

专注软土地基领域，业务增速可观

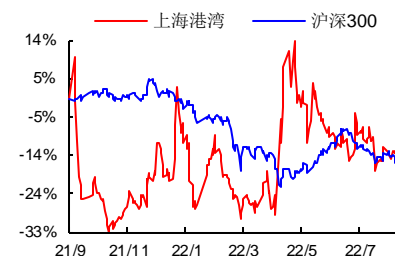
投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年中报, 2022 年上半年实现营业收入 4.1 亿元, 同比增长 2.4%, 实现归属股东净利润 1.1 亿元, 同比增长 125.6%, EPS 0.65 元。
- **受疫情影响, 海外业务收缩, 成本相应减少, 归母净利润同比大增 125.6%。** 公司 2022 年上半年实现营业收入 4.1 亿元, 同比增长 2.4%; 受疫情影响, 营业成本为 2.2 亿元, 较上年同期减少 22.4%; 实现归属于上市公司股东净利润 1.1 亿元, 同比增长 125.6%, 主要系当期项目结算以及汇率波动等因素所致。分业务来看, 地基处理业务实现营业收入 3.7 亿元, 占总体营收的 91.1%, 桩基工程业务实现营业收入 0.3 亿元, 占总体营收的 7.0%。分地区看, 境内业务实现营业收入 1.6 亿元, 占比 40.2%, 境外业务实现营收 2.5 亿元, 占比 59.9%。
- **毛利净利双升, 负债率逐年下降。** 2022 年上半年实现毛利润 1.9 亿元, 同比 +62.0%, 实现毛利率 46.5%, 净利率 27.5%, 同比分别 +17.2pp、+15.0pp。上半年公司期间费用率 15.6%, 同比 -1.2pp, 主要系汇率变化带来的汇兑损益导致财务费用率降低 2.8pp 所致。经营活动现金净流入 1.4 亿元, 同比增加 0.8 亿元, 主要受成本费用减少导致。计提资产减值损失 0.03 亿元, 信用减值转回 0.1 亿元, 增厚公司利润总额。资产负债率 15.8%, 同比 -12.2pp, 并呈逐年下降的趋势, 财务管理较为稳健。
- **海外订单逐渐恢复, 下半年公司业绩有望持续增长。** 22 年上半年公司累计新签项目 21 个, 其中境内项目 5 个, 境外项目 16 个, 金额合计约 5.2 亿元, 高于 2021 年全年新签订单金额 3.9 亿元, 主要因为随着海外市场疫苗接种比例提高, 疫情防控政策有所简化或放开, 2021 年海外业务暂时性收缩的情况有所缓解, 业务开展及订单获取正在逐步恢复, 下半年公司业绩有望持续增长。
- **攻克软地基处理难题, 业绩遍布全球。** 软地基加固技术是世界性难题, 传统方法成本高、污染大, 公司“高真空击密法”软地基加固新技术不仅解决了传统方法无法克服的难点, 而且具有节省造价 30%、缩短工期 50%、质量可控和施工环保四大优势。之后经过多年不断的研发和创新, 逐步形成了高真空击密系列技术、真空预压系列技术、振冲密实系列技术等技术体系, 拥有 8 项国际专利、36 项境内专利(其中发明专利 15 项)。2002 年之后, 公司凭借充足的技术储备、系统的设计能力、丰富的项目经验, 经过二十多年的发展, 完成境内外大中型岩土工程项目 100 余个, 包括新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、南海岛礁构筑岛屿工程、迪拜棕榈岛等, 业绩遍布全球 15 个国家, 已成长为一家跨国经营的专业岩土工程综合服务提供商。
- **以专利入股, 与当地大企业组建合资公司参与竞标。** 2009 年之后, 公司在海外发展战略由靠技术拿施工合同转向经营专利, 以专利入股, 与当地大企业组建合资公司, 参与竞标。公司接到工程单后, 收取 30% 的工程款作为专利费, 之后按照股本分享利润, 这种经营模式下, 公司只需制定技术方案, 派代表监督施工即可。目前, 公司已在 20 多个国家申请专利, 2021 年承接境外项目 27 个, 海外市场占比 80% 以上。

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
执业证号: S1250517090004
电话: 021-58351883
邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.73
流通 A 股(亿股)	0.43
52 周内股价区间(元)	13.35-22.85
总市值(亿元)	28.93
总资产(亿元)	17.76
每股净资产(元)	8.32

相关研究



- **节省大量砂石成本，助力公司海外扩张计划。**全球砂石消费量已经高达每年 500 亿吨，开采速度远远超过其自然更新的速度，此外，运输成本使得砂石的流通半径有限，区域缺砂的现象依旧严峻，全球砂荒问题已开始凸显。砂石需求高企，全球砂子均价近 8 美元/吨，未来将大幅上涨。公司正在积极推进全球扩张计划，其专利技术能节省大量水泥、石料等建筑材料，创造巨大经济效益，将受到全球市场青睐，助力公司海外扩张计划。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.6 亿元、1.8 亿元、2.0 亿元，对应 PE 分别为 18、17、15 倍。上海港湾主要从事软土地基业务，其加固技术在全球具有垄断地位，给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价位 23.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**境外经济环境变化风险、疫情反复风险、基建投资不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	734.52	1058.03	1353.88	1556.96
增长率	-7.27%	44.04%	27.96%	15.00%
归属母公司净利润（百万元）	61.34	160.09	175.32	199.23
增长率	-43.41%	160.99%	9.51%	13.64%
每股收益 EPS（元）	0.36	0.93	1.01	1.15
净资产收益率 ROE	4.37%	9.93%	9.89%	10.18%
PE	47	18	17	15
PB	2.06	1.80	1.63	1.48

