

投资评级 **优于大市** 首次覆盖
股票数据

03月24日收盘价(元)	16.04
52周股价波动(元)	10.35-17.70
总股本/流通A股(百万股)	201/201
总市值/流通市值(百万元)	3216/3216

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	23.0	40.5	54.1
相对涨幅(%)	23.8	44.2	48.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@haitong.com

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@haitong.com

建发集团控股注入新动能，施工业务协同开启高增长

投资要点：

- 海峡西岸经济区建设工程咨询行业龙头，建发集团控股注入新动能。**公司1995年成立，由厦门市路桥咨询监理有限公司整体变更设立，2016年在上交所主板上市。2021年公司完成与厦门益悦股权转让交易，**控股股东变更为厦门益悦，持有公司29.01%股权，实际控制人变更为厦门市国资委。厦门益悦是厦门建发集团/建发房产旗下公司**，公司通过此次股权转让引进国资强企，将为公司长远发展注入新动能、获得更大的发展平台和空间。2022年公司营业收入分产品看，建筑施工、设计咨询、加固、监理、检测、新材料开发、其他业务分别占比30.22%、26.37%、17.38%、13.16%、9.62%、2.95%、0.31%；分地区看，公司营收主要集中在中国大陆，占比99.69%，已覆盖全国90%以上区域，其70.80%来自福建省内，28.88%来自其他地区。
- 控股股东直接委托施工业务，协同开启高增长，2022年新签订单同比高增183%。**公司与控股股东主要在建筑设计、房建监理、检验检测、建筑施工等方面开展业务协同。2021年8月，公司收购天成华瑞装饰有限公司100%股权，填补了公司建筑施工板块的空白。**公司通过2022年4月向控股股东转让天成华瑞30%股权、以及2022年7月与控股股东共同收购元朴设计等方式，实现控股股东可直接委托业务。**目前，控股股东业务协同成效逐步显现。**2022年公司新签合同29.17亿元，同增183%（其中建筑施工、建筑设计分别新签约18.3、0.35亿元，合计约占比64%）；**实现营业收入12.61亿元，同增49.87%，主要为新增建筑施工业务收入的影响，可以看出公司建筑施工业务已快速落地。此外，**公司预计2023年与建发集团及其控制企业和其他关联方销售商品、提供劳务发生关联交易规模63亿元（约为22年营收的5倍），其中建筑施工60亿元**，可见公司将与控股股东业务协同开启高增长。
- 高管增持彰显信心，推进产业多元化发展，2023年力争营收同增60%-80%。**公司副董事长、总裁黄和宾先生，副总裁刘志勋先生、徐辉先生，董事会秘书高玮琳女士等4人计划自2022年12月26日起6个月内，增持股份金额不低于1000万元。公司将以“产业发展双轮驱动”为主线，加速发展勘察设计（含建筑设计）、工程管理、试验检测等工程咨询业务实现提质增效，同时快速扩张建筑施工、综合管养等工程施工业务实现提量增效，进一步推动公司高质量发展。**2023年度公司力争实现营收同增60%-80%，预计归母净利润同增10%-30%。**
- 盈利预测与评级。**公司是海峡西岸经济区建设工程咨询行业龙头，2021年底建发集团控股注入新动能，目前多个项目已进入实施阶段；同时，积极拓展建筑多元业务，公司迎来业绩快速增长新契机。我们预计公司2023-2024年BPS分别为4.94和5.30元，给予2023年3.5-4倍市净率，合理价值区间17.30-19.77元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

- 风险提示。**新冠疫情反复风险，应收账款风险，政策风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	841	1261	2118	2795	3600
(+/-)YoY(%)	5.6%	49.9%	67.9%	32.0%	28.8%
净利润(百万元)	40	57	69	79	88
(+/-)YoY(%)	-14.3%	40.2%	21.0%	15.0%	12.0%
全面摊薄EPS(元)	0.20	0.28	0.34	0.39	0.44
毛利率(%)	30.1%	22.6%	16.7%	14.8%	13.4%
净资产收益率(%)	4.6%	6.1%	6.9%	7.4%	7.7%

资料来源：公司年报（2021-2022），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)			PB (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
300712.SZ	永福股份	76.66	0.79	1.46	2.23	52.23	28.39	18.54	5.09
301058.SZ	中粮科工	82.22	0.44	0.67	0.96	36.70	23.91	16.71	3.86
均值			0.61	1.06	1.60	44.47	26.15	17.63	4.48

注：收盘价为 2023 年 3 月 24 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：wind，海通证券研究所

1、公司是我国海峡西岸经济区建设工程咨询行业的龙头企业，我们预计公司勘察设计业务收入将较为稳健增长，2023、2024、2025 年营收分别增长 15%、15%、15%，毛利率分别为 40%、40%、40%；

2、公司紧扣行业发展趋势，积极拓展公路养护业务，我们预计公司加固业务收入未来将实现稳健增长，2023、2024、2025 年营收分别增长 10%、10%、10%，毛利率分别为 15%、15%、15%；

3、公司检测服务拥有行业内较为全面的甲级资质，在检测服务方面具有较强的技术优势，我们预计未来其检测业务收入将继续保持稳健增长，2023、2024、2025 年营收分别增长 10%、10%、10%，毛利率分别为 30%、30%、30%；

4、公司是中国交通建设监理行业第一家上市的企业，也是工程行业内第一家以监理为主业的上市公司，品牌影响力和市场竞争力较强，我们预计公司监理业务收入 2023、2024、2025 年营收分别增长 5%、5%、5%，毛利率分别为 37%、37%、37%；

5、公司新材料业务目前主要集中在工程新建、工程加固、工程养护等领域，我们预计公司新材料开发业务收入 2023、2024、2025 年营收分别增长 5%、5%、5%，毛利率分别为 21%、21%、21%；

6、公司施工业务 2022 年三季度开始大力发展，加上控股股东可直接委托施工业务，我们预计公司施工业务收入将快速增长，2023、2024、2025 年营收分别增长 200%、50%、40%，毛利率分别为 4.5%、4.5%、4.5%；

7、我们预计公司其他业务收入将保持较为稳定增长，2023、2024、2025 年营收分别增长 10%、10%、10%，毛利率分别为 20%、20%、20%。

表 2 分项业务预测表 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
设计咨询					
主营业务收入	294.64	332.47	382.35	439.70	505.65
增长率	8.42%	12.84%	15.00%	15.00%	15.00%
主营业务成本	173.20	202.81	229.41	263.82	303.39
主营业务利润	121.44	129.66	152.94	175.88	202.26
毛利率	41.22%	39.00%	40.00%	40.00%	40.00%
加固业务					
主营业务收入	222.02	219.12	241.03	265.14	291.65
增长率	8.21%	-1.31%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本	185.62	186.88	204.88	225.36	247.90
主营业务利润	36.40	32.24	36.15	39.77	43.75
毛利率	16.39%	14.71%	15.00%	15.00%	15.00%
检测业务					
主营业务收入	110.81	121.28	133.41	146.75	161.43
增长率	12.41%	9.45%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本	76.54	85.56	93.39	102.73	113.00
主营业务利润	34.27	35.73	40.02	44.03	48.43
毛利率	30.93%	29.46%	30.00%	30.00%	30.00%
监理业务					
主营业务收入	162.20	165.95	174.25	182.96	192.11
增长率	7.23%	2.32%	5.00%	5.00%	5.00%
主营业务成本	107.69	104.63	109.78	115.27	121.03
主营业务利润	54.50	61.33	64.47	67.70	71.08
毛利率	33.60%	36.95%	37.00%	37.00%	37.00%
新材料开发					
主营业务收入	48.19	37.17	39.03	40.98	43.03
增长率	-27.07%	-22.87%	5.00%	5.00%	5.00%
主营业务成本	41.78	29.41	30.83	32.38	34.00
主营业务利润	6.41	7.76	8.20	8.61	9.04
毛利率	13.30%	20.87%	21.00%	21.00%	21.00%
施工业务					
主营业务收入		381.07	1143.21	1714.82	2400.75
增长率		-	200.00%	50.00%	40.00%
主营业务成本		364.65	1,091.77	1,637.65	2,292.72
主营业务利润		16.42	51.44	77.17	108.03
毛利率		4.31%	4.50%	4.50%	4.50%
其他业务					
主营业务收入	3.52	3.95	4.34	4.77	5.25
增长率	-9.38%	12.04%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本	3.24	2.48	3.47	3.82	4.20
主营业务利润	0.29	1.47	0.87	0.95	1.05
毛利率	8.15%	37.25%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入合计					
综合增长率	5.60%	49.87%	67.93%	31.99%	28.79%
营业成本合计	588.07	976.42	1763.53	2381.03	3116.23
综合毛利率	30.11%	22.57%	16.72%	14.82%	13.43%

