

软基处理龙头，技术驱动成长

华泰研究

2023年4月06日 | 中国内地

首次覆盖

建筑施工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

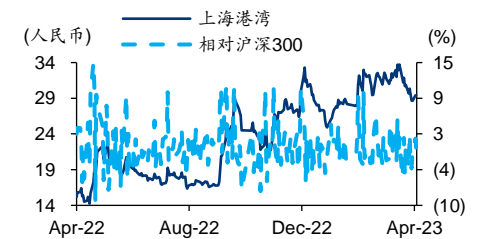
38.77

研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+(86) 755 2266 0892
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+(86) 21 2897 2228
研究员	张艺露
SAC No. S0570520070002	zhangyilu@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	38.77
收盘价(人民币 截至4月4日)	29.41
市值(人民币百万)	5,080
6个月平均日成交额(人民币百万)	102.95
52周价格范围(人民币)	14.25-33.73
BVPS(人民币)	8.81

股价走势图



资料来源: Wind

软基处理龙头，技术驱动成长，给予“买入”评级

公司凭借独创的软地基处理专利技术“高真空击密法”起步，逐渐成为具备综合地基处理能力的全球化领先企业，下游涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、石化、国防等众多领域，深耕东南亚、中东等地，疫情前2017-2019年海外业务占比处于80%-93%，短期海外业务有望受益核心市场复苏、“一带一路”加持，国内业务受益上市品牌资金实力提升，迎来高速增长阶段。长期对标国际龙头，成长空间大。我们预计公司22-24年归母净利润为1.55/2.23/3.22亿，可比公司23年Wind一致预期PE为23x，预计公司22-24年归母净利润CAGR约74%（高于行业均值32%），认可给予公司23年30xPE，目标价38.77元，首次覆盖给予“买入”评级。

海外疫后时代投资重启，“一带一路”助力新兴市场长期需求向好

公司深耕东南亚（22H1收入占比43%），主要业务分布于印尼、马来西亚、新加坡、泰国等，其中印尼扎根最深，正在参与国家标准制定；中东地区22H1收入贡献约11%，区域竞争力逐步提升中。22年海外疫情扰动消除投资需求逐渐恢复，核心市场投资趋势向好，公司凭借先发优势有望充分受益。东南亚作为全球制造业转移优选地，基建投资需求潜力较大，据商务部，预计21-30年需要大约2万亿美元；中东地区资金实力雄厚，投资需求旺盛，沙特为例，未来20年将在基础设施和房地产项目上投资约1.1万亿美元。随着“一带一路”、“制造出海”推进，新兴市场有望迎来黄金投资期。

国内上市后品牌、资金实力提升，短期低基数或将贡献高弹性

短期国内稳增长需求迫切，以重大基础设施项目为抓手，23年以来实物量加快落地中。国内市场国家重大投资项目通常对企业身份要求较高，公司上市后获多重优势加持，品牌效应明显、融资成本降低、资金实力增厚、杠杆空间大（22Q3末资产负债率15.08%），有利于公司推广具备竞争力的技术处理方案，获取优质项目，提升国内市场份额。公司2021年国内收入仅1.9亿元，22H1收入1.6亿元，短期低基数效应下有望实现高弹性。

长期对标英国Keller，目标市场1500亿，成长空间大

根据Keller集团，21年全球岩土工程市场约3000亿元，我们估算上海港湾目标市场需求（中国、东南亚、中东、拉美等）约占全球50%左右，对应1500亿市场规模，21年市占率约0.5%，若类比全球最大岩土工程专业承包商英国Keller，其收入规模多年来仍在持续增长中，21年实现营业收入22亿英镑，在其经营市场市占率达13.9%，公司远期仍有较大成长空间。

风险提示：海外市场投资落地不及预期，海外市场竞争加剧，新签订单不及预期，利润率不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	792.06	734.52	858.50	1,938	2,706
+/-%	(21.24)	(7.27)	16.88	125.74	39.63
归属母公司净利润(人民币百万)	108.40	61.34	155.14	223.22	321.94
+/-%	(25.51)	(43.41)	152.92	43.88	44.23
EPS(人民币，最新摊薄)	0.63	0.36	0.90	1.29	1.86
ROE(%)	13.27	5.45	10.69	14.08	17.87
PE(倍)	46.87	82.82	32.75	22.76	15.78
PB(倍)	6.01	3.62	3.39	3.03	2.63
EV EBITDA(倍)	30.10	34.12	19.70	12.59	8.50

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
核心逻辑.....	3
区别于市场的观点.....	3
地基处理龙头，深耕国际市场，迎高增长时代	4
核心工艺成本优势显著，造价节约 30%，工期缩短 50%.....	4
至暗时刻已过，22 年迎来订单、业绩高增长.....	6
短期：国内外双改善，业绩弹性较强	10
海外市场需求恢复，“一带一路”有望带动增量弹性.....	10
东南亚：全球制造业产业转移优选地，未来基建市场广阔.....	10
中东：投资需求旺盛，雄厚资金实力提供保障.....	12
“一带一路”十周年，第三届高峰论坛举办在即，有望为目标市场带来增量投资.....	13
公司优势：技术积淀深厚，独立出海能力强，国际化先发优势显著.....	14
国内稳增长加快落地，公司上市后品牌、资金实力提升，低基数迎高弹性.....	16
长期：对标英国 Keller，成长空间大	18
目标价 38.77 元，首次覆盖给予“买入”评级	22
历史复盘：经营表现好+国内稳增长/“一带一路”=显著超额收益.....	22
盈利预测与估值.....	22
风险提示.....	24

核心观点

核心逻辑

公司凭借独创的软地基处理专利技术“高真空击密法”起步，逐渐成为具备综合地基处理能力的全球化领先企业，深耕东南亚、中东等地，疫情前 2017-2019 年海外业务占比处于 80%-93%，短期海外业务有望受益核心市场复苏、“一带一路”加持，国内业务受益上市品牌资金实力提升，低基数拥有高弹性。根据我们不完全统计，2022 年公司累计签订合同额 10.16 亿元，已较 21 年 4.1 亿实现翻倍以上增长，预计将迎来订单、业绩高速增长阶段，22-24 年归母净利润为 1.56/2.52/3.52 亿，CAGR 约 79%。

长期对标国际龙头 Keller，成长空间大。根据 Keller 集团，21 年全球岩土工程市场约 3000 亿元，我们估算上海港湾目标经营市场需求（中国、东南亚、中东、拉美等）约占全球 50% 左右，对应 1500 亿市场规模，21 年公司市占率约 0.5%，若类比全球最大岩土工程专业承包商英国 Keller，其收入规模多年来仍在持续增长中，21 年实现营收入 22 亿英镑，在其经营市场市占率达 13.9%，我们认为上海港湾远期仍有较大成长空间。

区别于市场的观点

市场对于建筑公司存在固化印象，认为其毛利率低、应收账款较多导致资产质量和现金流较差，故对公司报表颇多疑惑，我们认为公司所处岩土工程领域与常规工程环节相比，其独有特点决定了公司拥有较高的毛利率（30%左右）和良好的现金流（经营性现金流/归母净利润约 1.3x）。地基处理属于隐蔽工程，且不同的地质应对不同的建筑物带有定制化特点，因此毛利率水平相对地面工程水平较高；同时地基处理环节处于项目前端、占项目投资总额比例小（一般 0-5%）、执行周期较短一般为 3-6 个月，使得其往往拥有较好的现金流。

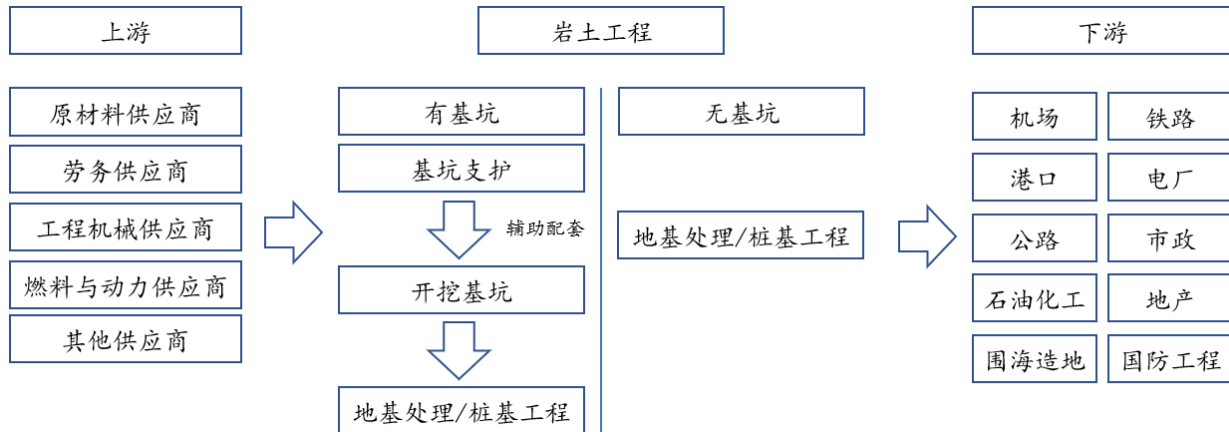
市场认为民企开展海外业务风险较大，跟踪验证难度较高，对项目真实性缺乏信任度，我们在本报告中对公司历史重要项目及客户、历年前五大客户预计对应项目、2022 年部分新签项目进行了梳理及交叉验证，认为公司有望进入业绩快速释放阶段。从 2018-2021 年前五大客户来看，总体收入贡献比例存在波动，但基本在 50% 左右，且各年份前五大客户并不固定，与当期主要执行重大的项目相关，主要是韩国现代、印尼及沙特本土多家大型建筑企业贡献较多。此外，公司 21 年末在手订单约 3.9 亿元，22H1 新签订单 5.2 亿元，11 月公告两项重大合同，分别是新加坡跨岛线一期和印尼雅加达卡里巴鲁港地基处理，合同金额折合人民币 1.65 亿和 2.96 亿，根据新加坡跨岛线一期项目业主之一隧道股份于 2021 年 12 月 21 日公告，与 LT Sambo 组成联营体中标该项目，并于 22 年 6 月正式开工。根据印尼港务公司官网，印尼雅加达卡里巴鲁港是印尼重要的港口建设计划，由政府交给国有港务公司负责（本次中标项目业主），规划周期 2014-2023 年。此外，根据国内招投标公示，2022 年 12 月公司中标镇海炼化项目约 3467 万元，我们认为不完全统计下，2022 年累计签订合同额 10.16 亿元，已较 21 年 4.1 亿实现翻倍以上增长。

市场认为对公司成长性存疑，我们认为对比全球最大岩土工程专业承包商英国 Keller，公司远期仍有较大成长空间。Keller 发源于英国，逐步拓展至欧洲，2000 年以后北美地区快速扩展，2006 年通过收购澳大利亚公司亚太地区迎来快速增长，发展至今欧洲、北美仍是主要市场，2021 年收入贡献分别约 25%和 59%。Keller 在核心市场市占率不断提升，支撑其收入持续增长，根据 Keller 集团年报、IHS Global Insight，2021 年全球岩土工程市场约 350 亿英镑，折合人民币约 3000 亿左右，2021 年 Keller 公司实现营收 22 亿英镑，在其经营市场（1890 亿人民币）市占率达 13.9%，较 20 年提升 0.1pct。我们估算上海港湾目标经营市场（中国、东南亚、中东、拉美等）约占全球 50% 左右，对应 1500 亿市场规模，21 年公司市占率约 0.5%，公司远期仍有较大成长空间。

地基处理龙头，深耕国际市场，迎高速增长时代 核心工艺成本优势显著，造价节约 30%，工期缩短 50%

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商。公司主营业务包括地基处理和桩基工程等，22H1 地基处理营收占比 91%，下游涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、石化、国防、围海造地等众多领域。