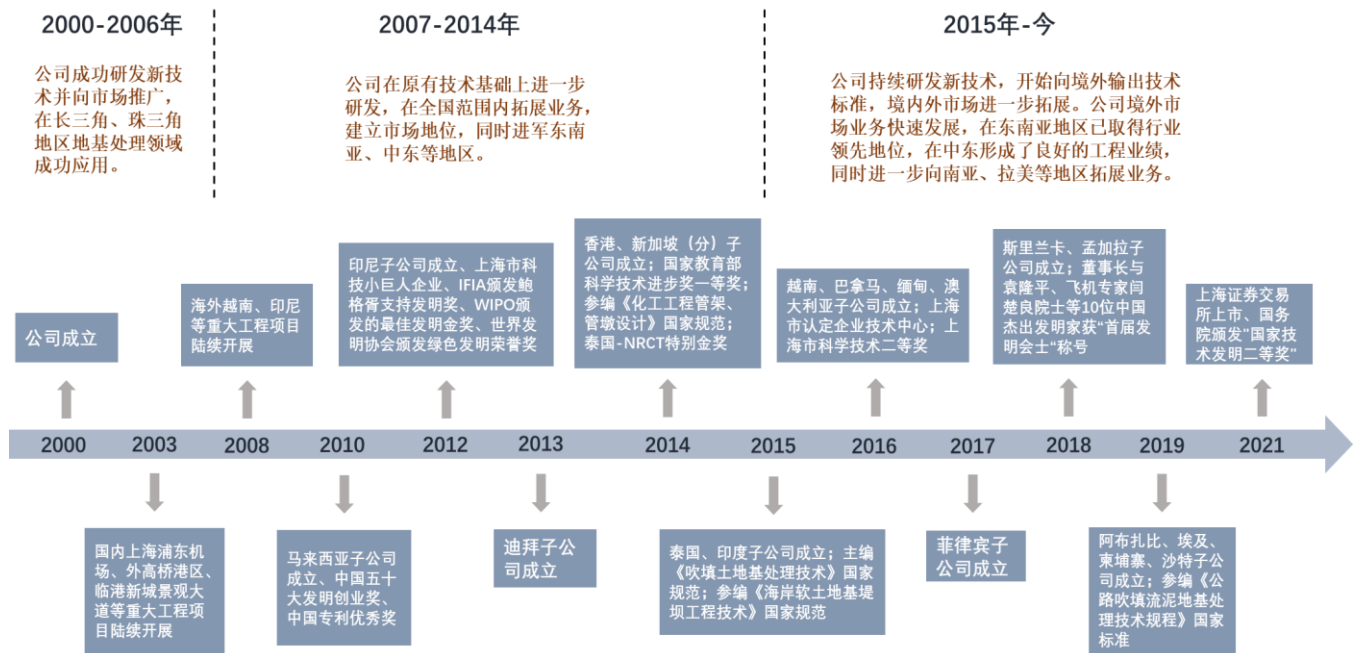
数据来源：Wind，西南证券

1 公司概况：含技术“金钥匙”的岩土工程综合服务商

跨国岩土工程综合服务商。上海港湾是一家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公司，业务主要包括地基处理、桩基工程等。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、地产、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。

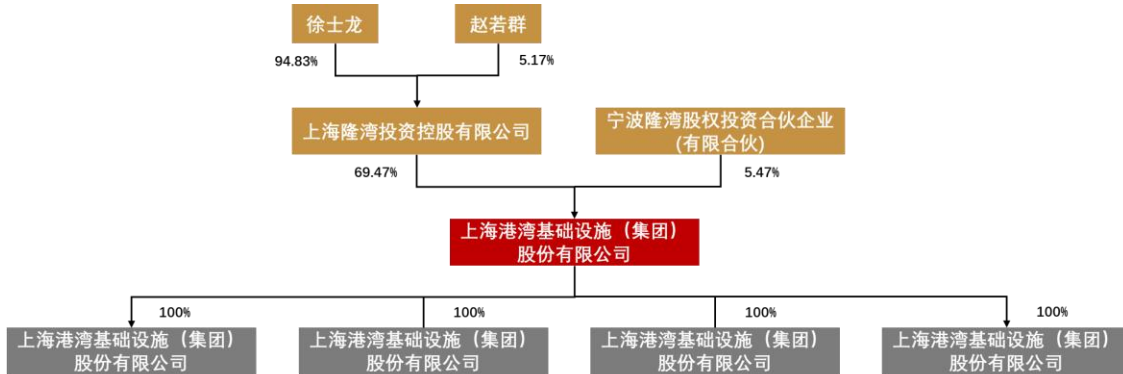
凭借技术优势，承接境内外大中型项目百余个。经过 20 多年的发展，公司凭借充足的技术储备、系统的设计能力、丰富的项目经验完成境内外大中型岩土工程项目 100 余个，包括上海浦东机场、新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、南海岛礁构筑岛屿工程、迪拜棕榈岛等。集团自主研发的“高真空”系列造地技术，比常规方法造价节省、工期节省、质量可控、特别是不用添加水泥、碎石等添加剂，绿色环保方面的优势。集团创始人、董事长为中国软土地基改良技术委员会主任、中国发明协会副理事长；集团为中国《吹填土地基处理技术规范》主编单位，参编印尼《地基处理》国家规范等。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，招股书，西南证券整理

股权高度集中，通过员工持股平台激励创新。上海港湾股权高度集中，上海隆湾投资控股有限公司为公司控股股东，直接持股 69.7%，徐士龙为公司共同实际控制人，通过隆湾控股间接持股 66.1%，赵若群通过隆湾控股间接持股 3.6%，徐士龙与赵若群系夫妻关系，处于绝对控股地位。宁波隆湾是公司设立的员工持股平台，对公司技术骨干及高管进行股权激励，实现技术骨干人员个人收益和公司业务的同步增长，发行人董事兼副总经理兰瑞学、发行人董事兼副总经理刘剑、副总经理兼董事会秘书陈祖龙、监事王懿倩、核心技术人员楼晓明、发行人原副总经理兼财务总监朱江川的实缴出资比例分别为 28.1%、27.2%、4.8%、0.9%、19.4%、1.1%。

