

投资评级 优于大市 首次覆盖

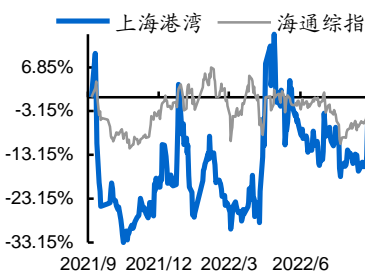
国际软地基处理龙头，技术实力领先

股票数据

09月09日收盘价(元)	21.03
52周股价波动(元)	13.20-23.98
总股本/流通A股(百万股)	173/43
总市值/流通市值(百万元)	3633/908

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	25.3	23.4	11.2
相对涨幅(%)	26.8	30.9	13.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张欣劼

Tel: 18515295560

Email: zxj12156@htsec.com

证书: S0850518020001

联系人: 曹有成

Tel: 18901961523

Email: cyc13555@htsec.com

联系人: 郭好格

Tel: 13718567611

Email: ghg14711@htsec.com

投资要点:

- 自主研发技术领先，致力于打造成国际软地基处理行业的龙头企业。** 公司为全球客户提供集勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务，主要包括地基处理、桩基工程等业务。公司工程业绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区，涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、石油化工、国防工程、围海造地等领域。是一家拥有海外22家分支机构的跨国集团。**公司自主研发的“高真空”系列造地技术，比常规方法造价节省、工期节省、质量可控、特别是不用添加水泥、碎石等添加剂，有绿色环保方面的优势。**完成了印尼雅万高铁、上海浦东机场、新加坡樟宜机场、迪拜世界岛等一百余项重大项目。2021年公司实现营业收入7.35亿元，其中地基处理、桩基工程和其他业务分别占比82.98%、15.42%和1.60%，**境外业务和境内业务分别占比73.78%和25.26%。**
- 积极开拓海外市场，境外业务快速发展。** 2021年公司合同产生的收入分经营地区看，中国、东南亚地区、南亚地区、中东地区分别占比25.46%、57.07%、3.88%、13.59%，东南亚市场已成为公司最大和最稳定的收入来源，并且已取得行业领先地位。根据《2021年“一带一路”国家基础设施发展指数报告》，得益于旺盛的建设需求、友好的发展环境、较强的投资吸引力和成本优势，**东南亚地区基础设施发展指数保持第一，指数得分125。**我们认为随着国外疫情防控地逐步放开，公司主要目标市场和区域的投资有望得到快速恢复。
- 技术实力领先，主编国家标准。** 公司创始人、董事长为中国软土地基改良技术委员会主任、中国发明协会副理事长。公司主编《吹填土地基处理技术规范》国家标准，参编《海岸软土地基堤坝工程技术规范》等国家标准，并正在参与印尼地基处理国家标准的制定。
- 现金流情况良好，财务报表健康，新签订单情况良好。** 公司2022H1营收4.10亿元，同增2.42%；归母净利润1.13亿元，同增125.62%；扣非归母净利润1.10亿元，同增124.12%。公司2022H1净利率同增15个百分点至27.46%。2022H1资产负债率同减12.16个百分点至15.79%。经营现金流净流入1.42亿元，流入同比增加0.8亿元，其中收现比同减1.26个百分点至116.36%，付现比同减3.93个百分点至109.72%。2022H1公司累计新签项目21个，其中境内项目5个，境外项目16个，项目金额合计约5.17亿元，在手订单充足。
- 盈利预测与评级。** 公司为一体化跨国经营岩土工程综合服务提供商，地基处理技术实力雄厚。我们预计公司22-23年EPS分别为1.28元和1.52元，给予22年20-22倍市盈率，合理价值区间25.6-28.16元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。**风险提示。** 回款风险，政策风险，经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	792	735	1018	1370	1652
(+/-)YoY(%)	-21.2%	-7.3%	38.6%	34.5%	20.6%
净利润(百万元)	108	61	221	263	317
(+/-)YoY(%)	-25.5%	-43.4%	260.5%	19.0%	20.5%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.36	1.28	1.52	1.84
毛利率(%)	33.3%	30.2%	41.9%	37.1%	37.1%
净资产收益率(%)	12.8%	4.4%	13.6%	13.9%	14.4%

资料来源: 公司年报(2020、2021), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000928.SZ	中钢国际	81.73	0.51	0.61	0.69	18.36	10.44	9.22
002051.SZ	中工国际	115.08	0.23	0.29	0.32	31.33	32.06	28.95
均值			0.37	0.45	0.51	24.85	21.25	19.09

注: 收盘价为 2022 年 09 月 09 日价格, EPS 为 wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

1、公司境外业务占比较大, 随着国外疫情防控地逐步放开, 我们预计公司地基处理业务将持续增长, 2022、2023、2024 年营收分别增长 40%、35%、20%, 毛利率分别为 47%、41%、41%;

2、随着国外疫情防控地逐步放开, 我们预计公司桩基工程业务将持续增长, 2022、2023、2024 年营收分别增长 30%、30%、20%, 毛利率分别为 13%、14%、14%;

3、我们预计公司其他业务受疫情影响减弱后, 将实现较为平稳增长, 2022、2023、2024 年营收分别增长 50%、50%、50%, 毛利率保持稳定在 36%。

表2 分项业务预测表 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
地基处理					
主营业务收入	670.82	609.52	853.32	1151.99	1382.38
增长率	-24.45%	-9.14%	40.00%	35.00%	20.00%
主营业务成本	420.14	406.01	452.26	679.67	815.61
主营业务利润	250.68	203.50	401.06	472.31	566.78
毛利率	37.37%	33.39%	47.00%	41.00%	41.00%
桩基工程					
主营业务收入	115.38	113.25	147.23	191.39	229.67
增长率	23.26%	-1.85%	30.00%	30.00%	20.00%
主营业务成本	103.25	98.88	128.09	164.60	197.52
主营业务利润	12.14	14.37	19.14	26.80	32.15
毛利率	10.52%	12.69%	13.00%	14.00%	14.00%
其他业务					
主营业务收入	2.89	11.75	17.63	26.44	39.66
增长率	136.86%	307.06%	50.00%	50.00%	50.00%
主营业务成本	1.61	7.55	11.28	16.92	25.38
主营业务利润	1.28	4.20	6.35	9.52	14.28
毛利率	44.30%	35.74%	36.00%	36.00%	36.00%
其他主营业务					
主营业务收入	2.97				
增长率	-87.06%				
主营业务成本	3.01				
主营业务利润	-0.04				
毛利率	-1.20%				
营业收入合计	792.06	734.52	1018.18	1369.82	1651.72
综合增长率	-21.24%	-7.27%	38.62%	34.54%	20.58%
营业成本合计	528.00	512.45	591.63	861.19	1038.51
综合毛利率	33.34%	30.23%	41.89%	37.13%	37.13%

资料来源: 公司年报 (2020、2021), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	735	1018	1370	1652
每股收益	0.36	1.28	1.52	1.84	营业成本	512	592	861	1039
每股净资产	8.13	9.41	10.93	12.77	毛利率%	30.2%	41.9%	37.1%	37.1%
每股经营现金流	0.45	0.91	0.89	1.53	营业税金及附加	1	2	2	3
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	6	8	10	12
P/E	59.22	16.43	13.81	11.46	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
P/B	2.59	2.23	1.92	1.65	管理费用	114	137	164	198
P/S	4.95	3.57	2.65	2.20	管理费用率%	15.6%	13.5%	12.0%	12.0%
EV/EBITDA	15.77	9.24	7.66	5.98	EBIT	90	265	315	380
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2	-11	-13	-15
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	-1.1%	-1.0%	-0.9%
毛利率	30.2%	41.9%	37.1%	37.1%	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
净利润率	8.4%	21.7%	19.2%	19.2%	投资收益	1	1	1	2
净资产收益率	4.4%	13.6%	13.9%	14.4%	营业利润	86	276	328	395
资产回报率	3.7%	11.0%	11.0%	11.5%	营业外收支	1	1	1	2
投资回报率	4.5%	12.8%	13.1%	13.6%	利润总额	87	276	329	396
盈利增长 (%)					EBITDA	136	316	369	436
营业收入增长率	-7.3%	38.6%	34.5%	20.6%	所得税	25	55	66	79
EBIT 增长率	-40.4%	195.1%	18.7%	20.5%	有效所得税率%	29.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-43.4%	260.5%	19.0%	20.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	61	221	263	317
资产负债率	15.8%	18.8%	21.4%	20.3%					
流动比率	5.84	4.91	4.36	4.69	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	4.65	3.94	3.29	3.63	货币资金	639	740	843	1062
现金比率	2.71	2.14	1.75	2.01	应收账款及应收票据	325	487	606	713
经营效率指标					存货	71	49	125	85
应收账款周转天数	164.64	140.00	140.00	140.00	其它流动资产	341	426	528	612
存货周转天数	37.07	37.07	37.07	37.07	流动资产合计	1377	1702	2102	2472
总资产周转率	0.52	0.56	0.62	0.64	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.25	4.32	5.74	7.05	固定资产	232	239	238	230
					在建工程	0	1	1	2
					无形资产	1	1	1	2
					非流动资产合计	290	300	301	295
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1667	2002	2403	2767
净利润	61	221	263	317	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	177	273	382	408
非现金支出	49	53	56	58	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	5	-1	-2	-3	其它流动负债	59	73	100	119
营运资金变动	-37	-116	-164	-108	流动负债合计	236	346	482	527
经营活动现金流	78	157	153	265	长期借款	1	1	2	2
资产	-73	-41	-36	-30	其它长期负债	27	29	31	32
投资	-122	-16	-16	-16	非流动负债合计	27	30	32	34
其他	1	0	0	1	负债总计	263	376	514	561
投资活动现金流	-195	-58	-51	-46	实收资本	173	173	173	173
债权募资	-18	3	3	2	归属于母公司所有者权益	1405	1626	1889	2206
股权募资	552	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-32	-1	-1	-2	负债和所有者权益合计	1667	2002	2403	2767
融资活动现金流	501	1	1	0					
现金净流量	375	101	103	219					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中粮工科,四川路桥,中材国际,中国铁建,深圳瑞捷,中国建筑,中国中铁,中国建筑兴业,广咨国际,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,中设咨询,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。