图表1：岩土工程产业链

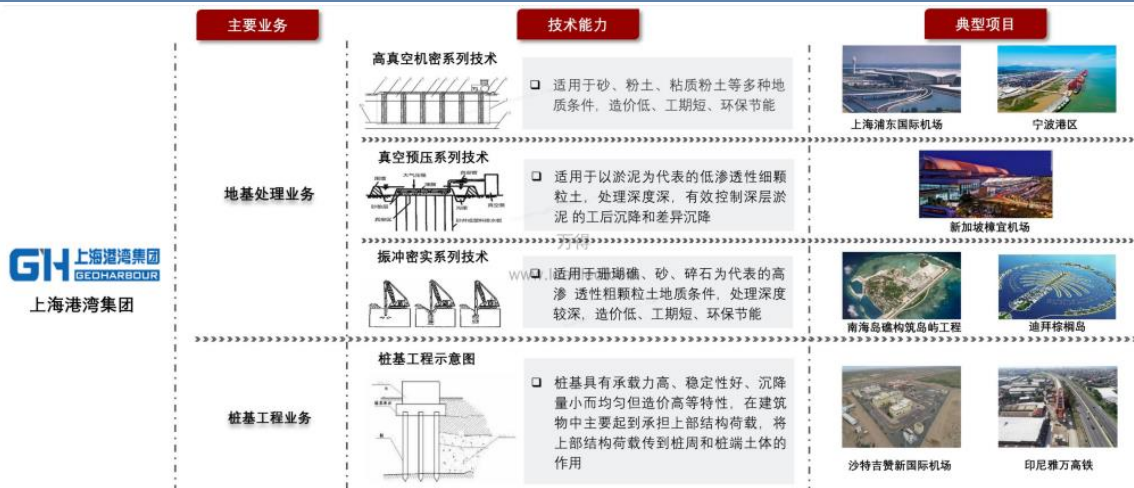


资料来源：华泰研究

公司独创软基处理专利技术“高真空击密法”，相比其他软基处理方式具有造价和工期优势。常用的地基处理有换填法、夯实法、振冲法、预压法、复合地基等多种专业技术方法，其中复合地基处理方法包括水泥土搅拌桩、粉煤灰碎石桩（CFG 桩）、灰土或土挤密桩等，实际地基处理过程中会基于上述工法变形或结合使用。公司核心技术高真空击密法源于真空预压和夯实法的组合使用，真空预压相比其他方法可实现材料的直接节约，结合夯实法可加快水分排出，进一步缩短工期，该工法特别在大面积软基处理上具有较强优势，比常规方法造价节省约 30%、工期节省 50%。

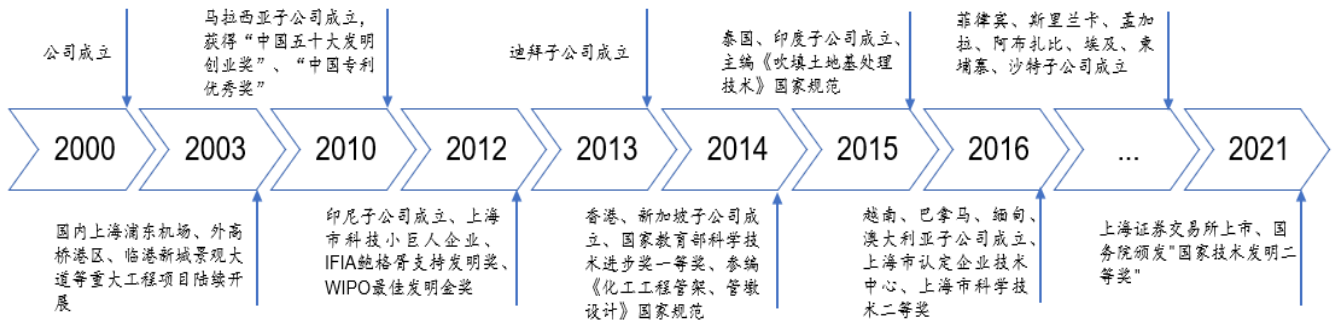
公司凭借独创的软地基处理专利技术“高真空击密法”起步，通过丰富的工程积累，逐步形成了高真空击密系列、真空预压系列、振冲密实系列等综合技术体系，成为具备综合地基处理能力的全球化领先企业，完成了境内外大中型岩土工程项目 100 余个，目前业绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区，涉及全球 15 个国家，疫情前 17-19 年海外业务占比处于 80%-93%，22H1 海外业务占比 60%。

图表2：公司核心技术体系及典型应用项目



资料来源：公司招股说明书，头豹研究院，华泰研究

图表3：公司历史沿革

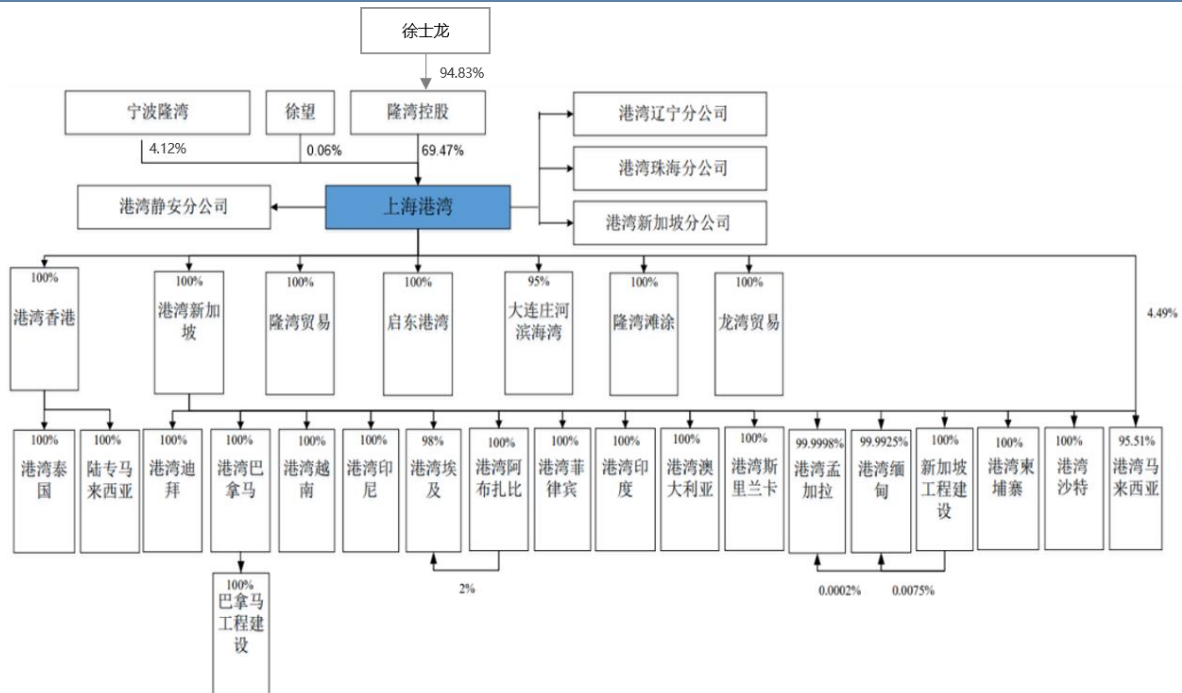


资料来源：公司官网，华泰研究

参编国内外行业规范，彰显龙头地位。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。公司是中国《吹填土地基处理技术规范》主编单位，参编中国《化工工程管架、管墩设计》、《吹填土地基处理技术规范》、《海岸软土地基堤坝工程技术规范》、《公路吹填流泥地基处理技术规范》国家规范、参编印尼《地基处理》国家规范等，并荣获“军队科技进步一等奖”、教育部“科学技术进步奖一等奖”、“中国专利优秀奖”、“上海市科学技术成果”、“上海市发明创造专利奖-二等奖”等奖项。

公司实际控制人徐士龙和徐望分别持有上海港湾 69.47%和 0.06%的股份，其中徐士龙通过持有隆湾控股 94.83%的股份间接控股上海港湾，公司员工持股平台宁波隆湾持有公司 4.99%的股份，包括 13 名高级管理人员和核心员工。

图表4：公司股权结构（截止 2023/3/22）



资料来源：公司公告，华泰研究

至暗时刻已过，22 年迎来订单、业绩高增长

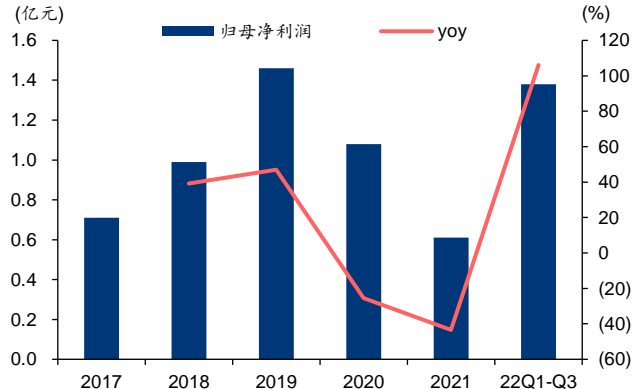
至暗时刻已过，22 年业绩迎来拐点。2017-2019 年公司营收稳步增长，期间 GAGR 为+5.5%，2020-2021 年受疫情影响，业绩持续下滑，其中 2021 年公司营收 7.35 亿元，同比-7.27%，归母净利 0.61 亿元，同比-43.41%。2022 年随着海外疫情管控放开、国内稳增长政策发力，公司境内外业务均显著改善，实现订单、业绩高增长。根据公司招股说明书，21 年新签项目 36 个，根据 2020 历史订单均值 1135 万元/个，我们预计 21 年新签订单金额约 4.1 亿元，年末在手订单约 3.9 亿元，22H1 新签订单 5.2 亿元，11 月公告两项重大合同，分别是新加坡跨岛线一期和印尼雅加达卡里巴鲁港地基处理，合同金额折合人民币 1.65 亿和 2.96 亿，根据新加坡跨岛线一期项目业主之一隧道股份隧道股份于 2021 年 12 月 21 日公告，与 LT Sambo 组成联营体中标该项目，并于 22 年 6 月正式开工。根据印尼港务公司官网，印尼雅加达卡里巴鲁港是印尼重要的港口建设计划，由政府交给国有港务公司负责（本次中标项目业主），规划周期 2014-2023 年。此外，根据国内招投标公示，2022 年 12 月公司中标镇海炼化项目约 3467 万元，我们认为不完全统计下，2022 年累计签订合同额 10.16 亿元，已较 21 年实现翻倍以上增长。据公司 2022 年业绩预增预告，预计全年实现归母净利约 1.45-1.65 亿元，同增 136.39%-169.00%，扣非归母净利约 1.40-1.60 亿元，同增 138.85%-172.97%。

图表5：2017-2022Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：2017-2022Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：2021-2022 年部分公开中标项目信息