图 2：公司股权架构


数据来源: wind, 西南证券整理

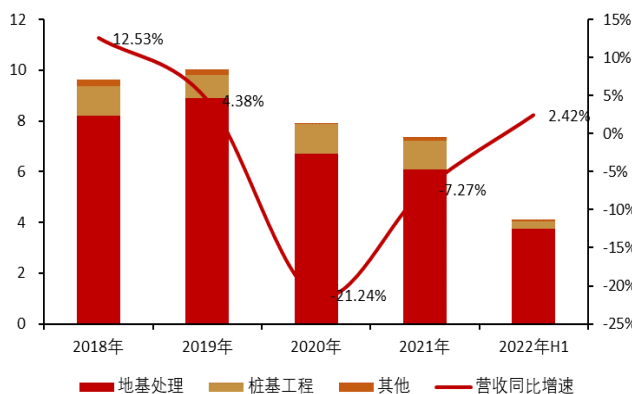
2 经营稳健，盈利能力强劲

受疫情影响，国内外市场整体出现暂时性萎缩。2018-2019 年公司营业收入保持增长，2020 年及 2021 年受新冠疫情的影响，公司主营业务收入有所降低。公司的业务类型分为地基处理和桩基工程，其中地基处理业务收入占比常年超 80%。2018-2021 年度公司境外收入分别为 7.9 亿元、8.0 亿元和 7.2 亿元和 5.4 亿元，占比分别为 82.1%、79.7%、91.0%、73.7%，境外收入主要来源于东南亚、南亚和中东地区。

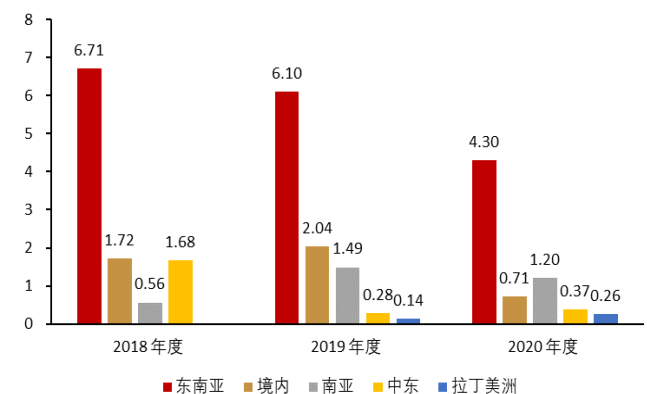
东南亚市场：公司依托印尼 PIK2 项目和新加坡樟宜机场等重大项目，形成了良好的市场影响力和业界口碑，长期深耕细作，不断取得优质项目。

南亚市场：公司凭借在电厂领域的工程业绩和老客户的良好合作关系，2018 年开始进入孟加拉国市场，取得并实施巴瑞萨燃煤电厂和 Matarbari 电厂项目，因此 2019 年南亚市场收入大幅增加。

中东市场：公司 2013 年开始拓展中东市场，在 2017 年完成了迪拜 Deira 棕榈岛和迪拜 Hassyan 清洁煤电站项目，因此 2017 年收入较高。2019 年公司签订沙特吉赞新国际机场项目，合同初始金额 6615 万沙特里亚尔（约合 1.2 亿元人民币）。

图 3：各业务板块营收(亿元)及增速


数据来源: Wind, 招股书, 公司中报, 西南证券整理

图 4：公司分地区营收(亿元)


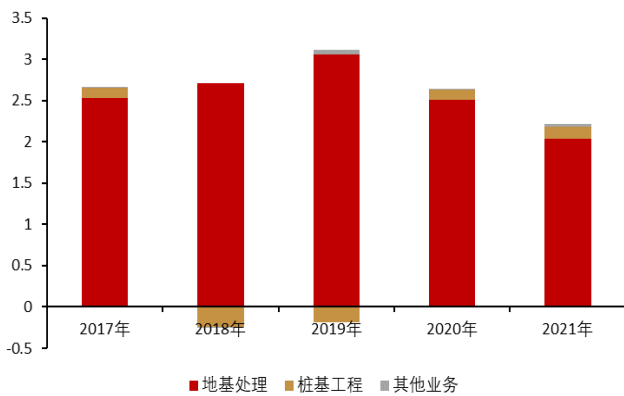
数据来源: 招股书, 西南证券整理

2020、2021 年受疫情影响收入减少，叠加油价及人工成本上升，综合毛利下降。

2017-2019 年，公司毛利稳步上升，2020 和 2021 年，受到疫情影响，收入有所下降，同时，油价涨幅较大，人工成本增加，导致公司主营成本上升，综合毛利下降。2018、2019 年桩基工程毛利为负，主要因为（1）桩基工程业务主要集中在马来西亚，而马来西亚 2018 年受当地政治环境影响，导致大量工程项目进度受到严重影响，致使工程成本提高，部分项目产生亏损；（2）桩基工程业务所需主要原材料之一为钢筋，2018 年和 2019 年钢筋价格上升，项目原材料成本增加；（3）马来西亚部分项目所在地地质条件复杂，溶洞等地下情况难以完全探明，施工过程中容易出现材料用量超出预期的情况，导致原材料成本增加。公司自 2019 年开始谨慎承接桩基工程业务，以前年度亏损项目陆续完工，2020 年印尼雅万高铁、中天绿色精品钢（通州湾海门港片区）项目炼钢工程、印尼亚马逊数据中心项目、菲律宾 Hystar 桩基工程等优质项目逐渐产生收入，2020 年之后公司桩基业务实现盈利。

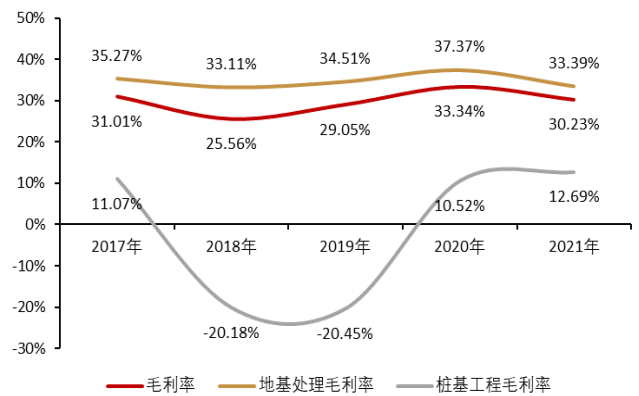
公司毛利整体平稳，波动主要受桩基工程业务毛利率变动导致。2017-2021 年公司主营业务毛利率分别为 31.0%、25.6%、29.0%、33.3%和 30.2%，波动原因主要系桩基工程业务毛利率变动导致。分业务来看：（1）地基业务：2018-2019 年，公司地基业务主要分布地东南亚、南亚、中东和境内，地基处理需求旺盛，市场空间巨大，公司凭借较强的市场影响力和业界口碑，持续获取优质项目，毛利率较为稳定；2020 年公司境外业务营收占比大幅提升，由于境外项目毛利率普遍高于境内项目，因此公司整体地基处理业务毛利率有所提高，同时 2020 年公司集中优势资源，承做了部分优质境内项目，也对毛利有所改善。（2）桩基业务：公司桩基工程业务主要集中在马来西亚，2018-2019 年，受当地政治环境影响，导致大量工程项目进度受到严重影响，致使工程成本提高，部分项目产生亏损，此外 2018-2019 年钢筋价格上涨，项目原材料成本上升，导致毛利率大幅下挫；2020 年，公司谨慎承接马来西亚地区桩基工程业务，前期亏损项目已基本完工，印尼、菲律宾等地区桩基工程业务实现盈利，因此公司桩基业务毛利率上升。