资料来源: 公司年报 (2021、2022), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1261	2118	2795	3600
每股收益	0.28	0.34	0.39	0.44	营业成本	976	1764	2381	3116
每股净资产	4.66	4.94	5.30	5.70	毛利率%	22.6%	16.7%	14.8%	13.4%
每股经营现金流	1.05	0.84	0.79	0.82	营业税金及附加	7	12	15	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	17	24	31	40
P/E	56.73	46.88	40.78	36.41	营业费用率%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
P/B	3.44	3.25	3.03	2.82	管理费用	114	174	210	256
P/S	2.55	1.52	1.15	0.89	管理费用率%	9.1%	8.2%	7.5%	7.1%
EV/EBITDA	18.03	16.07	15.06	14.57	EBIT	76	143	149	148
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	5	-4	-6	-8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	22.6%	16.7%	14.8%	13.4%	资产减值损失	-5	-4	-4	-2
净利润率	4.5%	3.2%	2.8%	2.5%	投资收益	4	7	9	12
净资产收益率	6.1%	6.9%	7.4%	7.7%	营业利润	75	90	103	116
资产回报率	3.1%	2.9%	3.0%	2.7%	营业外收支	-3	-3	-3	-4
投资回报率	5.7%	10.2%	9.9%	9.2%	利润总额	72	87	100	112
盈利增长 (%)					EBITDA	106	179	185	184
营业收入增长率	49.9%	67.9%	32.0%	28.8%	所得税	10	12	14	16
EBIT 增长率	21.6%	88.4%	4.0%	-0.5%	有效所得税率%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润增长率	40.2%	21.0%	15.0%	12.0%	少数股东损益	5	6	7	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	57	69	79	88
资产负债率	42.4%	52.4%	55.1%	60.6%					
流动比率	1.86	1.59	1.54	1.43	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.51	1.30	1.24	1.17	货币资金	327	439	537	643
现金比率	0.43	0.36	0.37	0.33	应收账款及应收票据	780	1098	1219	1571
经营效率指标					存货	16	19	20	35
应收账款周转天数	213.77	160.00	150.00	140.00	其它流动资产	284	359	437	544
存货周转天数	5.99	4.00	3.50	3.50	流动资产合计	1407	1914	2213	2793
总资产周转率	0.73	1.02	1.12	1.22	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	11.42	19.70	25.05	31.14	固定资产	105	110	114	118
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	38	37	36	35
					非流动资产合计	410	415	430	445
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1816	2329	2643	3238
净利润	57	69	79	88	短期借款	85	90	95	100
少数股东损益	5	6	7	8	应付票据及应付账款	393	665	763	1107
非现金支出	74	70	69	64	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1	-2	-4	-6	其它流动负债	278	450	583	742
营运资金变动	76	25	8	10	流动负债合计	756	1205	1441	1948
经营活动现金流	210	169	159	164	长期借款	0	0	0	0
资产	-18	-28	-28	-29	其它长期负债	15	15	15	15
投资	5	-26	-36	-36	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	-1	7	9	12	负债总计	770	1220	1456	1963
投资活动现金流	-14	-47	-54	-52	实收资本	201	201	201	201
债权募资	-168	5	5	5	归属于母公司所有者权益	935	991	1062	1142
股权募资	37	0	0	0	少数股东权益	112	118	125	133
其他	-23	-14	-11	-11	负债和所有者权益合计	1816	2329	2643	3238
融资活动现金流	-154	-9	-6	-6					
现金净流量	42	112	99	106					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 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： 中国建筑国际,中国核建,中国海诚,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,中国中铁,中国建筑兴业,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,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,建科股份,上海港湾,森鹰窗业

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;	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。
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。	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。