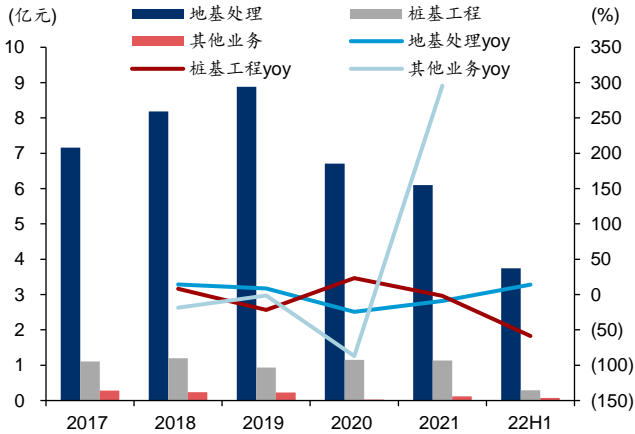
公告日期	项目名称	工期(月)	地点	中标/合同金额	业主	合同发包方	项目相关信息
2023/03/13	Piling Works Include Pile Cap And Earth Mat Works For The Proposed Data Centre Ignite	5	印尼西爪哇省芝卡朗	约 1,175 亿印尼卢比 (约合人民币 4,700 万元)		PT Digital Hyperspace Indonesia	PT Digital Hyperspace Indonesia 是 Global Telecom Capital Partner L.P. 的子公司, 总部位于香港, 主要在全球范围内从事电信和电信相关技术行业, 目标是基础设施资产、电信运营商、5G、人工智能、云计算、物联网、金融科技等成熟和成长型业务。PT Digital Hyperspace Indonesia 目前专注于印度尼西亚的数据中心开发。
2022/11/19	Ground Improvement Works with Deep Soil Mixing Method for Changi East Industrial Zone 1 & 2	21	新加坡樟宜东部工业区	31,907,982 新加坡元 (约合 1.65 亿人民币)	新加坡陆路交通管理局 (LTA)	STEC - LT Sambo Joint Venture 为上海隧道工程股份(新加坡)有限公司与 LT Sambo Co., Ltd. 新加坡分公司组成的联营体。	隧道股份于 2021 年 12 月 21 日公告和 LT Sambo 组成联营体中标该项目, 金额 36.35 亿元, 工期 8 年。2022 年 6 月项目正式开工。
2022/11/25	Ground Improvement in Kalibaru Terminal Reclamation Phase 1B	23	印尼雅加达卡里巴鲁港	约 6,435.52 亿印尼卢比 (约合 2.96 亿人民币)	印尼国有企业 Pelabuhan Indonesia II (Persero) (印尼港务公司)	印尼国有企业 PT PP, 雅加达证券交易所上市, JKLQ45 指数成分股, 股票代码 "PTPP.JK"。	该项目为丹戎不碌港的扩建工程, 为印尼重大基础设施建设项目之一。2012 年 4 月, 印尼发布 36 号总统令, 提出对丹戎不碌港的扩建计划, 并授命印尼第二港务集团负责扩建工程, 计划 10 年完成。2014 年 10 月, 佐科出任总统后, 计划在 14-19 年间投入 58 亿美元扩建丹戎不碌港。
2022/12/13	镇海基地二期(2)项目场地预处理工程施工_二标段			3467 万人民币		中石化宁波镇海炼化有限公司	
2022/3/4	泰州港靖江港区新港作业区深国际物流中心码头工程陆域地基处理施工项目 (SGJMT-DJCL 标段)			1100 万人民币		江苏兴旺物流有限公司	
2021/3/30	兵器工业集团精细化工及原料工程厂项目厂区地基预处理施工项目三标段	6	辽宁省盘锦市辽东湾新区	4438 万人民币		北方华锦联合石化有限公司	

资料来源：公司公告，招投标网，华泰研究

地基处理是公司核心业务, 2017-2021 年占公司总营收 80% 以上, 桩基工程收入占比维持 10% 左右。22H1 公司地基处理收入 3.74 亿元, 占总营收比 91%, 桩基工程收入占比 7%。

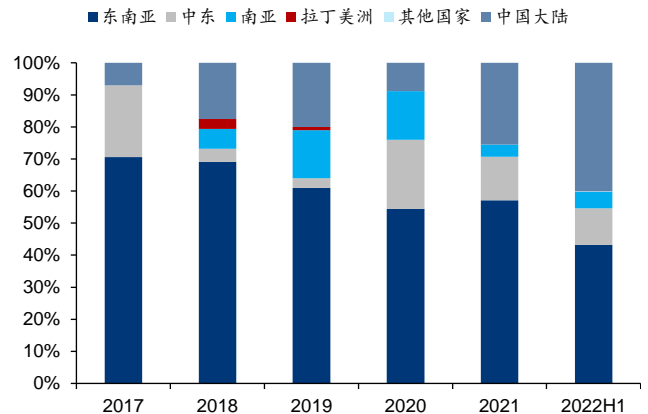
深耕国际市场, 受疫情影响, 21 年以来海外收入绝对量及占比有所下降。2017-2019 年, 公司海外业务占比分别为 93%/83%/80%, 2020-2022H1 公司海外业务收入占比持续下降, 22H1 公司境外收入 2.46 亿元, 占总营收比重自 2017 年的 93% 降至 2022H1 的 60%。细分来看, 东南亚地区依然为公司主要营收来源, 22H1 占公司总营收的 43%, 中国大陆、中东和南亚分别占总营收的 40%、12% 和 5%。

图表8: 2017-22H1 公司分业务收入



资料来源: Wind, 华泰研究

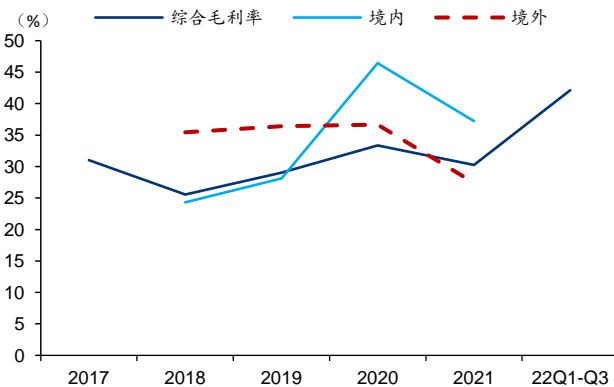
图表9: 2017-22H1 公司分地区收入占比



资料来源: Wind, 华泰研究

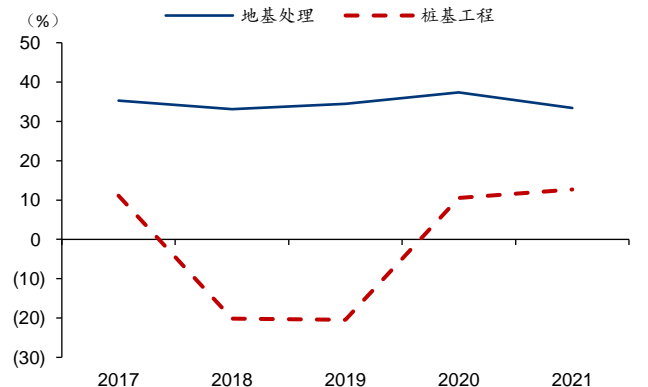
核心业务地基处理毛利率较高, 稳定在 35%左右。公司综合毛利率近年来处于 25%以上, 短期毛利率受业务结构变化、疫情等因素影响有所波动, 22 年随着海外疫情放开、低利润率的桩基业务占比降低, 毛利率显著回升, 公司 9M22 综合毛利率 42%, 较 21 年提高 11.9pct。分地区看, 20-21 年境内业务毛利率出现明显提升高于境外业务, 我们判断主要系境外桩基业务占比高于境内所致。分业务类型看, 地基处理业务毛利率稳定在 35%左右, 公司桩基工程业务主要集中在马来西亚, 2018-2019 年因当地政治因素及原材料成本提升导致毛利率水平出现下滑, 自 2020 年起随着公司业务的正常开展出现回升。

图表10: 2017-22Q3 综合毛利率及分境内、境外业务毛利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 2017-2021 年分项目毛利率

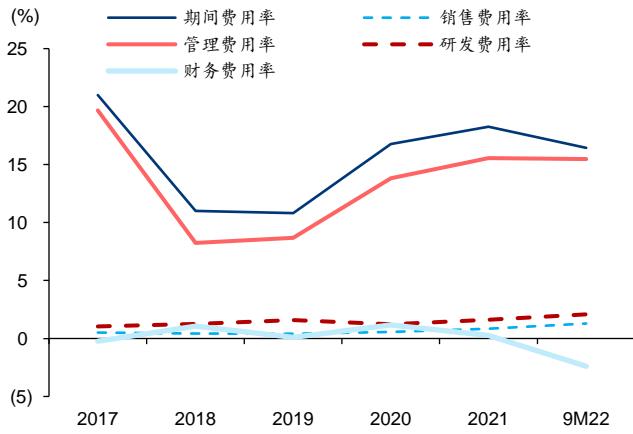


资料来源: Wind, 华泰研究

随着收入高增长, 规模效应有望带动期间费用率优化。公司期间费用主要来自于管理费用, 2020-2021 年受收入下滑影响, 管理费用率上升带动期间费用率增加, 9M22 期间费用率有所改善, 同比-0.1pct 至 16.5%, 主要系汇兑损益增加使得财务费用率同比-2.7pct 至-2.4%, 管理费用率同比+1.4pct 至 15.5%, 主要系市场回暖业务增加, 公司进行人员扩张所致, 未来随着订单向收入转化, 有望改善。

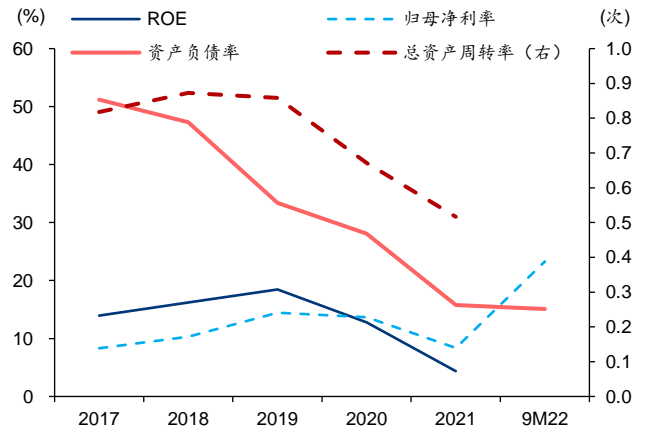
公司资产负债率较低 22Q3 末仅 15%, 2022 年以后 ROE 有望进入回升通道。2019-2021 年公司归母净利率、资产负债率、总资产周转率均有所降低, 导致 ROE 持续下滑, 随着未来收入好转, 利润率和周转率有望修复提升, 而当前资产负债率较低有较大加杠杆空间, 我们认为公司未来 ROE 有望进入上升通道。

图表12: 2017-9M22 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 2017-9M22 公司资产负债率/总资产周转率/ROE



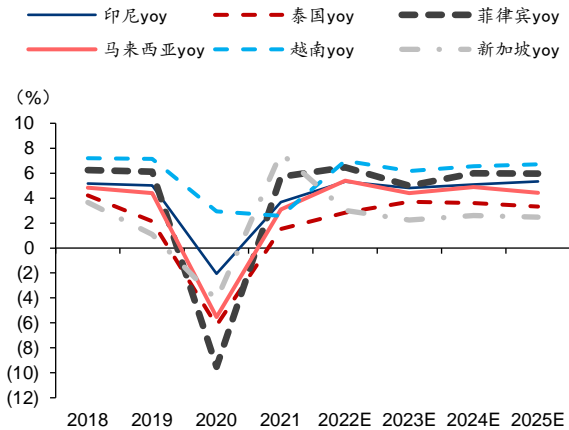
资料来源: Wind, 华泰研究

短期：国内外双改善，业绩弹性较强

海外市场需求恢复，“一带一路”有望带动增量弹性

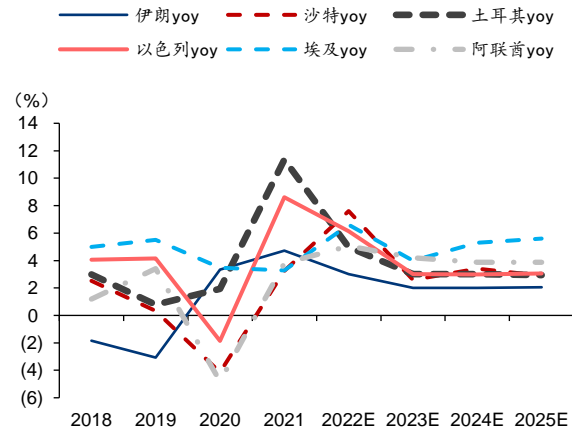
疫情影响渐弱，东南亚、中东主要国家经济恢复情况良好。目前全球逐渐进入后疫情阶段，东南亚、中东等地区 GDP 增速自 2021 年起出现较为明显的回升，根据国际货币基金组织预测数据，2022-2025 年东南亚和中东地区将逐渐回到疫情前的增长水平。投资方面，受疫情影响，2020 年大部分国家固定资产形成总额略有下降，但占 GDP 比重依然较高，其中东南亚国家占比约 20%，大部分中东国家则占约 25%。

图表14：2018-2025E 东南亚主要国家 GDP 增速



注：主要国家选取原则为 2021 年东南亚 GDP 由高到低排序的前六个国家
 资料来源：Wind，国际货币基金组织，华泰研究

图表15：2018-2025E 中东主要国家 GDP 增速

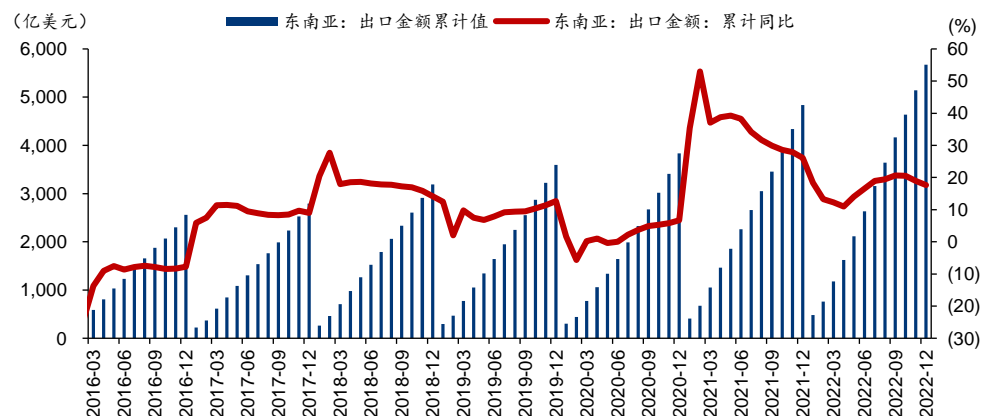


注：主要国家选取原则为 2021 年中东 GDP 由高到低排序的前六个国家
 资料来源：Wind，国际货币基金组织，华泰研究

东南亚：全球制造业产业转移优选地，未来基建市场广阔

东南亚区位优势独特，基建投资环境良好。东南亚地区总面积约 457 万平方公里，人口约 6.8 亿，人口密度与我国 90 年代相当，人口密集带来的廉价劳动力以及相对稳定的政治环境使东南亚成为制造业转移的优选地，优越的地理位置以及快速发展的交通运输基础设施使当地进一步受到资本的青睐。除制造业投资有望快速增加，目前东南亚国家基础设施建设仍较薄弱，随着经济实力迅速壮大，叠加疫情后经济复苏需求，基建投资作为重要基础支撑，需求有望持续提升，近年来东南亚国家陆续推出大规模基础设施建设工程投资计划。

图表16：2016-2022 年东南亚出口金额累计值及同比变化



资料来源：Wind，华泰研究

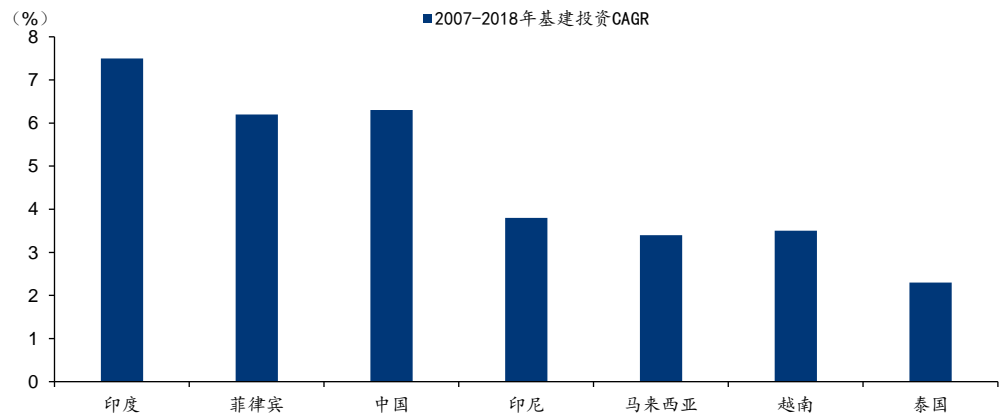
图表17：东南亚部分国家基建投资计划

国家	基础设施建设投资计划
印尼	2020-2024 年用于基建的基金总额 4297 亿美元，较 2015-2019 年增长 20%
菲律宾	2022 年基础设施占 GDP 的比重目标为 5.9%，到 2028 年公共基础设施领域的支出占 GDP 的比重达 6.3%
马来西亚	2023 年基础设施发展预算 204.3 亿美元，共有 7615 个项目，同增 25.7%
越南	2021-2025 年阶段中期公共投资资金约 1206 亿美元，较 2016-2020 年前增加约 366 亿美元，其中大部分将用于交通基础设施建设
泰国	2023-2032 年用于基础设施建设政府投资不少于 5 亿万铢（1445 亿美元）
柬埔寨	2022-2024 年需约 175 亿美元投资一般工业，年均投资额约占 2021 年 GDP 的 21.6%

注：柬埔寨投资计划中的一般工业指采矿业、制造业、电力、天然气和水以及建筑子工业

资料来源：各国政府网站，华泰研究

东南亚基建市场增长潜力大，有望复制“中国模式”。新兴市场对全球基础设施建设发挥了主要作用，根据瑞士再保险集团数据，2007-2018 年全球新兴市场基建投资每年增长 4.7%，较发达市场高 3.7pct，其中亚洲占新兴市场总量的 75%，占全球基建支出的 45%，东南亚国家占亚洲市场总量的 10% 左右。据商务部，2021-2030 年东南亚基础设施投资需要大约 2 万亿美元融资，基建投资需求潜力较大。根据中化岩土招股说明书，预计化工和基础设施领域地基处理平均占项目总投资的 5%，由于不同项目地基投资占比差异较大，我们假设地基处理投资占项目总投资 1%~5%，由此估算 21-30 年东南亚地基处理市场规模约 200~1000 亿美元，对应年规模 20~100 亿美元。考虑到东南亚地区经济基础、产业结构、文化背景与上世纪八九十年代的中国较为相似，叠加疫情后经济复苏需求，东南亚地区有望参考中国的投资发展路径。根据亚洲开发银行报告《RETHINKING INFRASTRUCTURE FINANCING FOR SOUTHEAST ASIA IN THE POST-PANDEMIC ERA》（2023 年 2 月），印尼、马来西亚、越南、泰国等地区 2007-2018 年基建投资 CAGR 相对较低，处于 2.3-3.8% 之间，随着未来众多基建投资计划执行，有望提速。此外，东南亚国家 2020 年固定资产形成总额占 GDP 比重目前除印尼外，多处于 20-24% 区间，与中国 1997-2001 年间固定资产形成总额平均占 GDP 比重 33.52% 相比，仍有较大提升空间。

图表18：亚洲部分国家 2007-2018 年基建投资 CAGR

资料来源：全球基础设施中心，牛津经济研究所，华泰研究

图表19：2018-2020 年亚洲部分国家固定资产形成总额及 2020 年占 GDP 比重（百亿本位币）

地区	国家	2018	2019	2020	2020 占 GDP 比重 (%)	1997-2001 平均占 GDP 比重 (%)
东南亚	印尼	478,938	511,949	489,705	31.72	33.52
	泰国	373	381	363	23.24	
	菲律宾	498	530	382	21.30	
	马来西亚	35	35	30	20.93	
	越南	132,191	146,299	158,474	19.89	
	新加坡	12	12	10	21.02	
	柬埔寨	2,245	2,570	2,544	24.02	
东亚	中国					33.52

资料来源：Wind，华泰研究

基础建设投资项目储备丰富，重点关注道路和能源领域。2022年以来，东南亚各国在建或即将开工基础设施建设项目数量丰富，涵盖交通、能源、市政、文旅等多个领域，总投资金额已超1.5万亿元。从行业来看，根据前述亚洲开发银行报告，指出道路（约占总投资的35%）和能源（34%）将成为未来20年亚洲市场关键的基础设施增长部门，大约1/3的能源投资将用于可再生能源，目前可再生能源在印尼/马来西亚/泰国的份额分别为11%/22%/22%，而亚洲平均水平为34%，为进一步投资留下了充足的增长空间。

中东：投资需求旺盛，雄厚资金实力提供保障

中东国家基础设施建设总体滞后，发展较不均衡。中东国家大都曾是欧洲国家的殖民地或半殖民地，基础设施建设起步较晚，总体十分落后。自上世纪七十年代起，中东产油国经济崛起，经济实力逐步增强，政府开始出资兴建能源、运输、通讯、水利、电力等基础设施，但发展依然很不均衡。中东地区海合会国家依靠巨额石油美元建立了现代化的基础设施，土耳其和以色列经济的增长也形成了较为完善的基础设施；然而埃及、伊朗和阿尔及利亚等国因经济乏力和投资不足，导致基础设施建设相对落后，也门、伊拉克、利比亚和叙利亚等国受战乱影响，基础设施遭到严重破坏。

投资需求旺盛，石油美元的发展为基础设施建设提供资金保障。21世纪以来，全球石油、天然气和矿产品的需求高涨，人口和经济的快速增长带动了投资的增加，政府和私营领域的大量石油美元积极寻找投资领域，而基础设施建设投资机会为石油美元提供了很好的出路。根据《阿拉伯新闻》2022年9月6日报道，沙特在2016年提出“2030愿景”后将成为世界上最大的建筑工地，并将在基础设施和房地产项目上投资约1.1万亿美元；阿联酋将在2030年前投资约110亿美元建设低碳电力和海水淡化基础设施；埃及提出“新行政首都”规划；科威特提出“新科威特2035愿景”。目前阿拉伯国家基础设施建设规模约占全球的20%，根据经济合作与发展组织（OECD）预测，2016-2030年间，全球基础设施年均投资需求约6.3万亿美元，则阿拉伯国家预计约1.26万亿美元，若按照上文地基处理投资占项目总投资1%~5%假设计算，对应地基处理投资市场规模约126~630亿美元。

图表20：2018-2020年中东部分国家固定资产形成总额及2020年占GDP比重（百亿本位币）

地区	国家	2018	2019	2020	2020占GDP比重(%)
中东	沙特	62	66	62	23.41
	土耳其	111	112	138	27.38
	以色列	29	29	29	20.48
	阿尔及利亚	821	790	754	41.02
	摩洛哥	31	32	29	26.45
	阿曼	1	1	1	28.90
	突尼斯	2	2	2	15.80
	约旦	1	1	0.4	14.34

资料来源：Wind，华泰研究

图表21：2022年中东各国在建或即将开工部分基础设施项目一览

国家	投资领域	项目	金额(亿元)	时间规划	总投资金额(亿元)
埃及	交通	交通建设	1117	预计2024年建成	4137
	能源	农业，工业，能源，建设	1425		
		电力系统	106.6		
	其他	房屋，水利，排水	1070		
		教育，学校建设	251.8		
阿联酋	交通	双层公路项目	189	预计2025-2026年投入运营	1650
		超级高铁	413	2025年开始建设，预计2030年建成	
		迪拜新达哈大桥	95.9	预计2027年建成	
		国家铁路计划，从阿布扎比到富查伊拉，将连接整个阿联酋	952	2021.12宣布启动，预计到2030年将创造9000多个工作岗位	
		世界最大机场		2022.12报道	
沙特阿拉伯	能源	世界级石化项目 Amiral	770	2022.12决定，将于2023开工建设，2027投入商业运营	39312
	其他	Neom 新城	35000	第一阶段将于2023年完成，第二阶段将于2030年完成	
		Ad Diriyah 豪华度假村	3542	2022.12报道	
卡塔尔	能源	阿尔卡萨光伏项目	29.19	2022.10投产	29

资料来源：各国政府网站，华泰研究

“一带一路”十周年，第三届高峰论坛举办在即，有望为目标市场带来增量投资

“一带一路”十周年再迎催化，有望为目标市场带来增量投资。自 2013 年首次提出“一带一路”倡议已过去十周年，截至 2022 年 2 月，我国已经与 147 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件。目前，“一带一路”发展重心逐渐从中亚和非洲转向市场前景更为广阔的东南亚及中东地区，且我国持续深化与各国政府的顶层合作，努力实现互利共赢。我们认为，随着今年第三届“一带一路”高峰论坛的召开，更多区域性基建合作有望落地，沿线国家的基建需求将在未来几年内得到进一步释放。

东南亚是“一带一路”的重要合作区域，22 年 11 月以来我国正不断加强与东南亚的双边合作。我国在 2020 年就同东盟 10 国以及日韩澳新等正式签署了《区域全面经济伙伴关系协定》，并于 2022 年初生效，对区域经济一体化、促进区域贸易投资和增长影响深远。2022 年 11 月以来，我国加强与老挝、泰国、印尼和越南等国的顶层合作交流，不断强化与东南亚各国的双边合作关系，在更好地落实“一带一路”倡议的同时，也为基础设施建设投资创造了更为有利的环境，我们预计未来与东南亚地区的区域性投资合作协议有望加速落地。

图表 22：2022-2023 年初我国与东南亚部分国家顶层合作一览

地区	国家/地区	相关事项	时间
东南亚	菲律宾	菲律宾总统访华，双方承诺深化农业、基建、能源和人文四大重点领域合作，并在国防、安全、科技、贸易和投资等领域拓展更多合作途径	2023/1/3
	老挝	老挝主席访华，共同发表《关于进一步深化中老命运共同体建设的联合声明》	2022/12/1
	泰国	习主席访泰，共同发表《中华人民共和国和泰国关于构建更为稳定、更加繁荣、更可持续命运共同体的联合声明》	2022/11/19
	印尼	习主席与印尼总统会晤，就加强中印尼全面战略伙伴关系和共建中印尼命运共同体达成新的重要共识	2022/11/16
	越南	越南总书记访华，共同发表《关于进一步加强和深化中越全面战略合作伙伴关系的联合声明》	2022/11/1

资料来源：中国政府网，华泰研究

顶层合作日益密切，中国与中东国家关系有望迈上新台阶。我国十分重视与中东地区的经贸合作，截至 2022 年末中国已同 21 个阿拉伯国家及阿盟签署了“一带一路”合作文件。2023 年 2 月伊朗总统访华，两国签订了价值 4000 亿美元的“25 年全面合作协议”，声明两国将在各领域进一步开展全面工作；此前，国家主席习近平应邀出席首届中阿峰会、中海峰会并访问沙特，两国元首签署《中华人民共和国和沙特阿拉伯王国全面战略伙伴关系协议》，同意每两年在两国轮流举行一次元首会晤，一致同意对接共建“一带一路”倡议同沙特“2030 愿景”，双方发表联合声明，签署 20 份合作成果文件，覆盖共建“一带一路”、能源、投资等领域。此外，中国与海合会国家将构建能源立体合作新格局，开展油气贸易人民币结算。

图表 23：2022-2023 年初我国与中东国家部分顶层合作一览

地区	国家/地区	相关事项	时间
中东	伊朗	伊朗总统莱希访华，中伊两国签订了价值 4000 亿美元的“25 年全面合作协议”，共计 20 份合作协议，内容涵盖农业、贸易、旅游和环保等多个领域	2023/2/14
	海合会	中海峰会决定，未来 3-5 年，中国愿同海合会国家在以下重点合作领域作出努力：构建能源立体合作新格局。中国将继续从海合会国家扩大进口原油、液化天然气，加强油气开发、清洁低碳能源技术合作，开展油气贸易人民币结算	2022/12/9
	沙特	习近平主席在访问期间和萨勒曼国王签署了《中华人民共和国和沙特阿拉伯王国全面战略伙伴关系协议》，双方强调，加强能源合作是两国重要战略伙伴关系的体现	2022/12/9
	沙特	中国政府与沙特政府签署了《中华人民共和国政府和沙特阿拉伯王国政府关于共建“一带一路”倡议与“2030 愿景”对接实施方案》，双方欢迎就氢能、司法、中文教学、住房、直接投资、广播电视、数字经济、经济发展、标准化、新闻报道、税务管理和反腐败等领域合作签署 20 项政府间协议和谅解备忘录	2022/12/9
	阿拉伯国家	习主席于 12 月 7 日至 10 日赴沙特利雅得出席首届中国—阿拉伯国家峰会、中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会并对沙特进行国事访问	2022/12/7
	巴勒斯坦	签署《中华人民共和国政府与巴勒斯坦国政府在共建“一带一路”倡议下关于共同关心事项的谅解备忘录》	2022/12/6
	阿拉伯国家	外交部发表《新时代的中阿合作报告》，回顾中国同阿拉伯国家友好交往历史，梳理新中国成立后特别是新世纪新阶段中阿友好交往实践，展望构建中阿命运共同体的前景和方向	2022/12/3
	沙特	沙特阿美与中石化签署谅解备忘录，概述了沙特阿美与中石化的战略合作途径	2022/8/3

资料来源：中国政府网，华泰研究

中国企业积极参与中东市场，2023 年有望迎来更多合作和项目落地。中东地区基础设施建设仍处于快速发展的窗口期，中国企业依托资金、技术、设备优势与当地较大的基础设施建设需求和经济发展规划深度融合，根据中国商务新闻网（商务部），2021 年中国企业在阿拉伯国家的承包工程项目完成营业额超过 260 亿美元（约占总额的 17%）。近日，沙特和中国企业签署了 34 项投资协议，协议涵盖绿色能源、绿色氢能、光伏能源、信息技术、云服务、交通、物流、医疗产业、住房和建筑工厂等多个领域。我们认为，随着今年第三届“一带一路”高峰论坛的召开，中国企业的潜力有望被进一步释放，更多合作成果和项目清单有望落地。

图表 24：2022 年底部分中国企业与沙特签订合作协议

中国企业	合作内容
中国石化	中国石化与沙特阿美于就福建古雷二期项目签署了合作框架协议，二期项目计划建设 1600 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯裂解及下游衍生物一体化装置，预计 2025 年底建成投产。同时，中国石化与沙特阿美、沙特基础工业公司签署了合作谅解备忘录，拟在沙特延布联合开发大型将液体原料转化成化工产品的项目，该项目将与延布炼厂实现协同优化
中国化学	旗下所属天辰公司于近日与沙特基础工业公司签署了沙特沙比克 PKNMTBE 项目 EPC 总包合同，该项目采用 UOP 技术，在现有工厂内新建一座 100 万吨的 MTBE 生产装置。装置范围包括正丁烷异构、异丁烷脱氢、MTBE 合成三个主装置，附带其他配套公用工程的建设工作
天际汽车	中国新能源汽车品牌天际汽车（长沙）集团有限公司近期完成了与沙特的合资合同签订，天际汽车将是世界首个在沙特投产的新能源汽车企业
华为	沙特阿拉伯与华为签署了一份谅解备忘录（MoU），以加强在该国的云计算和智能基础设施投资。谅解备忘录涉及在该国主要城市建立智能工业基础设施的计划，以及云计算举措
山东能源集团	双方正在探索在中国的综合炼油石化机会。两家公司签署了谅解备忘录，其中包括潜在原油供应和化学产品采购协议，并支持沙特阿美在山东省建设下游行业项目。谅解备忘录范围扩大到涉及氢、可再生能源和碳收集及储存相关技术的合作
中国电建	沙特阿拉伯私营公用事业公司 ACWAPower 表示已与中国电建签署了一项价值 15 亿美元的协议
中广核	中国广核能源国际控股与沙特能源公司 AlJomaihEnergy&WaterCo 签署了框架合作协议，双方将在阿拉伯波斯湾区域、孟加拉、阿塞拜疆和亚洲其他地区共同发展多个太阳能、风力、燃气和热力发电项目，累计签约装机容量超 1000 万千瓦

资料来源：各公司公告，华泰研究

公司优势：技术积淀深厚，独立出海能力强，国际化先发优势显著

公司自 2008 出海，已在全球拥有较多具有行业影响力的重大工程：包括南海岛礁构筑岛屿工程、新加坡樟宜机场、印尼雅万高铁、孟加拉国 Matarbari 电厂、迪拜世界岛、沙特吉赞新国际机场等。

图表 25：公司重大工程项目

区域	典型项目
境内	南海岛礁构筑岛屿工程、上海浦东国际机场、上海港外高桥港区、宁波港区、福建平潭综合试验区、青岛大炼油
东南亚	新加坡樟宜机场、新加坡德光岛、印尼雅加达国际机场、印尼 Palembang-Indralaya 高速公路、印尼雅万高铁、印尼 java-7 燃煤电厂、印尼 PIK2 项目、马来西亚 Balingian 燃煤电厂、越南沿海二期燃煤电厂
南亚	孟加拉国 Matarbari 电厂、孟加拉国巴瑞萨燃煤电厂
中东	迪拜 Hassyan 清洁煤电站、迪拜世界岛、迪拜棕榈岛、沙特 Tanajib 石化项目、沙特吉赞新国际机场
拉美	巴拿马科隆厂

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

积累了丰富的国际化客户资源。公司客户包括全球知名跨国企业集团、上市公司、政府部门等业主或总承包商，已与中石化、上海电气、中国电建、韩国现代集团、迪拜 Nakheel (PJSC)、印尼 PT. Waskita Karya (Persero) Tbk、印尼 PT. Agung Sedayu Group、印尼 PT. PP (Persero) Tbk、日本 Penta-Ocean Construction Co.,Ltd. (五洋建设株式会社)等知名企业建立良好合作关系。从 2018-2021 年前五大客户来看，总体收入贡献比例存在波动，但基本在 50%左右，主要是韩国现代、印尼及沙特本土多家大型建筑企业贡献较多，但各年份前五大客户并不固定，与当期主要执行重大的项目相关。

图表26: 公司部分境外知名客户

境外客户	简介
韩国现代集团	2019年《财富》世界500强企业。
PT. Waskita Karya (Persero) Tbk	印尼国有企业, 印尼建筑行业领先企业之一, 雅加达证券交易所上市, JKLQ45 (即印尼流动性最佳45档股票指数) 指数成分股, 股票代码“WSKT.JK”
PT. Agung Sedayu Group (安达集团)	成立于1971年, 系印尼最大的房地产公司之一。
PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk	印尼国有企业, 主要业务涵盖建筑、机电、工业、房地产及采矿业。JKLQ45 指数成分股, 股票代码“WIKA.JK”。
PT. Hutama Karya (Persero)	印尼的一家国有企业, 专业从事高速公路的建设。
PT. PP (Persero) Tbk	印尼知名建筑业企业集团, 基础建设的主要参与者之一。JKLQ45 指数成分股, 股票代码“PTPP.JK”。
Penta Ocean Construction Co.,Ltd. (五洋建设株式会社)	日本知名的建筑企业, 2021年ENR全球最大250家国际承包商排名65位。东京证券交易所上市, 股票代码“1893.T”。
Nakheel. (PJSC)	迪拜的世界级综合开发商, 曾承担迪拜世界岛、朱美拉棕榈岛、德拉棕榈岛、迪拜龙城等众多大型综合地产开发项目。
Grace FCC Catalysts Middle East LLC (格雷斯化工(中东))	纽交所上市公司W.R.Grace&Co., (股票代码“GRAN”) 下属企业。Grace 化工是一家全球领先的特种化学品和材料生产、销售企业。
Butec S.A.L	1964年成立于黎巴嫩, 中东地区的领先的EPC承包商, 专业从事基建、工业设施、油气能源、电力等。
Mohammed Abdulmohsin Al Kharafi & Sons	1956年成立, 位于科威特的大型基建EPC集团公司, 主要业务区域覆盖中东及非洲, 21年ENR全球最大250家国际承包商排名153位。
Safari Company	Safari Group 子公司。Safari Group 创立于1984年, 是沙特一家综合型领军企业, 主要从事建筑、管理、贸易与投资。
Dredging International Asia Pacific, Pte Ltd	DEME Group (比利时) 子公司。该集团组建于19世纪末, 系在疏浚和填海造地、近海能源市解决方案、环境和基础海洋工程等领域的世界领先企业。
Royal Boskalis Westminster N.V.	全球疏浚吹填的主流公司, 提供有关的建设和国际航运基础设施的服务。泛欧交易所上市, 股票代码“BOKA.AS”。
UOA Development Bhd Group	成立于1987年, 马来西亚知名房地产企业集团。
YTL Corporation Berhad (杨忠礼集团)	马来西亚大型综合类企业, 业务包含地产投资和开发、公用事业等。马来西亚股票交易所上市, 股票代码“4677.KL”。
Ekovest Berhad	主要从事土木工程和建筑施工等业务, 马来西亚股票交易所上市, 股票代码“8877.KL”。

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表27: 2018-2021年公司前五大客户及涉及项目

年度	客户名称	销售额 (万元)	占主营 收入比例	涉及项目
2021年	Cambodia Airport Investment Co., Ltd	13,186.07	18.13%	柬埔寨新金边机场
	第二名客户	7566.55	10.40%	
	北方华锦联合石化有限公司	4046.5	5.56%	
	第四名客户	3842.39	5.28%	
	中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	3176.21	4.37%	
合计	31,817.72	43.7%		
2020年	Safari Company CJSC	15,099.82	19.13%	沙特吉赞新国际机场项目
	PT. Kukuh Mandiri Lestari	14,156.00	17.94%	印尼人工岛项目
	Hyundai Engineering & Construction Co.,Ltd.	12,761.10	16.17%	孟加拉国 Matarbari 电厂, 新加坡德光岛项目, 沙特 Marjan 石油增产开发项目, 印尼 Cirebon 2 燃煤电厂项目
	PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk	6,992.08	8.86%	印尼雅万高铁
	PT. Lianfa Textile Indonesia	3,666.05	4.65%	印尼 Kendal 高档服装面料厂地基处理项目
	合计	52,675.06	66.75%	
2019年	PT. Kukuh Mandiri Lestari	21,897.28	21.80%	印尼人工岛项目
	Hyundai Engineering & Construction Co.,Ltd.	12,031.49	11.98%	孟加拉国 Matarbari 电厂, 新加坡德光岛项目, 沙特 Marjan 石油增产开发项目, 印尼 Cirebon 2 燃煤电厂项目
	PT. Waskita Karya (Persero) Tbk	8,042.23	8.01%	印尼巨港 Pekerjaan Vacuum system 轻轨项目, 印尼 Pematang Panggang-Kayu Agung 高速公路, 三亚某房建 II 标段工程地基处理工程
	江苏洋井石化集团有限公司	7,493.25	7.46%	东华能源烷烃资源综合利用项目
	中国电建集团港航建设有限公司	5,386.55	5.36%	新加坡 Cut&Cover 隧道 Z2E 区域地基处理工程, 印尼西加里曼丹燃煤电厂地基处理工程, 孟加拉国巴瑞萨燃煤电厂, 阿布扎比 Taweelah 冶炼厂强夯与碎石桩处理工程
	合计	54,850.79	54.61%	
2018年	PT. Waskita Karya (Persero) Tbk	14,666.91	15.25%	印尼巨港 Pekerjaan Vacuum system 轻轨项目, 印尼 Pematang Panggang-Kayu Agung 高速公路, 三亚某房建 II 标段工程地基处理工程
	PT. Kukuh Mandiri Lestari	12,014.95	12.49%	印尼人工岛项目
	PT. Hutama Karya Infrastruktur	7,977.27	8.30%	印尼 Palembang-Indralaya 高速公路
	盛虹炼化(连云港)有限公司	7,109.90	7.39%	盛虹炼化原油、成品油罐区项目, 盛虹炼化场站预处理项目, 盛虹炼化一体化项目一期工程场站预处理真空预压工程(六标段)
	Hyundai Engineering & Construction Co.,Ltd.	6,350.32	6.60%	孟加拉国 Matarbari 电厂, 新加坡德光岛项目, 沙特 Marjan 石油增产开发项目, 印尼 Cirebon 2 燃煤电厂项目
	合计	48,119.35	50.04%	

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

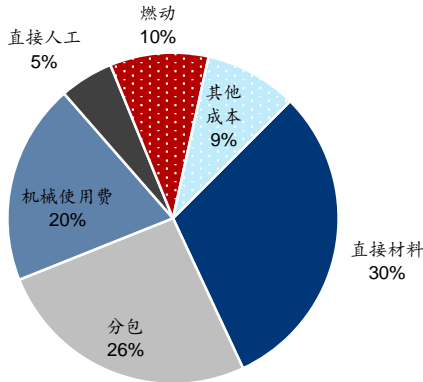
公司此前海外市场竞争对手主要是老牌欧美企业，国内岩土工程“走出去”企业较少。中国作为全球基建大国，建设用地的地质条件具有多样化特点、高难度施工项目多，为公司积累深化各种类型复杂地基处理能力营造了良好的项目土壤，因此相比梅纳公司 (Menard Soltraitement)、凯勒集团 (Keller Group plc)、宝峨集团 (Bauer Group) 等欧美竞争对手，公司在真空预压等系列工法上拥有更强的方案优化、技术以及成本控制能力。

公司海外市场属地化经营优势显著，无惧境内企业“走出去”，成本控制力短期难复制。公司核心地基处理业务主要成本是原材料、分包和机械使用费，21 年占地基处理成本比例分别为 30%/26%/20%。核心原材料主要是排水板、土工布、真空膜，地基处理涉及不同的施工方法，其中真空预压法、堆载预压法、真空联合堆载预压法等真空预压系列工法通常需要使用这类原材料；而其他工法，如强夯法、无填料振冲法、水泥搅拌桩法等工法无需使用排水板、土工布、真空膜。

全球化采购能力打造成本优势。公司工程管理部牵头、成本控制部配合，统一安排调度全球项目人员、机械设备、物资供应等资源，能够有效控制项目成本。原材料采购方面，公司通过成本控制部集中安排所有项目的采购，而多区域经营能够为公司提供更优采购方案；分包方面，通常项目所属地供应商具有一定成本优势，公司经过与当地企业长期合作，已经筛选出优质的分包方，减少甄别和试错成本。

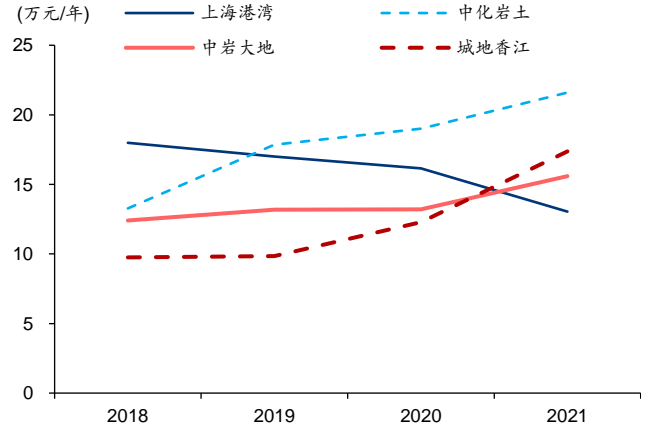
公司积极培养境外经营人才，持续提升外籍员工比例。22H1 末境外员工超 400 人，占比约 79%，较 20 年末提升 3.1pct，境外员工精通当地的语言，熟悉当地的文化、法律法规、行业标准，能够高效地与设计方和业主方沟通、谈判，为业主提供专业化、定制化的服务。同时持续提升外籍员工比例，有助于人力成本持续优化。

图表28：2021 年公司地基处理业务成本构成



资料来源：Wind，华泰研究

图表29：2021 年公司人均薪酬低于国内岩土工程公司

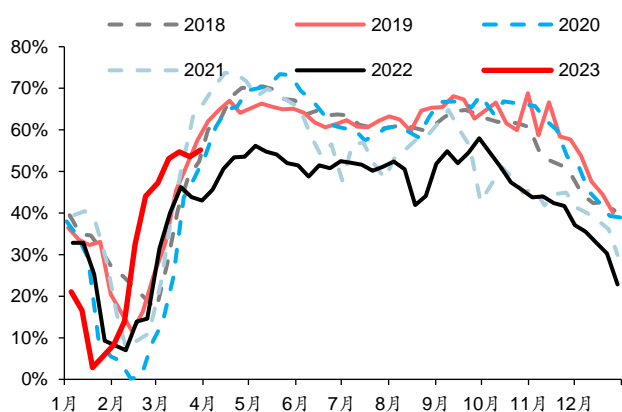


资料来源：Wind，华泰研究

国内稳增长加快落地，公司上市后品牌、资金实力提升，低基数迎高弹性

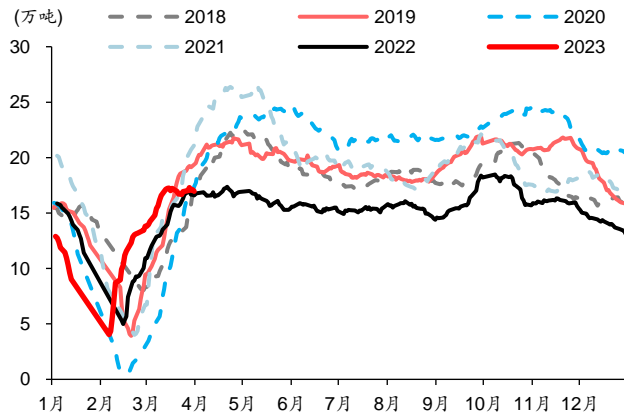
随着疫情影响逐渐消弭，23 年国内拼经济需求下，投资实物量有望加速落地。22 年全国固定资产投资同比增长 5.1%，根据华泰宏观团队的研究（《上调 2023 年增长预测至 6.2%》20230129），预计 23 年全国固投同比增速为 8.6%，较 22 年实际增速提升 3.5pct。短期来看，春节后第三周基建复工率持续回升，磨机开工率、建筑钢材成交量均高于 2019 年同期，近期受天气扰动影响，略低于 2019 年同期，但总体强度仍高于 2022 年同期，我们认为今年春节后需求较好，基建投资落地意愿加快，实物量有望继续加速落地。

图表30: 全国磨机开工率



资料来源: 数字水泥, 华泰研究

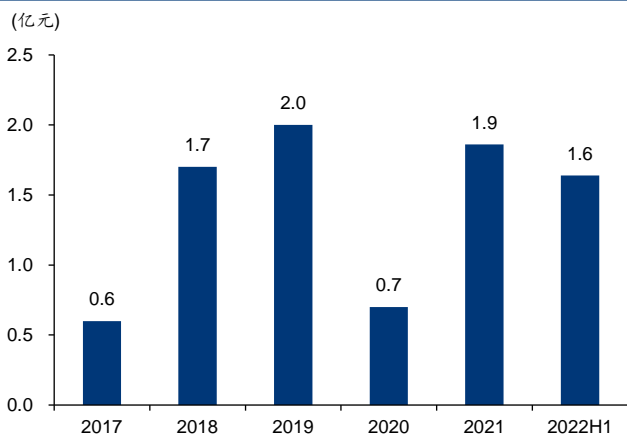
图表31: 全国建筑钢材成交量 (移动4周平均)



资料来源: Mysteel, 华泰研究

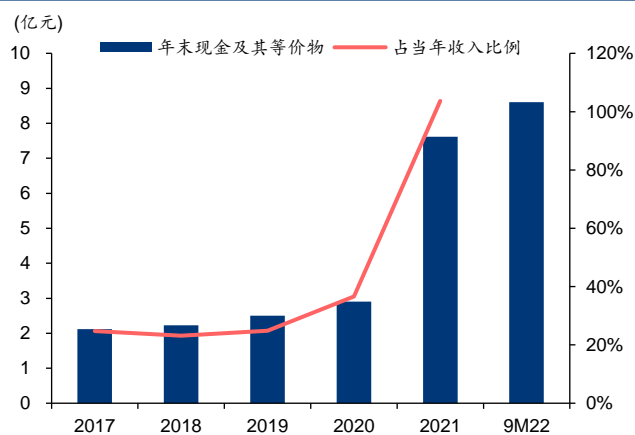
公司上市后品牌、资金实力提升, 有望提升国内市场份额。国内市场中国家重大投资项目通常对企业身份要求较高, 公司上市后获多重优势加持, 品牌效应明显、融资成本降低、资金实力增厚、杠杆空间大, 有利于公司推广具备竞争力的技术处理方案, 获取优质项目。公司 2021 年国内收入 1.9 亿元, 22H1 收入 1.6 亿元, 短期低基数效应下有望实现高弹性。