图 5：各业务板块毛利（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

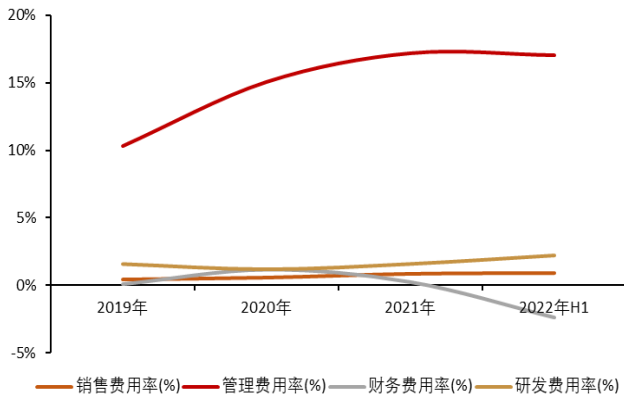
图 6：公司各业务毛利率



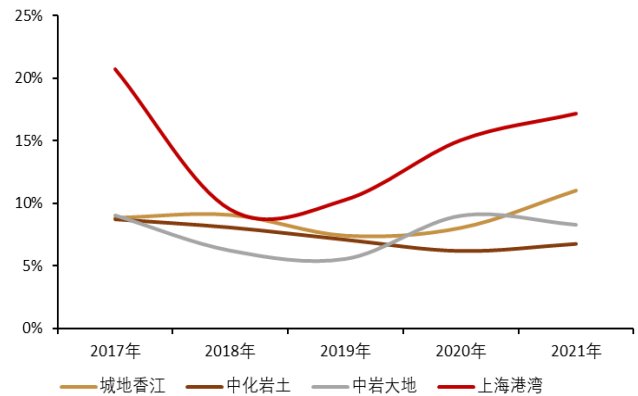
数据来源：Wind，西南证券整理

凭借良好口碑和知名度销售费用率维持稳定，管理费用率高于国内同行。公司销售费用率较为稳定，主要因为公司收入主要来自大型项目，前五大客户实现的销售收入占主营业务收入的比例历年占 50% 以上，在业内具有较好的口碑和知名度，可以持续获得稳定客户和项目资源，因此销售人员数量较少，销售费用稳定。2017-2021 年公司的管理费用率分别为 20.7%、9.5%、10.3%、15.1%和 17.2%，高于同行业可比公司平均水平，主要因为公司业务遍布海外多个国家，管理人员薪酬及差旅等相关费用较高，因此管理费用率水平高于同行

业可比公司。2018 年-2022 年 H1，公司汇兑损益分别为 188.5 万元、-216.9 万元、887.5 万元、12.3 万元和-670 万元，汇率变化带来的汇兑损益使得 2021 年及 2022 年 H1 公司财务费用率较低。

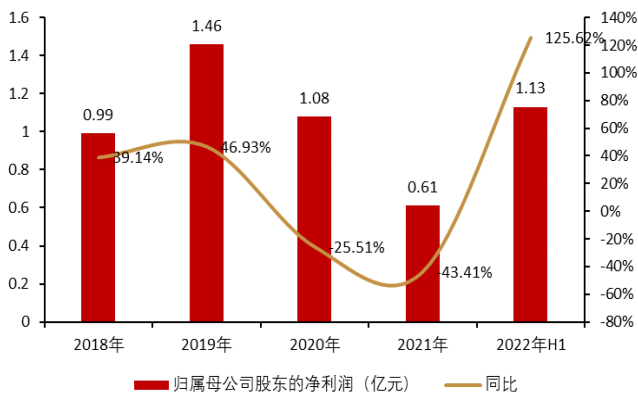
图 7：公司历年期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

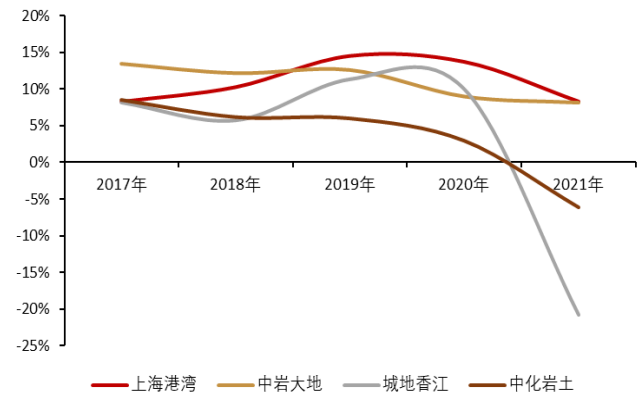
图 8：可比公司管理费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

2022 年上半年归母净利润同比大增 125.62%，近年来盈利能力提升明显。2018-2022 年 H1 公司实现归母净利润分别为 1.0 亿元、1.5 亿元、1.1 亿元、0.6 亿元和 1.1 亿元。2021 年归母净利润同比下跌 43.4%，主要是受疫情影响，收入下降，同时，油价涨幅较大，人工成本增加，导致公司成本上升，综合毛利下降，净利润下降。2022 年 H1 归母净利润同比大增 125.6%，主要是由于当期项目结算以及汇率波动造成汇兑损益减少所致。从销售净利率来看，上海港湾从 2019 年开始超越国内同行，盈利水平提升明显。

图 9：公司历年归母净利润及同比增速


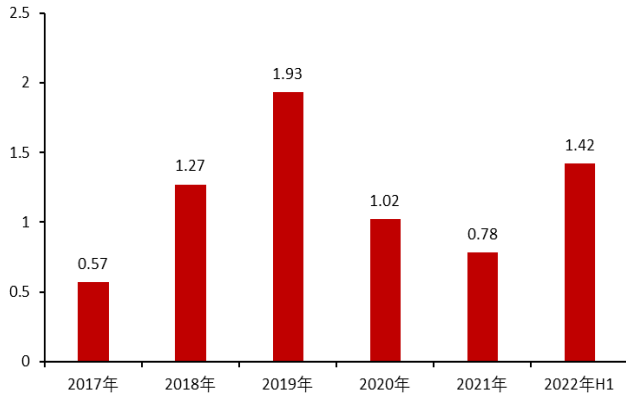
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：可比公司销售净利率


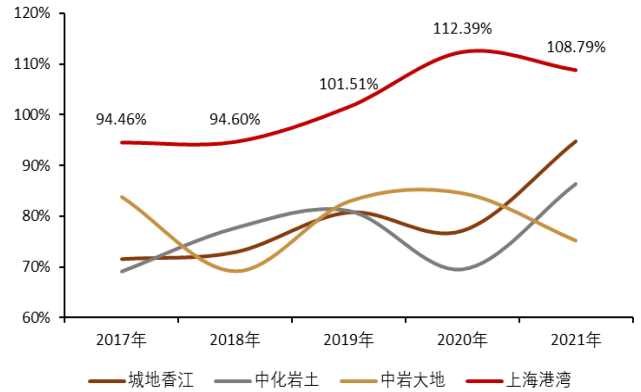
数据来源：Wind，西南证券整理

公司现金流量净额与净利润接近，波动平稳，回款情况好于同行。2018-2022 年 H1，公司经营活动现金流量净额分别为 1.3 亿元、1.9 亿元、1.0 亿元、0.8 亿元和 1.4 亿元，公司具有较强的盈利能力和良好的现金流，为持续稳定的向股东分红提供了有力保障。2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 23.6%，由于疫情导致公司收入减少，成本上升，经营活动现金流相应减少。2022 年 H1 经营活动产生的现金流量净额同比增加 127.6%，主要是由于当期项目结算以及汇率波动造成汇兑损益减少导致。公司近三年收现比均高于 100%，表现明显优于国内同行，可能因为公司业务 80% 以上在海外市场，客户多为

境内外知名企业，具有良好的商业信用和充裕的资金保障，有利于项目进度的结算和款项的按时支付，有利于公司的资金周转和再投入。

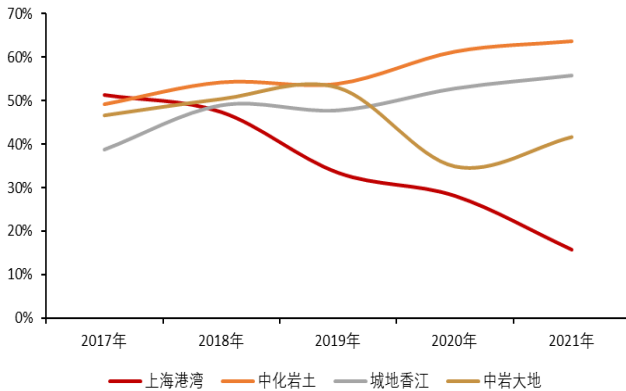
图 11：公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

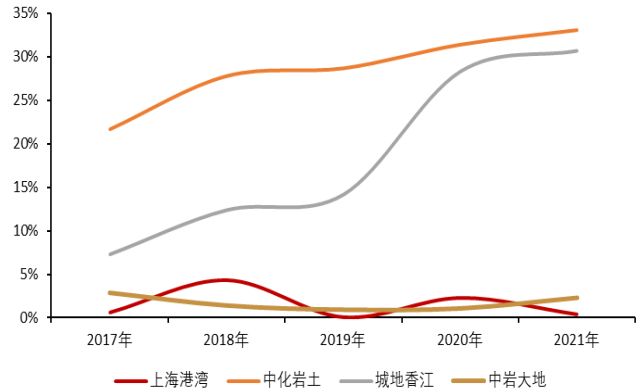
图 12：可比公司收现比


数据来源：Wind，西南证券整理

资金充足，负债率显著低于可比公司。2017-2021年公司资产负债率51.2%、47.3%、33.4%、28.1%、15.8%，逐年降低，近三年平均低于同行25个百分点，有息负债率近五年维持较低水平，2021年仅有0.4%，明显低于可比公司，公司资金充裕、经营稳健、抗风险能力强。

图 13：可比公司资产负债率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：可比公司有息负债率


数据来源：Wind，西南证券整理

3 技术和成本优势构筑公司核心竞争力

3.1 攻克软地基处理难题，项目质量获高度认可

攻克软地基处理难题，业绩遍布全球。软地基加固技术是世界性难题，传统方法是在软土里拌水泥，每平方米用300公斤水泥，这种方法成本高、污染大。港湾集团董事长、上海港湾实控人徐士龙自主研发了一系列软地基加固新技术、设计了一系列工程设备、开发出整套施工方法，通过抽水和施压，将松软的滩涂变成坚固的地基，这项新技术具有质量高、成本低、污染小的优势，获得国内外高度认可。2003年，快速“高真空击密法”软地基加固

新技术被研发出来，并获得国家专利，该项技术不仅解决了传统方法无法克服的难点，而且具有节省造价 30%、缩短工期 50%、质量可控和施工环保四大优势，被收录进《中国地基处理新技术》学术专刊。之后经过多年不断的研发和创新，逐步形成了高真空击密系列技术、真空预压系列技术、振冲密实系列技术等技术体系，拥有 8 项国际专利、36 项境内专利（其中发明专利 15 项）。从 2002 年之后，公司凭借充足的技术储备、系统的设计能力、丰富的项目经验，经过二十多年的发展，完成境内外大中型岩土工程项目 100 余个，包括新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、南海岛礁构筑岛屿工程、迪拜棕榈岛等，业绩遍布全球 15 个国家，已成长为一家跨国经营的专业岩土工程综合服务提供商。以下为代表工程：

上海浦东机场二号跑道项目：造价低、工期短。与原一号跑道相比节省 174 万方石料，节约近亿元建设资金，工期由 16 个月缩短至 6 个月，经过一年多使用后，经上海科委组织专家鉴定为“国内第一，远远超过设计标准”，获国家市政金奖，后续三、四号跑道，商用大飞机项目继续采用。

新加坡樟宜机场 T5 航站楼：占地约 1080 公顷，项目部分区域软基深达 60 米，原设计为水泥搅拌桩，后改为集团核心技术，远超设计标准。

宁波北仑港三期道路、堆场：46 万平方米，在新吹的粉煤灰地基上人无法行走，经过集团核心技术施工约 30 天，承载力特征值从 fak -0kPa 快速提高到 120kPa，煤码头四-五期梅山港继续采用核心技术。

上海临港新城：总规划面积 311.6 平方公里，其中由填海而成的陆域占 45%。临港新城景观大道一期工程采用公司核心技术后，用户反馈与其他最优方案相比，节约造价 3.6 亿元，工程使用至今良好。后续二至五期继续使用，周边上海漕泾化工园区等重点工程也相继采用。

印尼隆湾燃煤电厂：印尼龙湾电厂施工前人机不能进入，采用公司核心技术竣工后（印尼总统亲临），被印尼中央台誉为“很多国家认为不可能完成的任务，中国的真空技术把不可能变为可能。”2013 年印尼 APEC 会议期间被 CCTV 誉为“升级版的中国制造”。

河静 Formosa 钢铁厂：由台塑集团投资 220 亿美金，位于越南河静省。上海港湾对原吹填地基处理方案进行整体咨询，重新调整方案后据业主估算节约造价 1.5 亿美金。现完成地基处理施工设计总承包项目面积已经超 1000 万平方米。

山东东营华泰化工：山东东营华泰化工约 100 万平方米地基处理，采用核心工法施工后，比原设计节约造价 50% 以上，满足不同使用要求，工期、质量获用户高度认可，后续大面积继续采用本技术。

迪拜世界岛：上海港湾无污染的地基处理技术，与世界巨头竞争，从采用欧洲标准，到今年认可中国标准，四个标全交于上海港湾集团。短短三年，集团在中东地区与德国、法国等世界巨头抗衡，先后在阿联酋、缅甸、阿曼、沙特阿拉伯承接了 The World Islands、Sadiyat Island、Deira Island、BAWABAT AL SHARQ VILLAS、New King Abdula Airport - Jazan 等二十多项基建项目。

表 1：公司主要产品及服务的核心技术

核心技术	技术优势	典型项目	主要专利	主要奖项
高真空击密系列技术	适用于砂、粉土、粘质粉土等多种地质条件，造价低、工期短、环保节能	上海浦东国际机场、宁波港区、青岛大炼油	快速“高真空击密法”软地基处理方法（ZL01127046.2）；快速“高真空击密、桩基”复合软地基处理方法、（ZL200510134966.5）	公司专利发明人徐士龙获得联合国世界知识产权组织（WIPO）颁发的“最佳发明金奖”、发明者协会国际联合会（IFIA）颁发的“鲍格胥支持发明奖”和“绿色发明荣誉奖”
真空预压系列技术	适用于以淤泥为代表的低渗透性细颗粒土，处理深度深，有效控制深层淤泥的工后沉降和差异沉降	新加坡樟宜机场	快速“低位高真空分层预压击密”软地基处理方法（ZL200410014257.9）；一种特软地基固结方法（ZL200810041431.7）；一种水汽分离装置（ZL201320746296.2）	教育部“科学技术进步奖一等奖”
振冲密实系列技术	适用于珊瑚礁、砂、碎石为代表的高渗透性粗颗粒土地质条件，处理深度较深，造价低、工期短、环保节能	南海岛礁构筑岛屿工程、迪拜棕榈岛、印尼 KNI-2A 人工岛项目、Bali 岛机场项目	数头振冲器共振地基处理设备及其方法（ZL201310121820.1）一种高频振动密实砂石地基的方法（ZL201610785920.8）	“南海岛礁构筑岛屿工程研究”成果荣获“军队科技进步一等奖”

数据来源：招股书，西南证券整理

以专利入股，与当地大企业组建合资公司参与竞标。国外市场对专利技术重视程度高，2009 年在经历与梅纳公司的专利之争后，公司在海外发展战略由靠技术拿施工合同转向经营专利，以专利入股，与当地大企业组建合资公司，参与竞标。公司接到工程单后，收取 30% 的工程款作为专利费，之后按照股本分享利润，这种经营模式下，公司只需制定技术方案，派代表监督施工即可。目前，公司已在 20 多个国家申请专利，2021 年承接境外项目 27 个，海外市场占比 80% 以上。

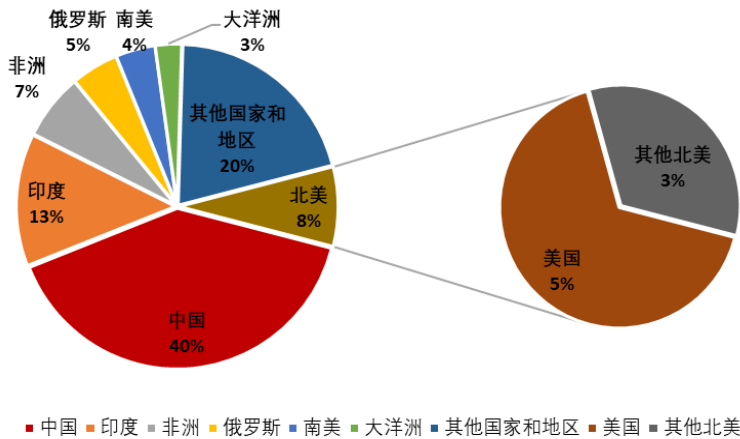
3.2 节省砂石成本，受全球市场青睐

消费量高企、流通半径受限，全球砂荒问题开始凸显。砂石骨料是基建中不可缺少的原材料之一，主要用于房屋建设、道路桥梁工程施工、水利水电设施建设等项目，平均每 1 吨水泥约匹配 6 吨砂石骨料，砂石骨料在混凝土中所占比例超过 70%，成本占比约 20%-30%。根据联合国环境规划署（UNEP）今年 4 月发布的最新报告，全球砂石消费量在过去 20 年间增长了两倍，已经高达每年 500 亿吨，是全世界所有河流每年输送的沉积物数量的两倍，开采速度远远超过其自然更新的速度。此外，相较砂石低廉的价格，运输成本使得砂石的流通半径有限，即使当前砂子储量丰富，但区域缺砂的现象依旧严峻，全球砂荒问题已开始凸显。

砂荒危机在不同区域间影响不平衡。东南亚是世界上河道内砂石挖掘数量很大的区域，世界第三大三角洲湄公河三角洲位于这里，采砂正在导致三角洲下沉，土地也出现盐碱化趋势；新加坡的人工填海造陆工程 40 多年间堆出了 130 平方千米的陆地，国土面积增加了 20%，新加坡成为全球最大的砂子进口国，与它毗邻的也因此被“挖”空了 24 个岛屿；斯里兰卡，采砂使得河床变低，同时还使得 2004 年印度洋海啸对该国的影响加重，当海啸褪去，要修复海滩和周边基础设施时，对砂子又有更多需求，造成了恶性循环；沙漠里的沙

子颗粒细小、形状圆润、含碱量较高，很难用于混凝土，迪拜每年至少花费4亿美元从全球各地进口砂子。我国每年200亿吨的砂石用量将近全球砂石使用总量的一半，由于巨大的需求量，从2018年起我国开始进口河沙，2019年一年时间我国从东南亚进口河沙就高达2512.58万吨。

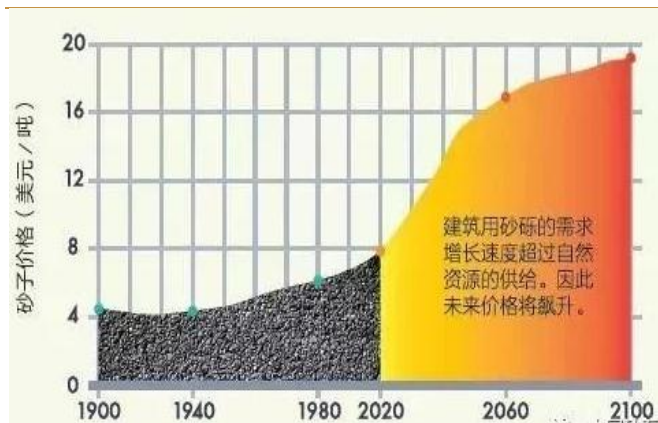
图 15：全球砂石骨料产量分布



数据来源：未来智库，西南证券整理

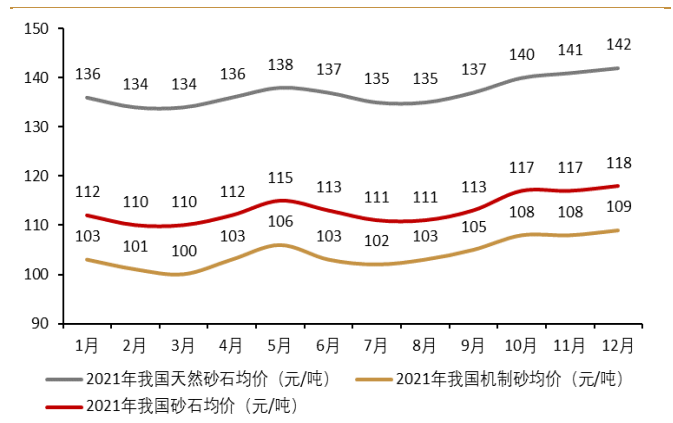
全球砂子均价近8美元/吨，未来将大幅上涨。全球建设用砂均价近8美元/吨，从价格走势来看，2020年全球砂子价格进入快速上涨的“拐点”，2020年到2030年之间，价格上涨速度最大。近年来，我国砂石价格普遍上涨，2021年我国砂石均价118元/吨，高出2019年24元/吨，涨幅达26%，机制砂均价109元/吨，天然砂石均价超140元/吨。

图 16：公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：nature，西南证券整理

图 17：2021年我国砂石价格



数据来源：中国砂石协会大数据中心，百年建筑网，西南证券整理

公司专利技术能节省大量水泥、石料等建筑材料，创造巨大经济效益。上海港湾的“高真空击密法”专利技术能节省大量水泥、石料等建筑材料，节约生产能耗，减少温室气体排放量。例如，上海市重点建设项目临江新城400多万平米软地基加固工程，采用了“高真空击密”新技术施工，每平方米造价比采用传统技术施工节省90元，仅此一项工程就节约了建设资金达3.6亿；上海浦东机场2号、3号跑道改扩建工程，采用该项新技术后，不但解决了濒海临滩软土地基差异沉降的问题，还节约了建设资金近亿元；浙江宁波港三期地基处理

工程同样采用该项技术，节省直接投资 7300 万元。我国每年通过围海造陆等软地基工程达 200-300 平方公里，总造价 200 多亿元，公司专利技术能创造巨大的经济效益。

节省大量砂石成本，助力公司海外扩张计划。公司积极推进境外发展，制定了“三步走”的市场开发计划：第一步，进军东南亚市场，并将东南亚市场建立为公司境外市场发展的基础；第二步，以东南亚市场为支撑，抢占中东、南亚及拉美市场；第三步，发展东欧市场，并以中东市场为跳板，向非洲市场进军，最终达到全球主要市场全面覆盖。目前，公司已经成功完成了第一步的市场开发计划，东南亚市场已成为公司最大和最稳定的收入来源，已进入“第二步”计划实施阶段，在中东市场形成了一定的项目业绩，并已经逐步发展了阿联酋、沙特、巴林等市场，具备了与国际知名的岩土工程公司竞争的实力。当前全球砂子需求高企、砂子短缺、砂价暴涨，公司专利技术能节省大量砂石成本，将受到全球市场青睐，助力公司海外扩张计划。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 80% 以上的营收来源于地基处理业务，随着疫情好转，海外订单逐步恢复，叠加公司海外扩张步伐稳步推进，预计 2022 年全年订单增速同比有望超 50%，2023、2024 年订单增速 30%、15%。

假设 2：桩基工程业务市场竞争充分，毛利率偏低，公司未来可能不会加大该业务投入，预计 2022-2024 年公司桩基处理业务订单保持 15% 左右平稳增速。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
地基处理	收入	609.5	914.3	1188.6	1366.8
	增速	-9.14%	50%	30%	15%
	毛利率	33.4%	35.0%	35.0%	35.0%
桩基处理	收入	113.3	130.2	149.8	172.2
	增速	-1.8%	15%	15%	15%
	毛利率	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
其他	收入	11.8	13.5	15.5	17.9
	增速	100.5%	15%	15%	15%
	毛利率	35.7%	36.0%	36.0%	36.0%
合计	收入	734.5	1058.0	1353.9	1557.0
	增速	-7.3%	44%	28%	15%
	毛利率	30.2%	32.3%	32.6%	32.6%

数据来源：Wind，西南证券

上海港湾主要从事软土地基业务，依靠技术优势在海外经营专利，以专利入股，与当地大企业组建合资公司，参与竞标，毛利率高出国内岩土工程公司 10pp 左右。可比公司高新发展主要承担成都高新区起步区的建设和高新技术产业投资，与上海港湾盈利模式相似，

2022 年平均估值 24 倍。考虑到上海港湾加固技术在全球具有垄断地位，因此给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价位 23.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2022/8/29)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000628.SZ	高新发展	13.96	0.58	0.58	0.58	24.2	19.1	14.8
平均值						24.2	19.1	14.8

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

境外经济环境变化风险、疫情反复风险、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	734.52	1058.03	1353.88	1556.96	净利润	61.34	160.09	175.32	199.23
营业成本	512.45	716.24	912.81	1049.74	折旧与摊销	41.14	17.47	17.47	17.47
营业税金及附加	1.15	1.59	2.07	2.37	财务费用	1.92	7.63	6.12	9.13
销售费用	6.24	7.45	10.52	11.53	资产减值损失	-2.83	0.00	0.00	0.00
研发管理费用	126.09	149.93	209.33	242.88	经营营运资本变动	57.81	19.43	-75.50	-66.12
财务费用	1.92	7.63	6.12	9.13	其他	-81.51	8.68	-28.96	-39.21
资产减值损失	-2.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	77.87	213.30	94.45	120.51
投资收益	0.57	50.00	33.52	39.01	资本支出	-11.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.32	0.21	0.25	0.24	其他	-183.26	50.21	33.77	39.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-195.11	50.21	33.77	39.25
营业利润	85.96	225.40	246.79	280.56	短期借款	-19.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.54	0.37	0.45	0.41	长期借款	0.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	86.50	225.77	247.24	280.97	股权融资	519.77	0.00	0.00	0.00
所得税	25.16	65.67	71.92	81.73	支付股利	0.00	-4.51	-13.73	-16.11
净利润	61.34	160.09	175.32	199.23	其他	-0.19	38.23	-6.12	-9.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	500.94	33.72	-19.85	-25.24
归属母公司股东净利润	61.34	160.09	175.32	199.23	现金流量净额	374.80	297.24	108.38	134.52
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	638.81	936.05	1044.43	1178.94	成长能力				
应收和预付款项	338.92	529.17	655.85	758.48	销售收入增长率	-7.27%	44.04%	27.96%	15.00%
存货	71.22	99.90	125.57	145.58	营业利润增长率	-38.60%	162.22%	9.49%	13.68%
其他流动资产	327.88	141.60	146.91	150.56	净利润增长率	-43.41%	160.99%	9.51%	13.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-30.29%	94.16%	7.94%	13.60%
投资性房地产	1.57	1.57	1.57	1.57	获利能力				
固定资产和在建工程	232.73	215.72	198.72	181.72	毛利率	30.23%	32.30%	32.58%	32.58%
无形资产和开发支出	0.99	0.78	0.56	0.35	三费率	18.28%	15.60%	16.69%	16.93%
其他非流动资产	55.16	54.90	54.64	54.38	净利率	8.35%	15.13%	12.95%	12.80%
资产总计	1667.28	1979.70	2228.26	2471.58	ROE	4.37%	9.93%	9.89%	10.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.68%	8.09%	7.87%	8.06%
应付和预收款项	211.18	328.64	412.22	470.05	ROIC	9.52%	25.94%	27.72%	28.41%
长期借款	0.59	0.59	0.59	0.59	EBITDA/销售收入	17.56%	23.68%	19.97%	19.73%
其他负债	50.90	38.85	42.23	44.59	营运能力				
负债合计	262.67	368.08	455.05	515.24	总资产周转率	0.52	0.58	0.64	0.66
股本	172.74	172.67	172.67	172.67	固定资产周转率	3.25	4.72	6.54	8.20
资本公积	696.31	696.38	696.38	696.38	应收账款周转率	1.91	2.40	2.18	2.12
留存收益	586.99	742.57	904.16	1087.29	存货周转率	9.68	8.34	8.02	7.65
归属母公司股东权益	1404.61	1611.62	1773.21	1956.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.79%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1404.61	1611.62	1773.21	1956.34	资产负债率	15.75%	18.59%	20.42%	20.85%
负债和股东权益合计	1667.28	1979.70	2228.26	2471.58	带息债务/总负债	0.23%	0.16%	0.13%	0.12%
					流动比率	5.84	5.01	4.61	4.58
					速动比率	5.54	4.71	4.32	4.28
					股利支付率	0.00%	2.82%	7.83%	8.08%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	129.02	250.50	270.39	307.17	每股收益	0.36	0.93	1.01	1.15
PE	47.17	18.07	16.50	14.52	每股净资产	8.13	9.33	10.26	11.33
PB	2.06	1.80	1.63	1.48	每股经营现金	0.45	1.23	0.55	0.70
PS	3.94	2.73	2.14	1.86	每股股利	0.00	0.03	0.08	0.09
EV/EBITDA	16.13	7.09	6.17	4.99					
股息率	0.00%	0.16%	0.47%	0.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn