本世纪中叶住宅类减隔震建筑渗透率提高至 60%。

远期住宅类减隔震市场空间达千亿规模：根据以上假设，我们非常保守地预计，到 2030 年普通住宅类建筑的减隔震市场初步形成百亿级的市场规模，2040 年市场规模接近 400 亿元，到本世纪中叶，仅住宅类减隔震市场就将形成千亿级市场规模。以 2025 年作为住宅类减隔震市场元年来计算，5 年内市场规模 CAGR 高达 63%，15 年内 CAGR

达 29%，25 年内 CAGR 为 21%。

表 6：住宅建筑减隔震需求匡算

年份	2025	2030	2040	2050
新开工住宅建筑面积（万 m^2）	83835	97188	130613	175533
减隔震技术渗透率	1%	10%	30%	60%
减隔震建筑需求面积（万 m^2）	838	9719	39184	105320
单位造价（元/ m^2）	100	100	100	100
行业市场空间（亿元）	8	97	392	1053

数据来源：wind，中国房价行情网，各地方统计局，东吴证券研究所（以 2018 年各地区新开工住宅建筑面积为基准匡算）

2.2.2. 旧房改造市场值得长期关注

对于老旧小区，住建部、发改委、财政部在《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》中，将老旧小区定义为建成于 2000 年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区。

锐观咨询通过第六次人口普查数据对老旧小区存量进行了测算，截至 2010 年末，2000 年以前建成城市住房建筑面积约 68.4 亿平方米，建成的镇住房建筑面积约 50.4 亿平方米，城镇住房面积合计约 118.8 亿平方米。截至 2019 年末，考虑折旧拆除情形，保守估计 2000 年以前建成城镇住房建筑面积在 90 亿平米量级。假设全国实际需改造的老旧小区面积占 2000 年前建成住房面积的 60%，则对应老旧小区面积约 54 亿平米。

时间进度方面，从今年各省市已披露的政策来看，一般按照 5~6 年时间维度进行改造，假设全国范围内平均时间线为 10 年，平滑分配年均改造面积约 5 亿平米。保守按照 200 元/平米的旧改隔震造价来算，如果隔震技术在老旧小区改造中的渗透率为 5%，则旧改隔震市场为 50 亿元；若渗透率提升至 10%，则旧改隔震市场规模将达到 100 亿元量级，因此旧改市场同样不容忽视。

3. 减隔震行业龙头，加速布局迎接景气新周期

3.1. 产能扩张+市场开拓，全面迎接广阔市场

震安科技是减震隔震领域的全国龙头企业，推动制定了多项行业规范和准则，在业内具有绝对领先地位。公司结合对快速成长的市场判断，加速进行产能扩张和市场开拓。

产能扩张：根据地震重点监视防御区的划分，公司逐步布局首都圈、长三角、珠三角和新疆区域的生产基地，形成全国性的产能布局。公司厂区目前主要分布在昆明和唐山，昆明老厂区原有隔震产能 3.8 万套，募投技改产能 1.2 万套已经达产，昆明新厂区募投年产 5 万套隔震产能正在环评中；唐山新产能于 2020 年 3 月 30 日开工，有望于 2021 年 Q1 季度建成投产。待 2021 年在建项目完全达产，公司的隔震产品生产能力扩

大至年初的近 5 倍，可有效保障公司未来两三年内的市场快速扩张。

表 7：公司隔震产能分布

基地	项目	隔震产能	备注
昆明	老厂区原有项目	3.8 万套/年	
	IPO 募投项目，老厂区	1.2 万套/年	技改扩建，2020 年年中已达产
	IPO 募投项目，新厂区	5 万套/年	新建，环评阶段，预计 2021Q3 达产
唐山	可转债项目，新建	3 万套/年	配套 3 万套/年减震，预计 2021Q1 达产
合计		18 万套/年	减震产品便于外协加工，产能不受限

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

市场开拓：由于减隔震行业处于发展早期阶段，市场认知度不高，尤其是云南省外地方公司知名度有限，为迎接立法落地后的广阔蓝海市场，公司不断布局云南省外的市场开拓力度，一方面对机场、LNG 等大型特殊功能性建筑进行针对性开拓，另一方面对其他各省市的普通公建和住宅项目加大渗透力度，目前市场团队已经布局全国十几个省市。

图 5：公司市场布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 公司的盈利预测与估值

3.2.1. 核心假设

2020 年：2018 年 12 月 1 日建设部进一步提升了行业标准，标准落地后一年影响 2020 年市场需求，综合考虑公司库存和交付时间对 2020 年的影响，公司全年隔震支座销量以 5 万套/年计算；

2021 年：随着减隔震技术的渗透和市场认知度的提升，假设公司新增项目能够有效消化，假设唐山工厂 Q1 季度达产，昆明新工厂 Q3 季度达产，公司全年销量以 10 万套计算。

其他业务：主要为减震阻尼器，公司通过外协加工，产能不受限制，销量随市场开拓进度，未来三年 CAGR 假设为 50%。

3.2.2. 公司估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.76 亿元、2.87 亿元和 4.96 亿元，每股收益分别为 1.22 元、1.99 元和 3.44 元，当前股价对应 PE 分别为 61 倍、37 倍和 22 倍，考虑到公司在行业内的竞争优势和立法带来的广阔市场空间，维持“买入”评级。

表 8：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
橡胶隔震支座	营业收入	274.34	458.40	898.46	1617.23
	毛利	151.37	256.70	485.17	873.30
减震等其他产品	营业收入	114.85	172.28	258.42	387.63
	毛利	55.14	82.69	121.46	182.19

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 9：可比公司估值表（参考 2020 年 11 月 12 日收盘价）

公司	市值	收盘价	EPS			P/E			P/B	PEG
	(亿元)	(元)	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
震安科技	106.68	74.08	0.63	1.22	1.99	117.58	60.57	37.20	9.79	0.73
安集科技	174.38	328.35	1.24	2.46	2.95	264.83	133.44	111.30	17.52	1.36
华特气体	80.83	67.36	0.60	0.84	1.07	111.35	80.59	63.15	6.52	2.11
天铁股份	50.15	15.29	0.70	0.61	0.79	21.84	25.07	19.31	3.75	0.43

资料来源：Wind（除震安科技外为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

4. 风险提示

在建项目建设进度不及预期的风险：公司中短期内的业绩在一定程度上取决于当前在建产能的建设和投产进度，投产进度如果低于预期，公司业绩将有低于预期的风险；

公司市占率下滑的风险：目前减隔震行业仍处于发展的早起阶段，公司处于行业龙头地位，如果行业发展带来显著红利，从事轨道、桥梁减隔震的同行均有进入并抢占市场份额的动力，并且行业涵盖地域广、公司产能投建进度也短期内也难以满足快速扩大的市场规模，公司市占率面临下滑的风险；

立法进度不及预期：《建设工程抗震管理条例》的落地将直接推动减隔震行业的发展，如果立法进度不及预期，行业的发展增速有低于预期的风险；

震安科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**931**	**1,043**	**1,261**	**1,717**
现金	485	451	411	529
应收账款	308	339	373	410
存货	126	217	432	687
其他流动资产	11	36	45	90
非流动资产	**176**	**306**	**419**	**597**
长期股权投资	0	80	80	80
固定资产	99	142	236	386
在建工程	26	30	45	70
无形资产	22	24	27	30
其他非流动资产	30	30	30	30
资产总计	**1,107**	**1,349**	**1,679**	**2,313**
流动负债	**134**	**218**	**295**	**466**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	48	48	48	48
其他流动负债	86	170	247	418
非流动负债	**6**	**6**	**6**	**6**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	**140**	**224**	**301**	**472**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	967	1,125	1,378	1,841
负债和股东权益	**1,107**	**1,349**	**1,679**	**2,313**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-54	124	124	362
投资活动现金流	-33	-140	-132	-213
筹资活动现金流	320	-17	-32	-32
现金净增加额	233	-34	-39	117
折旧和摊销	0	14	23	38
资本开支	40	50	113	178
营运资本变动	0	-62	-180	-167

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**389**	**631**	**1,157**	**2,005**
减:营业成本	183	291	550	949
营业税金及附加	2	4	7	12
营业费用	64	96	178	311
管理费用	45	48	103	170
财务费用	-1	-1	-1	-2
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	6	3	3	4
其他收益	13	9	10	10
营业利润	**105**	**205**	**334**	**578**
加:营业外净收支	1	1	1	1
利润总额	**106**	**206**	**335**	**580**
减:所得税费用	15	30	48	84
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**91**	**176**	**287**	**496**
EBIT	91	197	347	580
EBITDA	91	211	370	619

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.63	1.22	1.99	3.44
每股净资产(元)	6.72	7.81	9.57	12.79
发行在外股份(百万股)	80	144	144	144
ROIC(%)	16.4%	28.6%	33.7%	40.5%
ROE(%)	9.4%	15.7%	20.8%	26.9%
毛利率(%)	53.1%	53.8%	52.4%	52.6%
销售净利率(%)	23.3%	27.9%	24.8%	24.7%
资产负债率(%)	12.6%	16.6%	17.9%	20.4%
收入增长率(%)	-15.3%	62.0%	83.4%	73.3%
净利润增长率(%)	-20.7%	94.1%	62.8%	72.9%
P/E	117.58	60.57	37.20	21.51
P/B	11.03	9.48	7.74	5.79
EV/EBITDA	111.56	48.53	27.75	16.40

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn