



2021年震安科技股份有限公司向不特定 对象发行可转换公司债券2021年跟踪评 级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年震安科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	A+	A+
评级日期	2021-06-23	2020-08-28

评级观点

- 中证鹏元对震安科技股份有限公司（以下简称“震安科技”或“公司”，股票代码：300767.SZ）及其2021年3月向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为A+，发行主体信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：政策助推建筑减隔震行业发展，公司仍具备一定技术优势，盈利能力较强，债务压力不大。同时中证鹏元也关注到，公司产品结构单一，应收账款占用较多资金，在建产能能否实现预期经济效益存在不确定性，以及原材料价格波动等风险因素。

债券概况

债券简称：震安转债

债券剩余规模：2.85 亿元

债券到期日期：2027-03-12

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司目前所处行业政策环境较好，未来随着在建产能的陆续投产，业务规模有望实现进一步增长。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	18.03	14.82	11.07	7.51
归母所有者权益	12.35	11.09	9.67	5.60
总债务	3.21	1.28	0.00	0.00
营业收入	1.51	5.80	3.89	4.59
净利润	0.30	1.61	0.91	1.14
经营活动现金流净额	-0.20	1.21	-0.54	1.17
销售毛利率	45.91%	52.65%	53.06%	55.87%
EBITDA 利润率	-	35.51%	30.05%	32.47%
总资产回报率	-	14.91%	11.40%	20.49%
资产负债率	31.48%	25.12%	12.61%	25.35%
净债务/EBITDA	-	-1.93	-4.10	-1.60
EBITDA 利息保障倍数	-	211.24	-	-
总债务/总资本	20.64%	10.31%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	-	-37.14%	-17.12%	-38.94%
速动比率	3.48	2.75	6.02	2.81
现金短期债务比	5.53	4.21	-	-

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **抗震政策“靴子”落地，助推建筑减隔震行业发展。**2021年5月12日，李克强总理主持召开国务院常务会议，通过了《建设工程抗震管理条例（草案）》，明确新建、改扩建建设工程抗震设防达标要求及措施，规范已建成建设工程的抗震鉴定、加固和维护，加强农村建设工程抗震设防，建筑减隔震行业有望在全国范围内得到推广。
- **公司深耕建筑减隔震相关产品及服务领域，仍具备一定的技术优势。**公司自2010年1月成立以来，一直致力于隔震减震装置研发、隔震减震成套技术研究。截至2020年末，公司已经获得多项授权专利，且产品标准的多项指标高于国家标准，在行业内积累了丰富的专业技术和经验。
- **公司盈利能力仍较强，整体债务压力不大。**公司减隔震产品技术性强，整体盈利能力仍较强；总债务规模较小，且期末现金及现金等价物余额完全能够覆盖总债务。

关注

- **公司收入仍较单一，抗风险能力偏弱。**公司营业收入基本来源于建筑减隔震产品，目前行业市场规模较小，受政策及市场认可度影响较大，整体抗风险能力偏弱。
- **公司应收账款占用营运资金。**公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中，且对上述客户适当放宽了信用政策，导致应收账款余额持续增长，占用公司较多营运资金。
- **公司在建项目能否实现预期经济效益存在不确定性。**截至2021年3月末，公司在建产能较大，远高于目前的销量，未来新增产能释放、利用率及项目收益实现可能存在不及预期的风险。
- **公司原材料价格波动风险。**公司生产所需的原材料主要为钢材、橡胶等大宗商品，其价格受经济周期波动等影响较大，需持续关注其价格波动对公司盈利的影响。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年3月向不特定对象发行6年期2.85亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目。截至2021年5月1日，本期债券募集资金专项账户余额合计为1.60亿元。

三、发行主体概况

根据公司分别于2020年4月3日及2020年4月30日披露的《震安科技股份有限公司关于2019年度利润分配预案的公告》及《震安科技股份有限公司2019年年度股东大会决议公告》，公司以总股本0.80亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增8股，此次转股后，公司总股本增至1.44亿股（每股价值1元）。截至2021年3月末，公司注册资本和股本均为1.44亿元，北京华创三鑫投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“华创三鑫”）持有公司20.70%的股权，为公司第一大股东，公司实际控制人为李涛先生，通过直接及间接持股比例为29.10%。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
北京华创三鑫投资管理合伙企业（有限合伙）	2,980.66	20.70%
李涛	2,842.63	19.74%
广发信德投资管理有限公司	378.07	2.63%
北京丰实联合投资基金（有限合伙）	302.50	2.10%
交通银行股份有限公司—华安策略优选混合型证券投资基金	293.67	2.04%
华夏人寿保险股份有限公司—自有资金	274.77	1.91%
华夏基金管理有限公司—社保基金四二二组合	267.81	1.86%
中国银行股份有限公司—华安优势企业混合型证券投资基金	262.13	1.82%
中国银行股份有限公司—华夏行业精选混合型证券投资基金（LOF）	211.21	1.47%
上海盘京投资管理中（有限合伙）—盛信2期私募证券投资基金	166.84	1.16%
合计	7,980.29	55.43%

注：股东华创三鑫及李涛先生持有的公司股份均为有限售条件的股份。

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年公司新设立1家子公司，具体如表2所示，2021年1-3月公司合并报表范围子公司未发生变化。截至2021年3月末，纳入公司合并财务报表范围的子公司共4家，具体如附录四所示。

表2 2020年公司新增纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
北京震安减震科技有限公司	100%	1,000	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	设立

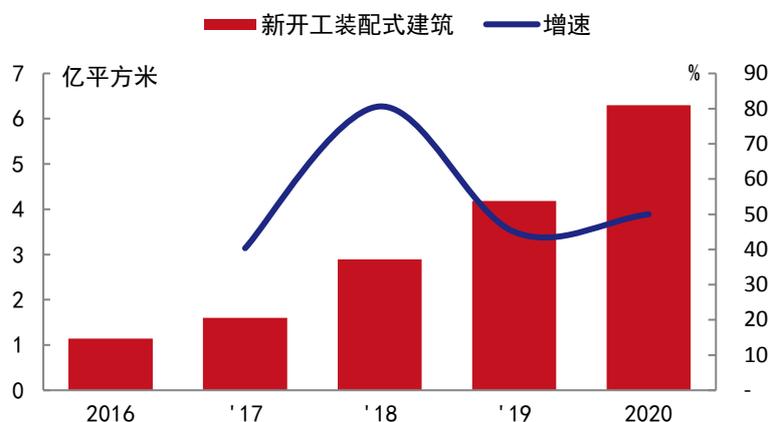
资料来源：公司提供

四、运营环境

我国建筑减隔震行业市场规模仍较小，随着国家对抗震的不断重视及对减隔震技术的认可与推广，政策有望进一步推动行业发展

我国建筑减隔震行业市场规模仍较小，伴随我国对抗震不断重视，减隔震技术被不断认可与推广。截至2019年9月末，全国累计已建成减、隔震房屋建筑工程6,918栋，较2018年末增长8.91%，市场规模仍较小，其中云南省累计建成减隔震房屋建筑数量占到全国累计建成减隔震建筑数量的比重为54.24%，仍处于全国最高水平。随着地震灾害的发生及对人民生命财产造成的损失增多，我国对防震抗震愈发重视，日益认可建筑减隔震相关技术对防震抗震的效果，并不断出台一系列政策及文件推广该技术。目前，我国要求位于抗震设防烈度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建筑采用减隔震技术。此外，2021年4月27日，住房和城乡建设部批准《建筑隔震设计标准》为国家标准，该标准适用于抗震设防烈度6度及以上地区的建筑物的隔震设计及既有建筑的隔震加固设计，进一步为建筑隔震设计提供了技术指南。

抗震政策“靴子”落地，有望推动建筑减隔震行业发展。2021年5月12日，李克强总理主持召开国务院常务会议，通过了《建设工程抗震管理条例（草案）》，明确新建、改扩建建设工程抗震设防达标要求及措施，规范已建成建设工程的抗震鉴定、加固和维护，加强农村建设工程抗震设防。此外，2020年9月，住房和城乡建设部等发布了《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》，进一步推广装配式建筑，而装配式建筑与减隔震配合使用，能有效弥补其节点薄弱的问题。2020年全国31个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团新开工装配式建筑共计6.3亿平方米，较2019年增长50%，占新建建筑面积的比例约为20.5%。伴随装配式建筑的不断发展，有望给减隔震行业带来一定的发展空间。

图 1 2020 年我国新开工装配式建筑进一步发展


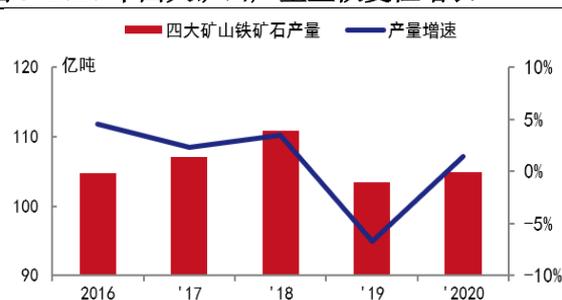
资料来源：住建局，中证鹏元整理

2021 年铁矿石价格难以大幅回落，供需紧平衡下废钢价格将有所上涨，全年钢价将稳中有升，给减隔震行业企业带来一定成本管控压力

中证鹏元预计 2021 年铁矿全年价格难以大幅回落，均价将有所上涨。2020 年铁矿石价格走势已背离正常的供需关系，更多的是受到新冠疫苗推出后疫情有望受控的“通胀预期”，以及宽裕的流动性和资本力量主导。短期来看，在全球经济复苏预期下，需求端支撑动力较足，而四大矿山产量仍处于恢复性增长阶段，预计上半年供需矛盾仍相对较大，且短期内，全球仍处于量化宽松环境，铁矿价格回调力度及时间有待观察，预计铁矿石价格难以大幅回落，前期的高价位将带动全年铁矿均价有所上涨，钢企的成本控制压力加大。

图 2 2020 年铁矿石价格又创新高


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 2020 年四大矿山产量呈恢复性增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计 2021 年废钢供需紧平衡将延续，价格仍有上行空间。废钢主要来源于社会采购和自产废钢，是炼钢的另一大原材料来源，近年来废钢比在 20% 左右，供给相对较为稳定。2020 年国内疫情防控得当，钢材需求超预期，供需紧平衡下 2020 年废钢价格连创新高。中长期来看，废钢利用可显著降低二氧化碳和“三废”的排放，有助于碳达峰目标实现，且《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》要求 2035 年废钢比力争达到 30%，废钢战略地位不断提升。短期来看，随着置换投产的电炉产能增加和碳减排驱动下，将推动钢企加大废钢采购量，但 2020 年发布的《再生钢铁原料》

短期内带来的废钢进口增量有限，预计 2021 年废钢供应仍将延续偏紧态势，废钢价格仍有上行空间。

中证鹏元认为 2021 年钢价将稳中上涨，给减隔震行业企业带来一定成本管控压力。纵观 2021 年全年，钢材需求将稳中有增，而产能产量双控带来的供给收缩将导致供需错配，钢价上涨动力较足，但当前库存高于往年同期，将发挥“蓄水池”作用，从而抑制钢价的快速上涨。总体上，中证鹏元认为 2021 年钢价将稳中上涨，给减隔震行业企业带来一定成本管控压力。

图 4 钢铁行业由被动去库进入主动补库，供需弱平衡



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事建筑隔震橡胶支座的研发、生产、销售，并提供隔震咨询，隔震设计，隔震橡胶支座安装指导、更换、维护等相关技术服务，是国内领先的建筑隔震整体解决方案供应商。其中，隔震产品主要为隔震支座，减震产品主要为消能阻尼器。2020年及2021年1-3月隔震支座和消能阻尼器销售收入合计占同期营业收入的比重分别为98.55%和99.15%，毛利率分别为52.62%和45.78%，为公司收入和利润的主要来源。受益于公司积极开拓市场，承接的乌鲁木齐国际机场北区改扩建工程项目、唐山LNG项目接收站一阶段工程项目等大型项目确认收入，2020年公司营业收入同比增长49.15%，毛利率略有下降，主要系当年公司将原列入销售费用的运输费和检测费计入营业成本造成营业成本增加，若与上年同口径计算，2020年公司隔震支座、消能阻尼器毛利率分别为56.30%、57.46%，较上年同期毛利率分别提升1.13个百分点、2.71个百分点。此外，公司还获得弹性滑移支座、公路桥梁支座等产品的销售收入，但规模较小。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
分行业：						
隔震产品生产	11,679.25	44.60%	44,904.82	52.38%	27,755.65	55.14%

减震产品生产	3,427.39	50.00%	13,094.09	53.52%	9,349.46	54.75%
其他业务收入	28.29	91.81%	50.18	67.43%	1,814.20	12.51%
分产品:						
隔震支座	11,579.21	44.53%	44,114.58	52.35%	27,433.96	55.17%
消能阻尼器	3,427.39	50.00%	13,094.09	53.52%	9,349.46	54.75%
弹性滑移支座	83.33	54.22%	323.40	100.00%	295.59	53.06%
公路桥梁支座	1.11	-28.81%	268.14	12.52%	0.00	-
其他产品	15.60	49.62%	198.70	87.41%	26.11	44.34%
其他业务收入	28.29	91.81%	50.18	67.43%	1,814.20	12.51%
合计	15,134.92	45.91%	58,049.09	52.65%	38,919.32	53.06%

注：上表中各数据之和与合计数存在略微的差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供

公司深耕建筑减隔震相关产品及服务领域，参与多项行业标准的制定，仍具备一定的技术优势

公司自2010年1月成立以来，一直致力于隔震减震装置研发、隔震减震成套技术研究。截至本报告出具日，公司获得工信部高精特新“小巨人”企业、工信部制造业单项冠军示范企业、住建部装配式建筑产业基地、云南省减隔震技术研发示范基地等称号。专利方面，截至2020年末，公司已经获得授权专利74余件，其中发明专利19件，外观设计专利3件，实用新型专利52件。截至2021年3月末，公司主要研发的项目有旋转型系列摩擦阻尼器研发、新型摩擦摆隔震支座研发、高疲劳软钢阻尼器开发等10项。

公司成立了院士工作站——周福霖工作站，系行业内唯一的院士工作站，拥有国内橡胶、高分子材料、化学、机械加工、工程结构方面的诸多技术人员、研发人员，并且能够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。此外，公司还与新西兰皇家科学研究院、中国建筑科学研究院、南京工业大学等多家单位在不同领域上有密切的合作。为提高核心竞争力，公司继续推进研发项目进度，加大了隔震产品性能提升、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，截至2020年末，公司研发人员较上年末增加90个人，2020年研发投入金额同比增长38.68%。

表4 公司研发投入情况

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
研发人员数量（人）	133	133	43
研发人员数量占比	24.58%	25.43%	9.62%
研发投入金额（万元）	261.80	1,831.96	1,321.02
研发投入占营业收入比例	1.73%	3.16%	3.39%

资料来源：公司提供

公司积累了丰富的专业技术及行业经验，主编及参编多项地方标准。截至2020年末，公司主编及参编的减隔震技术标准共29部，具体来看，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，编号DBJ53/T—47—2020）、《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，DBJ53/T—48—2020号）等。此外，公司还在参编建筑

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。

公司业务由云南省走向全国，受益于政策落地及全国范围推广，公司营业收入增速加快，客户集中度上升

公司业务区域仍主要集中在云南省，该省是我国地震发生最多的省份之一，对建筑抗震设计有较高要求，同时地方政府也在政策方面给予了大力支持，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障。此外，云南省是天然橡胶的产出大省，为公司获得较低成本原材料提供条件。

随着减隔震技术在全国范围内的推广和应用，全国各省市陆续支持相关建筑强制或优先使用减隔震技术，建筑减隔震产品市场需求增长。公司加大拓展云南省外市场力度，在北京、天津、山东等多个地区设立了办事处。伴随云南省外市场的不断拓展，公司所承接的天津LNG、烟台LNG及乌鲁木齐机场确认大额收入，使得2021年一季度云南省外收入占比大幅提升，但毛利率减弱，主要原因为云南省外产品标准存在差异，产品销售价格低，市场竞争激烈，加之钢材价格上涨等。

表5 公司营业收入区域情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月			2020年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
云南省内	5,644.14	37.29%	52.97%	37,500.82	64.60%	52.25%	23,527.74	60.45%	57.02%
云南省外	9,462.49	62.52%	41.57%	20,498.09	35.31%	53.34%	13,577.37	34.89%	51.61%
其他业务	28.29	0.19%	91.81%	50.18	0.09%	67.43%	1,814.20	4.66%	12.51%
合计	15,134.92	100.00%	45.91%	58,049.09	100.00%	52.65%	38,919.32	100.00%	53.06%

资料来源：公司提供

公司主要产品为隔震支座和消能阻尼器，以直销为主，产品主要应用于学校、医院、商住地产、除学校医院以外的公共建筑、保障性住房等领域的建筑物，经营产品相对单一。目前全国只有云南、甘肃、山东等省市对学校、医院等有建筑物强制或优先使用隔震技术的要求，随着国家对抗震防灾工作的重视以及建筑减隔震技术及产品推广应用政策的实施，建筑减隔震行业发展总体呈上升趋势。公司下游客户主要为建设项目的施工方及少量业主方，销售易受国家经济周期波动、调控政策以及国家或地方基础设施建设力度影响。受益于国家基础设施投资力度的加大，与公司业务相关的学校、医院、机场、LNG储罐等领域的投资有所增加，2020年公司减隔震产品的销量、产量及库存量同比均有所增长。2020年及2021年一季度公司隔震产品产销率有所波动，主要原因为疫情冲击导致基建行业恢复缓慢，2020年部分隔震产品在2021年一季度进行销售。随着公司加大对减震产品市场的拓展力度，2020年减震产品产销率较上年有所增长。

表6 公司产品产、销量情况（单位：套）

主营产品分类	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
隔震产品	销售量	5,612	29,818	23,231
	生产量	5,129	32,436	23,523

减震产品	库存量	8,857	9,340	6,722
	产销率	109.42%	91.93%	98.76%
	销售量	2,373	12,699	9,186
	生产量	2,506	12,873	11,436
	库存量	4,921	4,788	4,614
	产销率	94.69%	98.65%	80.33%

资料来源：公司提供

受益于公司产品技术性强，有一定的定价权，公司产品价格通过考虑生产成本、加合理利润空间，并结合市场竞争情况综合制定出市场指导价。在实际操作中，根据市场需求、项目规模及所在地区、与客户关系、客户信誉等因素按照权限给予一定折扣。2020年公司产品在云南省内销售量较多，平均销售单价较上年相对较高。收款方面，公司结合建筑行业的特点，设置了按供货进度分步收款的政策，同时为应对行业景气度及竞争形势的变化，针对合同金额较大的重点客户，公司在经过相应的审批程序后可执行单独的信用政策。根据新的会计准则，自2020年1月1日起，预收款项调至合同负债列式，2020年末公司合同负债（预收货款）合计0.24亿元。截至2021年4月末，公司在手订单金额合计4.27亿元（含税）。

表7 公司产品平均单价（单位：元/套）

主营产品分类	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
隔震产品	400型隔震支座	4,483.30	4,528.23	4,562.51
	500型隔震支座	7,193.78	6,674.45	6,333.02
	600型隔震支座	9,428.107	8,431.75	8,386.14
	700型隔震支座	15,740.33	16,372.41	15,722.69
	800型隔震支座	18,693.29	20,217.83	20,888.25
	900型隔震支座	21,899.49	30,033.08	26,077.33
	1000型隔震支座	32,165.40	43,017.12	38,446.92
减震产品	粘滞阻尼器	15,976.65	19,101.47	17,579.81
	软钢阻尼器	8,294.55	5,785.72	5,534.72
	屈曲约束耗能支撑	18,699.26	11,513.86	10,002.60
	摩擦型阻尼器	7,247.26	6,277.53	9,651.05

注：减震产品各产品均有数千种规格型号，产品差异较大，此处的平均单价仅为收入与数量的比值，不能代表真实的销售价格变动情况。

资料来源：公司提供

从客户分布来看，公司前五大客户销售收入占同期营业收入的比重快速提升，2021年1-3月达65.16%，客户集中度大幅提升，主要系公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中所致。大客户议价能力强，公司对大客户也适当放宽了信用政策，进而导致应收账款回收周期较长，2020年应收账款周转天数为207.20天。

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户名称	金额	占营业收入的比重
----	------	----	----------

2021年1-3月	中国建筑集团有限公司	2,691.81	17.79%
	海洋石油工程股份有限公司	2,573.52	17.00%
	中国天辰工程有限公司	2,097.08	13.86%
	宁波轨道交通绿城钱湖置业有限公司	1,340.02	8.85%
	云南省建设投资控股集团有限公司	1,159.87	7.66%
	合计	9,862.31	65.16%
2020年	中国建筑集团有限公司	15,549.76	26.79%
	中国铁路工程集团有限公司	6,125.51	10.55%
	海洋石油工程股份有限公司	4,839.81	8.34%
	云南省建设投资控股集团有限公司	4,141.73	7.13%
	湖南建工集团有限公司	846.88	1.46%
	合计	31,503.68	54.27%
2019年	云南省建设投资控股集团有限公司	4,135.80	10.63%
	西昌月亮之上旅游发展有限公司	2,045.90	5.26%
	北京城建集团有限责任公司	1,720.67	4.42%
	中国华西企业股份有限公司	950.31	2.44%
	中国建筑一局(集团)有限公司	877.82	2.26%
	合计	9,730.50	25.01%

资料来源：公司提供

公司采用以销定产模式生产，部分通用性和可替代性较强、技术含量较低的加工过程通过委外生产，目前为扩充产能在建项目投资规模较大，但未来能否实现预期经济效益存在不确定性

公司现有生产基地位于昆明市，主要采用以销定产，并保持合理库存的模式，根据销售订单和市场需求制定生产计划，再根据实际发货需求对生产计划及时作出相应的调整或变更。公司将钢板及预埋件生产、铅芯制作等通用性和可替代性较强、技术含量较低的加工过程通过委外加工生产。

公司隔震产品和减震产品型号众多，其中隔震产品型号十余种，减震产品型号多达上百种，产品差异较大，且均为按照合同订单定制生产的产品，公司无法按照统一标准测算公司的产能情况。公司隔震橡胶支座产品因生产工艺流程基本一致，仅因型号的不同而耗用原材料和工时不同，各型号隔震支座成本与主要原材料钢材的耗用量基本呈线性关系，即产品型号越大，钢材耗费越多。伴随客户的不断拓展，2020年公司隔震和减震产品生产均大幅增长。

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。截至2021年3月末，公司主要在建生产基地共三个，计划总投资7.16亿元（预计使用IPO及本期债券募集资金合计5.96亿元），已投资2.37亿元，尚需投资4.79亿元，待项目投产后，预计可新增减隔震制品产能合计12.20万套。但需关注新增产能释放、利用率及项目收益可能存在不及预期的风险。

表9 2021年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

类型	项目	计划总投资	已投资	产能情况	计划投产时间
IPO	新建智能化减隔震制品装备制造基地项目	34,900.11	6,726.41	预计新增橡胶减隔震制品产能5万套	2021年10月
	减隔震制品生产线技术改造	6,745.37	5,660.79	预计可新增橡胶减隔震制品产能1.2万套	2021年6月
可转债	新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目	30,000.00	11,315.26	年产量约为3万套减震产品及3万套隔震产品	2021年12月
合计	-	71,645.48	23,702.46	-	-

资料来源：公司提供

公司供应商仍较稳定，原材料仍主要为钢材等大宗商品，需持续关注其价格波动对盈利的影响

公司按照“以销定采，保持合理库存”的原则采购原材料，并保持通用原材料及标准部件适当的储备量。公司生产所需的原材料主要为钢材、橡胶、铅锭、胶黏剂，该等原材料仍主要依靠外购，且钢材采购金额占比仍较大。从营业成本来看，2020年减隔震产品所需原材料、人工费用及制造费用占同期营业成本的比重分别为66.19%、8.82%及24.99%。受益于业务的不断拓展，2020年公司原材料采购金额同比增长41.03%。公司采购原材料多为大宗商品，市场供应充足，但价格多随市场波动，需持续关注其价格波动对盈利的影响。此外，公司部分产品采用外协加工，2020年及2021年1-3月公司外协加工费分别为0.31亿元和0.08亿元。

表10 主要原材料采购情况（单位：万元、元/吨、元/公斤）

项目	2021年1-3月			2020年			2019年		
	金额	均价	占比	金额	均价	占比	金额	均价	占比
钢材	2,637.52	4,506.91	72.21%	9,888.38	3,773.82	71.62%	7,294.07	3,891.81	74.51%
橡胶	383.56	13.07	10.50%	1,373.02	10.53	9.94%	859.9	10.62	8.78%
铅锭	187.93	13.52	5.15%	1,044.10	12.78	7.56%	795.32	14.58	8.12%
胶黏剂	443.45	1,604.3	12.14%	1,500.81	1,519.35	10.87%	840.12	1,727.58	8.58%
合计	3,652.46	-	100.00%	13,806.32	-	100.00%	9,789.41	-	100.00%

注：钢材、胶黏剂采购均价单位为元/吨，橡胶、铅锭采购均价单位为元/公斤。

资料来源：公司提供

公司制定了《合格供应商名录》，对于钢板、铅锭等大宗物料或金额比较大的物料、设备，采用招标、竞争性谈判等方式进行询价，根据供应商的报价进行比价和定价，综合考虑总采购成本、供应商能力、过往与该供应商的合作情况等因素，确定最终的供应商。对于橡胶的采购，为确保较高的质量，公司采取定向协议采购方式确定供应商。对于特殊材料胶黏剂的采购，公司与洛德国际贸易（上海）有限公司签订了长期战略合作协议（采购供应商为泉州市鲤城区现代制鞋材料有限公司），以协议约定价格进行采购。对于其他原材料，公司在《合格供应商名录》中选择三家以上供应商针对物料价格、交易条件、付款条件、运输要求等方面进行正式询问比较，确定最终供货商。2020年及2021年1-3月公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例分别为46.22%和55.08%。公司原材料采购主要采用预付

货款的方式进行结算。

表11 公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额（不含税）	占采购总额的比重
2021年1-3月	重庆钢铁股份有限公司	1,425.34	23.62%
	攀钢集团国际经济贸易有限公司昆明分公司	726.79	12.04%
	昆明华创机械制造有限公司	423.03	7.01%
	南阳汉冶特钢有限公司	394.60	6.54%
	泉州市鲤城区现代制鞋材料有限公司	354.28	5.87%
	合计	3,324.04	55.08%
2020年	攀钢集团国际经济贸易有限公司昆明分公司	4,110.52	14.43%
	重庆钢铁股份有限公司	3,119.90	10.96%
	南阳汉冶特钢有限公司	2,945.89	10.34%
	上海云象实业有限公司	1,519.95	5.34%
	昆明华创机械制造有限公司	1,466.12	5.15%
	合计	13,162.37	46.22%
2019年	重庆钢铁股份有限公司	2,923.16	18.28%
	攀钢集团国际经济贸易有限公司昆明分公司	2,166.83	13.55%
	南阳汉冶特钢有限公司	905.10	5.66%
	驰宏实业发展（上海）有限公司	795.32	4.97%
	昆明康乾政羽工贸有限公司	722.80	4.52%
合计	7,513.21	46.98%	

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增1家子公司，具体如表2所示，2021年1-3月公司合并范围子公司无变化。截至2021年3月末，纳入公司合并报表范围子公司共4家，具体如附录四所示。

资产结构与质量

公司资产总额继续增长，且货币资金占比仍较高，整体资产流动性较好；应收账款持续增长，对公司营运资金形成占用

受益于经营业绩的积累及外部融资增加，公司资产总额持续增长，2021年3月末较2019年末增长62.93%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.40	41.02%	5.35	36.10%	4.85	43.82%
应收账款	4.00	22.19%	3.67	24.80%	3.01	27.18%
存货	1.75	9.70%	1.76	11.86%	1.26	11.42%
流动资产合计	14.60	80.99%	11.58	78.17%	9.31	84.09%
固定资产	1.29	7.18%	1.30	8.76%	0.99	8.90%
在建工程	1.42	7.86%	1.22	8.25%	0.26	2.34%
非流动资产合计	3.43	19.01%	3.23	21.83%	1.76	15.91%
资产总计	18.03	100.00%	14.82	100.00%	11.07	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

得益于本期债券的发行，2021年3月末公司货币资金较2020年末增长38.31%，期末使用受限货币资金合计0.34亿元，系银行承兑汇票保证金和保函保证金。公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中，且对上述客户适当放宽了信用政策，导致应收款账面价值持续增长，占用公司营运资金。存货主要包括库存商品、原材料、半成品，得益于公司不断拓展客户，在手订单增加，以及在“以销定产，并保持合理库存的模式”下，公司备货增加，2020年末存货同比增长38.94%。

固定资产主要为公司生产减隔震产品所需的房屋建筑物及机器设备等，随着云投中心办公楼21层、组合模及硫化机转固定资产，2020年末公司固定资产同比增长31.76%。截至2020年末，公司固定资产中尚未办妥产权证的资产账目价值合计0.56亿元，系2020年转固的云投中心办公楼。在建工程主要系生产减隔震产品的生产基地，伴随项目建设资金不断投入，在建工程账面价值持续增长，未来随着生产基地的完工投产，能给公司贡献一定产能。

盈利能力

得益于业务的不断拓展，2020年公司营业收入有所增长，且盈利能力仍较强，但销售费用对利润具有一定侵蚀，政府补助对利润具有一定补充

公司主要经营减隔震产品，产品来源相对单一，目前建筑减隔震产品在国内处于推广期，市场需求较小，因此公司整体经营规模不大。受益于公司积极开拓市场，承接的乌鲁木齐国际机场北区改扩建工程项目、唐山LNG项目接收站一阶段工程项目等大型项目确认收入，2020年公司营业收入同比增长49.15%，拉动营业利润及净利润分别同比增长64.49%和77.14%。2020年公司销售毛利率略有下降，主要系当年公司将原列入销售费用的运输费和检测费计入营业成本所致，但仍处于较高水平，整体盈利能力仍较强。

2020年公司获得政府拨付的财政补贴合计0.21亿元，同比增长68.60%，占同期利润总额的11.11%。伴随市场推广力度的加大，2020年公司销售费用同比增长22.31%，占同期营业收入的13.41%，对盈利

具有一定侵蚀。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）

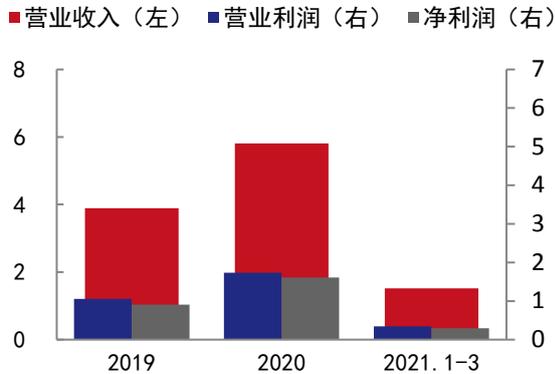
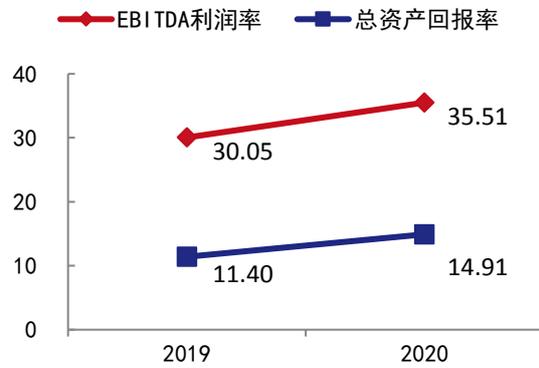


图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量表现一般，产能扩张尚需一定资金

2020 年公司对部分抗风险能力弱的客户收紧了信用政策及加大了款项催收力度等，使得销售回款增加，且收到政府补助资金增加等，当年经营活动现金流量表现为净流入。2021 年一季度，公司开始与大型地产开发企业建立了合作，对其适当放宽了信用政策，延长了应收账款的回款周期，2021 年 1-3 月经营活动现金流量表现为净流出。公司为扩充产能，不断投资新建生产基地，2020 年及 2021 年 1-3 月投资活动现金流量仍表现为净流出。2021 年 3 月本期债券发行，募集资金 2.85 亿元，使得 2021 年 1-3 月筹资活动现金流量大额净流入。截至 2020 年末，公司主要在建产能计划总投资 7.16 亿元（83.17% 源自募集资金），尚需投资 4.79 亿元，面临一定资金需求。

图 7 公司现金流结构

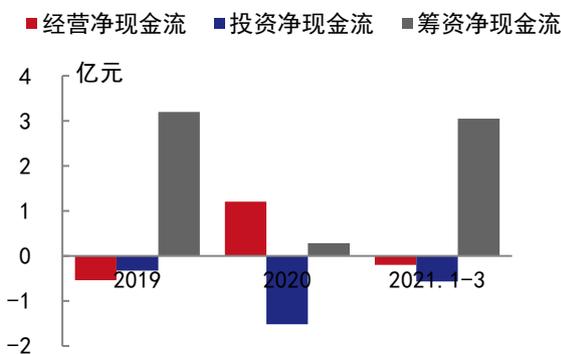
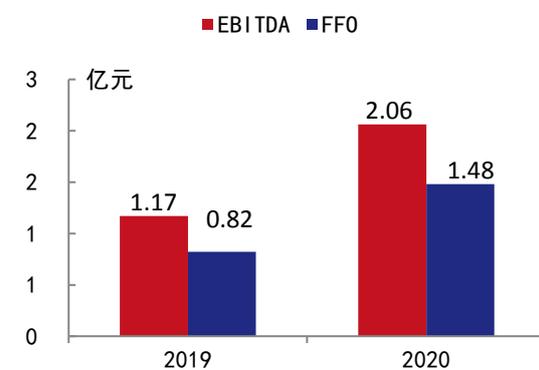


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模整体有所增长，但债务压力不大

跟踪期内，得益于经营业绩的积累，公司所有者权益继续增长，产权比率持续增长，但整体处于较低水平，所有者权益对负债的覆盖程度仍较强。

图9 公司资本结构

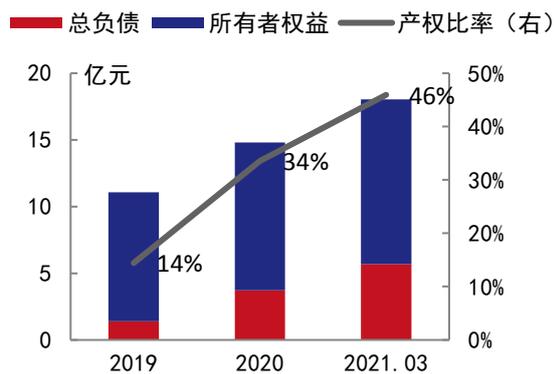
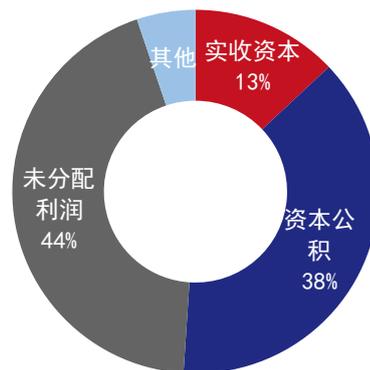


图10 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以流动负债为主。公司短期借款主要为信用借款，主要用于购买原材料等经营活动。应付票据系银行承兑汇票，无需支付利息；应付账款主要系材料等采购款及工程款。根据新的会计准则，自2020年1月1日起，预收款项调至合同负债列式，系预收货款。应交税费主要系应交企业所得税，伴随经营业绩的增长，2020年末应交税费同比增长146.72%。为开拓市场，公司市场推广费用增加，导致2020年末其他应付款同比增长49.40%。应付债券系本期债券，发行期限为6年，2021年5月末票面利率为0.50%。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.72	12.60%	0.48	12.79%	0.00	0.00%
应付票据	0.66	11.70%	0.80	21.48%	0.00	0.00%
应付账款	0.64	11.32%	0.73	19.73%	0.48	34.40%
合同负债	0.19	3.36%	0.24	6.38%	0.00	0.00%
应交税费	0.48	8.45%	0.36	9.66%	0.15	10.45%
其他应付款	0.60	10.59%	0.54	14.64%	0.36	26.13%
流动负债合计	3.70	65.15%	3.57	96.02%	1.34	95.70%
应付债券	1.83	32.30%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1.98	34.85%	0.15	3.98%	0.06	4.30%

负债合计	5.68	100.00%	3.72	100.00%	1.40	100.00%
------	------	---------	------	---------	------	---------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司总债务大幅增长，2021年3月末为3.21亿元，占总负债的56.60%，主要为长期债务，其中短期债务为1.38亿元，期末现金及现金等价物余额为7.06亿元，债务压力不大。

图 11 公司债务占负债比重

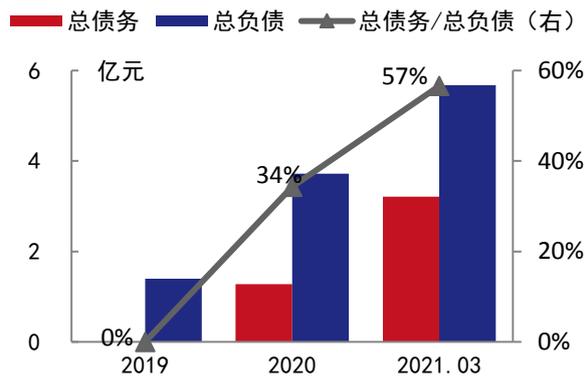
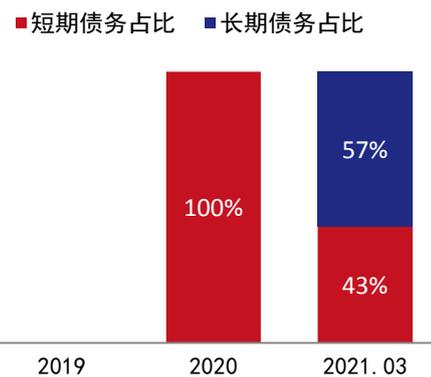


图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

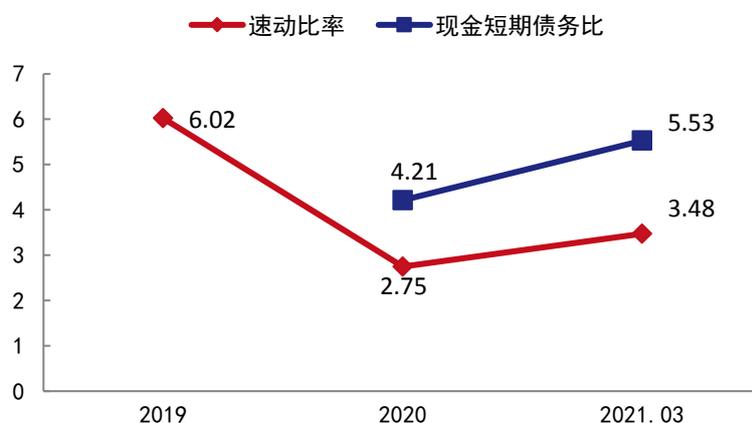
从偿债能力指标来看，公司资产负债率持续增长，但仍处于较低水平。2020年末公司净债务/EBITDA 仍为负值，EBITDA 利息保障倍数较高，债务压力不大。

表 14 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	31.48%	25.12%	12.61%
净债务/EBITDA	-	-1.93	-4.10
EBITDA 利息保障倍数	-	211.24	-
总债务/总资本	20.64%	10.31%	0.00%
FFO/净债务	-	-37.14%	-17.12%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司资产以货币资金等流动资产为主，速动比率仍处于较高水平，资产流动性较强。公司现金短期债务比仍较高，实际短期偿债能力很强。公司为创业板上市公司，资本市场融资渠道通畅，且2020年末银行可用授信额度为4.87亿元，具备一定的融资弹性。

图 13 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

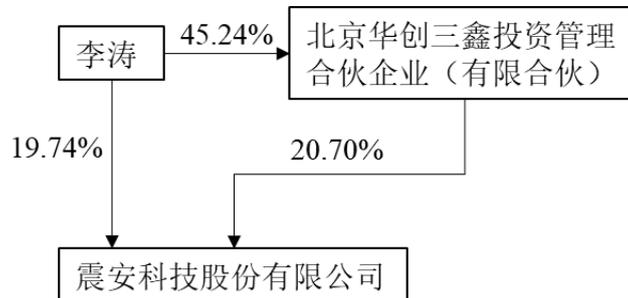
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.40	5.35	4.85	2.52
应收账款	4.00	3.67	3.01	2.33
流动资产合计	14.60	11.58	9.31	5.98
非流动资产合计	3.43	3.23	1.76	1.53
资产总计	18.03	14.82	11.07	7.51
短期借款	0.72	0.48	0.00	0.00
应付票据	0.66	0.80	0.00	0.00
应付账款	0.64	0.73	0.48	0.60
其他应付款	0.60	0.54	0.36	0.32
流动负债合计	3.70	3.57	1.34	1.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1.83	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1.98	0.15	0.06	0.00
负债合计	5.68	3.72	1.40	0.09
总债务	3.21	1.28	0.00	1.90
归属于母公司的所有者权益	12.35	11.09	9.67	0.00
营业收入	1.51	5.80	3.89	4.59
净利润	0.30	1.61	0.91	1.14
经营活动产生的现金流量净额	-0.20	1.21	-0.54	1.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.57	-1.52	-0.33	-0.79
筹资活动产生的现金流量净额	3.05	0.28	3.20	0.00
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	45.91%	52.65%	53.06%	55.87%
EBITDA 利润率	-	35.51%	30.05%	32.47%
总资产回报率	-	14.91%	11.40%	20.49%
产权比率	45.95%	33.55%	14.43%	33.96%
资产负债率	31.48%	25.12%	12.61%	25.35%
净债务/EBITDA	-	-1.93	-4.10	-1.60
EBITDA 利息保障倍数	-	211.24	-	-
总债务/总资本	20.64%	10.31%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	-	-37.14%	-17.12%	-38.94%
速动比率	3.48	2.75	6.02	2.81
现金短期债务比	5.53	4.21	-	-

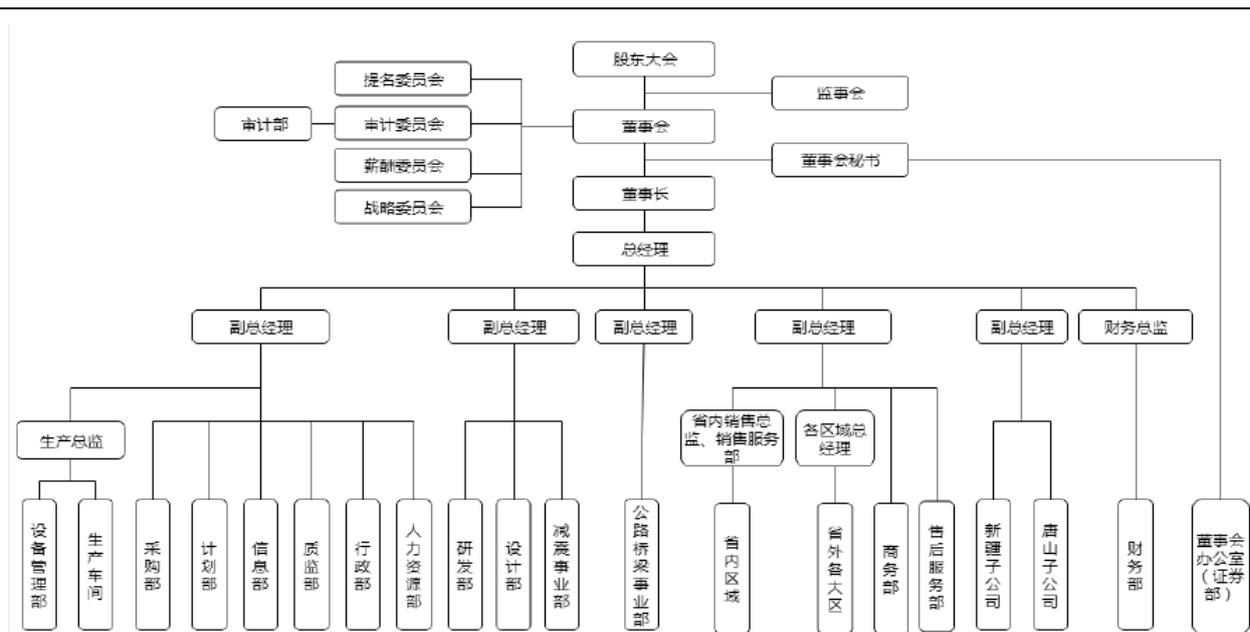
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
震安科技新疆有限公司	10,000	100%	其他橡胶制品、砼结构构件、金属结构、建筑等的制造等	设立
河北震安减隔震技术有限公司	5,000	100%	建筑减隔震产品的研发、生产、销售等	设立
北京震安减震科技有限公司	1,000	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	设立
云南震安建筑设计有限公司	100	100%	建筑工程设计、咨询；工程监理等	设立

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。