图表32: 2017-2022H1 公司国内收入一直以来相对较低



资料来源: Wind, 华泰研究

图表33: 2017-9M22 现金及其等价物充足



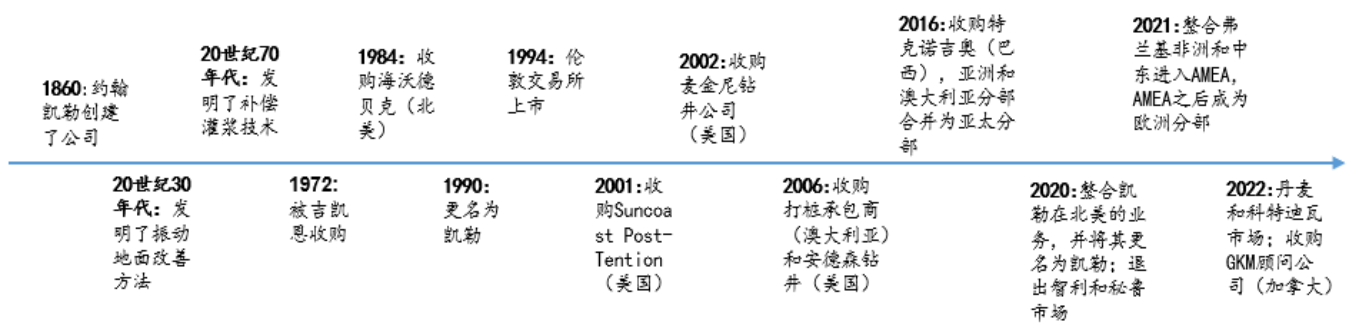
资料来源: Wind, 华泰研究

长期：对标英国 Keller，成长空间大

Keller 是世界上最大的岩土工程专业承包商，业务亦主要集中在沿海地区。1860 年约翰·凯勒创建了公司前身，20 世纪 30 年代公司发明了振冲法，1994 年于伦敦交易所上市，公司早期业务分布在英国本土、美国以及欧洲部分地区，随着后来的扩张形成了北美、欧洲、AMEA（亚洲、中东、非洲）三大业务部门。

Keller 掌握众多岩土工程技术，包括地面改善、深基础、斜坡加固、灌浆、海洋结构以及仪表和监控等方面的技术，其中地面改善、桩基、灌浆中的技术都属于地基处理。地面改善主要包括夯实、换填、振冲等；深基础所用到的工艺主要是桩基工程，包括预制桩、螺旋桩、大桩等；斜坡加固主要是利用连续墙、土钉、铆、微桩技术做斜坡稳定和地基支护；海洋结构涉及到桥梁和港口的建设；仪表和监控是对建筑物、桥梁、公路、铁路、水坝等的安全性和稳定性进行监控的服务和系统。

图表34：Keller 历史沿革



资料来源：Keller 官网、华泰研究

图表35：Keller 业务分布



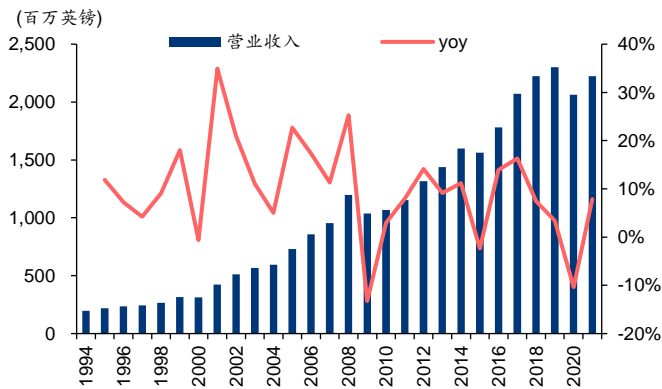
资料来源：Keller 官网，华泰研究

Keller 自 1994 年在伦敦交易所上市以来，收入总体保持稳定增长，期间 2009 年和 2020 年出现明显下滑，分别系受到美国次贷危机、新冠疫情的影响，21 年公司营收 22 亿英镑，同比+7.9%，重回增长。剔除汇率和并购增厚影响，**Keller** 持续保持较好的内生增长能力，2004-2021 年间，仅在 08 年金融危机、15 年单一市场重大项目完工、20 年疫情影响下出现下滑。

历史上净利润的波动较大，经历多个阶段：

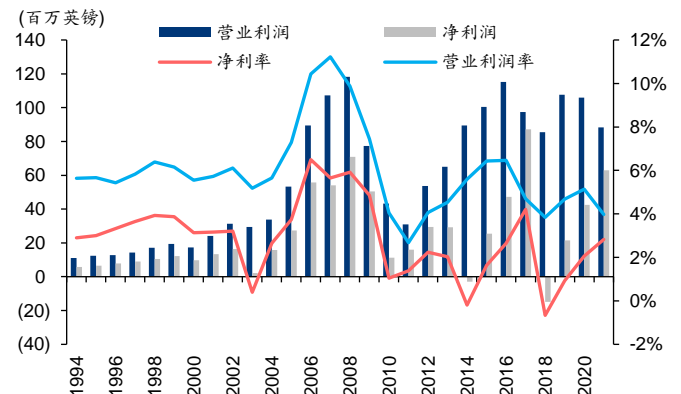
- 1) 1994 年上市开始到 2008 年，受益北美以及欧亚业务的扩张，盈利能力持续提升，净利率水平自 1994 年 2.9% 提升至 2008 年 5.9%，期间的 GAGR 达 +19.7%，略高于收入增速；
- 2) 2008 年到 2010 年，净利润持续下滑，主要系北美、欧洲业务收缩较多；
- 3) 2011 年到 2016 年，营业利润持续增长，主要系加拿大市场的渗透率提升、并购进入新市场，净利润相对稳定，但 2014 年支付一笔合同纠纷费用导致当年亏损；
- 4) 2017 年到 2021 年，营业利润相对稳定，但净利润波动较大，其中 2017 年处置资产净利润大幅增加，2018 年计提商誉减值以及对全集团的业务进行了重组导致亏损，2019 年以后异常项目亏损逐年减少，净利润呈恢复态势。

图表36: Keller 成立以来营收总体保持稳步增长



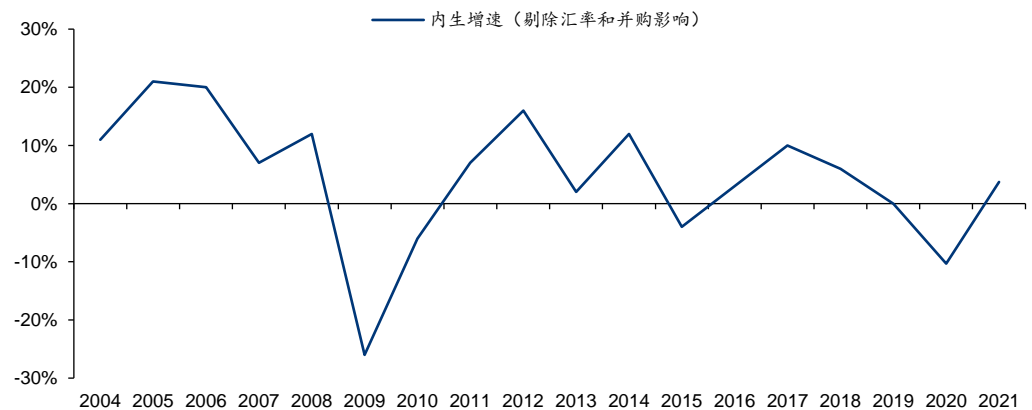
资料来源: Keller 年报, 华泰研究

图表37: Keller 历史上净利润波动较大



资料来源: Keller 年报, 华泰研究

图表38: 2004-2021 年 Keller 内生收入增长能力总体保持稳健

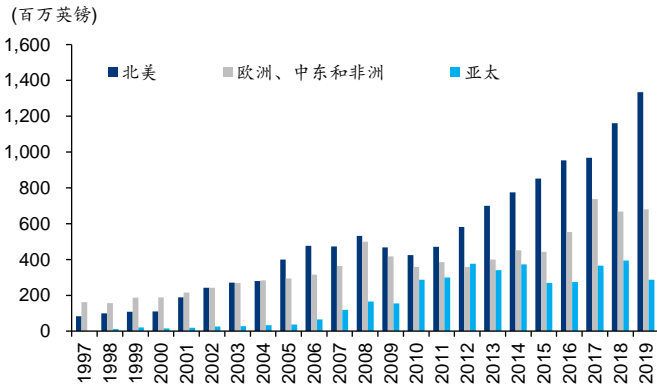


资料来源: Keller 年报, 华泰研究

欧洲、北美仍是 Keller 主战场，未来 AMEA 有望提供更好成长性。Keller 发源于英国，逐步拓展至欧洲，2000 年以后北美地区快速扩展，2006 年通过收购澳大利亚公司亚太地区迎来快速增长，发展至今欧洲、北美仍是主要市场，2021 年收入贡献分别约 25% 和 59%，但增长角度看，2021 年北美、欧洲、AMEA 地区分别营收 13.2/5.5/3.5 亿英镑，同比 +7.8%/+2.0%/+18.8%，AMEA 增长较多主要系后疫情东南亚市场复苏较快。

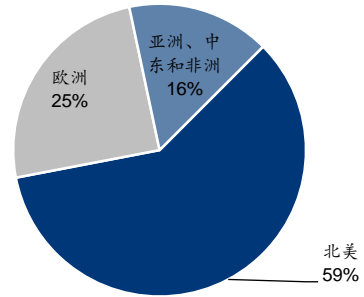
Keller 在核心市场市占率不断提升，支撑收入持续增长。根据 Keller 集团年报、IHSGlobal Insight, 2021 年全球岩土工程市场约 350 亿英镑，折合人民币约 3000 亿左右，其中欧洲、北美、东盟、中东、非洲、印度合计市场大约占比 46%，中国、俄罗斯、南北韩、日本合计市场大约占比 37%，据此我们预计欧洲、北美预计占全球 20-30%。2021 年 Keller 公司在已进入运营的市场（除中国、俄罗斯、南北韩、日本）中份额占比约 13.9%，较 20 年提升 0.1pct。

图表39: 1997-2019年 Keller 分地区营收情况



资料来源: Keller 年报, 华泰研究

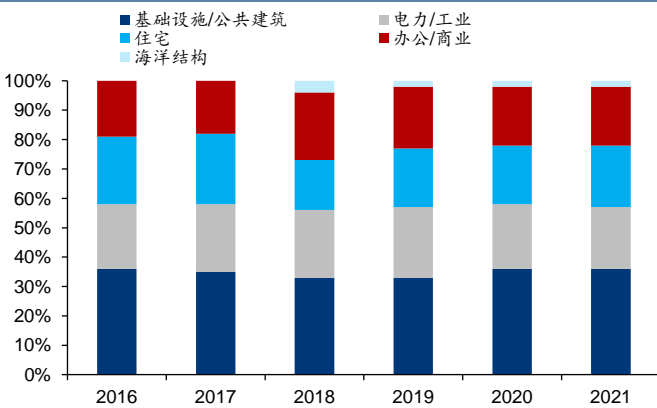
图表40: 2021年 Keller 欧洲和北美贡献 84%的收入



资料来源: Keller 年报, 华泰研究

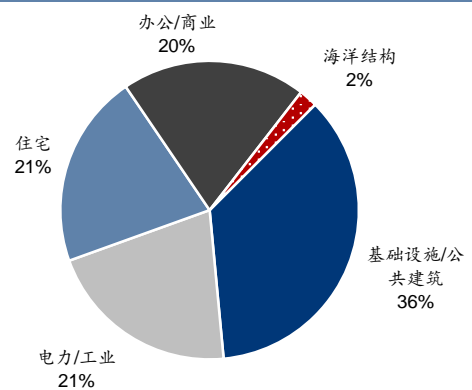
从下游业务领域和工艺来看, 2021年基建和工商业占比 79%, 地基相关业务占比约 70%。2016年到2021年基建/公建的占比最高, 约 35%左右, 电力/工业、住宅、办公室/商业分别占比 20%左右。其中 2021年基建/商业/住宅/电力/海洋结构收入占比分别为 36%/20%/21%/21%/2%。从工法服务类型来看, 2011年到2016年期间, 以打桩为主的深基础占比较高, 从 38%上升至 45%, 地面改善则从 26%下降至 20%, 但是 2021年, 深基础占比下降至 30%, 地面改善占比上升至 30%, 灌浆维持 10%左右。

图表41: 2016-2021年 Keller 分领域营收情况



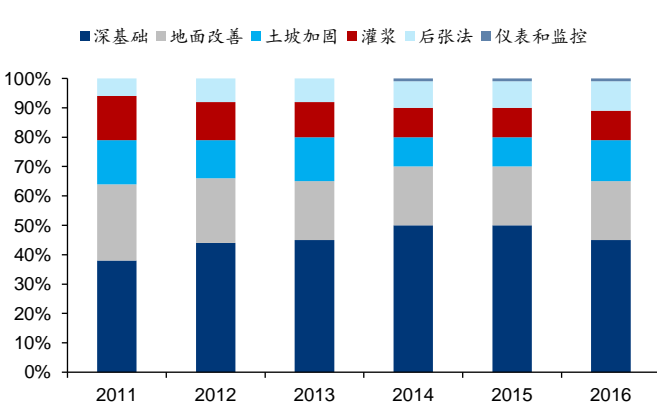
资料来源: Keller 年报, 华泰研究

图表42: 2021年 Keller 分领域营收情况



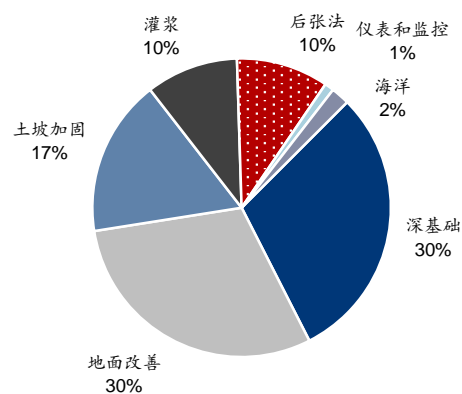
资料来源: Keller 年报, 华泰研究

图表43: 2011-2016年 Keller 分工艺服务营收情况



资料来源: Keller 年报, 华泰研究

图表44: 2021年 Keller 分工艺服务营收情况



资料来源: Keller 年报, 华泰研究

按照 2021 年数据来看，由于工法的差异性，上海港湾利润率水平远高于 Keller，验证其海外市场成本竞争优势，但总资产周转率低于 Keller，且资产负债率 21 年大幅下降至 15.8%，远低于 Keller 的 69.5%，导致 21 年 ROE 下滑至 6.2%，低于 Keller。我们认为未来公司拥有较大加杠杆空间，随着疫情后盈利能力恢复、上市后规模扩张，ROE 有望上行；经营性现金流均保持较好流入状态，但（经营性现金流/净利润）相比 Keller 略逊一筹，主要系 Keller 自 2010 年后固定资产折旧增加较多，叠加部分年份计提商誉减值，对利润影响较大。参考 Keller 经营情况，我们认为上海港湾远期仍有较大成长空间，估算公司目标经营市场（中国、东南亚、中东、拉美等）占全球 50% 左右，对应 1500 亿市场规模。

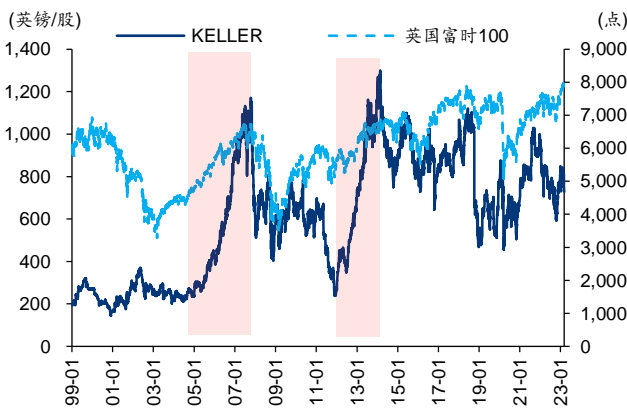
图表45：上海港湾与英国 Keller 主要财务指标对比

	Keller (单位: 百万英镑)		上海港湾 (百万元)				
	1994	2021	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	196	2224	856	963	1006	792	735
净利润	6	63	71.2	99.0	145.6	108.4	61.3
净利率	2.9%	2.8%	8.3%	10.3%	14.5%	13.7%	8.3%
经营性现金流	8	156	57.0	127.4	192.5	101.9	77.9
经营性现金流/净利润	1.5	2.5	0.8	1.3	1.3	0.9	1.3
资产负债率	67.3%	69.5%	51.2%	47.3%	33.4%	28.1%	15.8%
总资产周转率	1.9	1.7	0.8	0.9	0.9	0.7	0.5
ROE (加权)	16.7%	14.9%	16.7%	17.6%	20.8%	13.3%	6.2%

资料来源：Wind，华泰研究

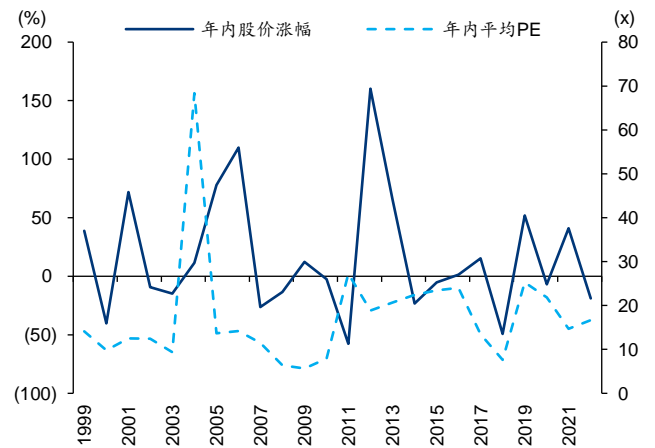
从股价表现看，历史上 Keller 收入、营业利润率上行阶段超额收益显著。1999 年以来，Keller 主要由两个阶段超额收益显著，分别是：1) 2005 年 1 月至 2007 年 11 月，该阶段绝对收益 385%，相对富时 100 超额收益 348%，主要系内生增长强劲，2005-2006 年内生增速分别为 21% 和 20%，同时营业利润率持续上行，2007 年为 11.2%，较 2004 年提升 5.5pct。该阶段平均 PE 水平约 13x；2) 2012 年 1 月至 2014 年 2 月，该阶段绝对收益 321%，相对富时 100 超额收益 301%，主要系市场好转收入增速改善，营业利润率于 2011 年底降至 2.7%，2012 年起逐步上行，该阶段平均 PE 水平约 20x。我们认为 Keller 上市后已经处于发展相对成熟阶段，其估值与尚处于高增长发展初期的上海港湾可比性较低。

图表46：历史上 Keller 收入、营业利润表现较好的阶段拥有超额收益



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表47：1999-2022 年 Keller 年度股价及平均 PE (TTM) 表现



资料来源：Bloomberg，华泰研究

目标价 38.77 元，首次覆盖给予“买入”评级

历史复盘：经营表现好+国内稳增长/“一带一路”=显著超额收益

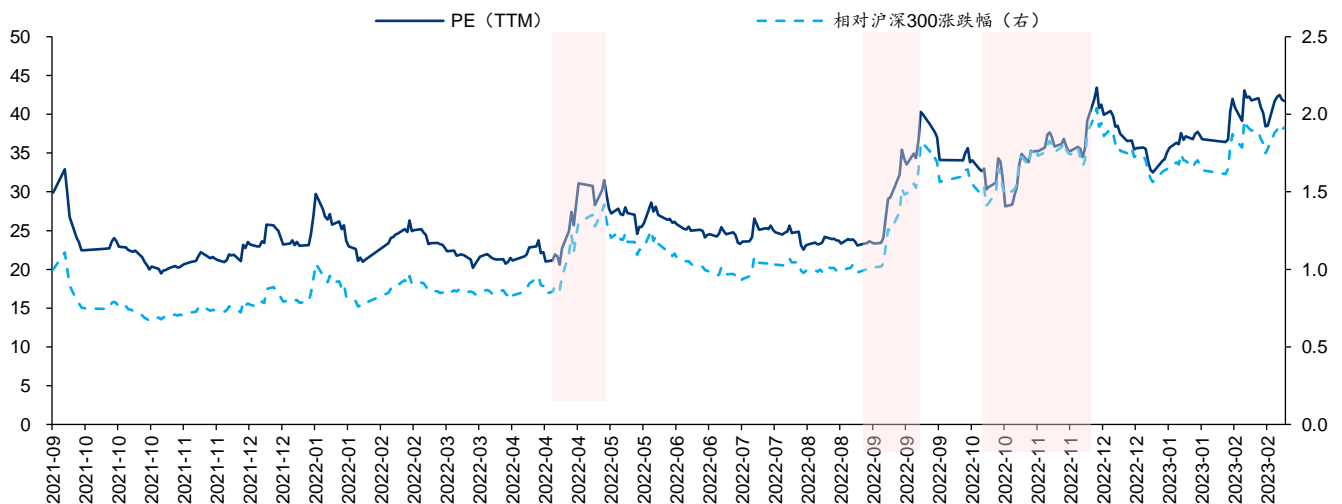
公司虽然上市时间尚短，但根据我们统计，自 2021 年 9 月以来已有 3 个明显超额收益阶段（相对沪深 300），多发生在国内基建稳增长、海外市场好转公司经营改善，“一带一路”政策催化等阶段，公司股价收益跑赢沪深 300 具体表现：

1) 2022 年 4 月-2022 年 5 月，绝对收益 57%，沪深 300 下跌 6%，超额收益 64%，这一阶段受地产调控、长三角疫情影响，国内基建稳增长需求迫切，建筑企业迎来板块行情，普遍获得超额收益；

2) 2022 年 8 月-2022 年 9 月，绝对收益 73%，沪深 300 下跌 6%，超额收益 79%，主要系下半年公司国内、国外经营双改善，国内稳增长逐步转向落地，海外市场在 22 年初放开疫情管控后，投资计划逐步由重启至落地；

3) 2022 年 10 月-2022 年 12 月，绝对收益 53%，沪深 300 上涨 6%，超额收益 47%，11 月 APEC、G20 会议在东南亚举办，中沙高层频繁互动、企业合作增加，12 月领导人参加中国与阿拉伯国家峰会、中国与海合会峰会，“一带一路”持续发酵，公司落地印尼、新加坡重大工程项目。

图表 48：公司历史复盘图



注：相对沪深 300 涨跌幅=（区间末上海港湾收盘价/区间初中粮科工收盘价）/（区间末沪深 300 收盘价/区间初沪深 300 收盘价）

资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测与估值

公司业绩主要受订单驱动，常规地基处理工程执行周期约 3-6 个月，大型项目 1 年左右。2022 年公告累计签订合同额 10.16 亿元，假设全年新签订单 16 亿元，考虑到 22 年上半年长三角受疫情影响较大、海外市场自 22 年初疫情放开，至下半年投资项目逐步落地，因此我们预计 23 年全年公司国、内外均将迎来正常经营，假设新签订单 26 亿元，23 年之后，随着所在海外市场投资上行、国内份额提升，订单有望维持较快增长，预计 24 年新签订单 35 亿元。根据订单结转周期 3-6 个月，预计公司 2022-2024 年收入分别为 8.6/19.4/27.1 亿元，同比增速 16.9%/125.7%/39.6%。

毛利率：预计公司 2022-2024 年整体毛利率分别为 40.63%/35.75%/35.27%，其中地基处理是核心业务，收入贡献超过 85%，2022 年由于业务规模较小，单个高利润率项目对综合毛利率形成较大影响，带动公司 9M22 综合毛利率提升至 42.13%，故我们预计地基处理业务 22 年毛利率为 45%，23-24 年随着业务规模扩大，毛利率受单个项目影响减弱，逐渐降低，预计分别为 38%和 37%；桩基工程和其他业务占比较少，预计毛利率相对稳定，维持 2021 年水平，分别为 12.69%和 35.74%。

图表49： 预计 2022-2024 年公司收入分别为 8.6/19.4/27.1 亿元， 同比增速 16.9%/125.7%/39.6%

分产品收入	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	856.14	963.42	1005.64	792.06	734.52	858.50	1938.00	2706.00
地基处理	716.30	818.65	887.87	670.82	609.52	733.50	1733.72	2482.47
桩基工程	110.71	119.68	93.61	115.38	113.25	113.25	192.53	211.78
其他	29.13	25.09	24.16	5.86	11.75	11.75	11.75	11.75
总收入增速		12.53%	4.38%	-21.24%	-7.27%	16.88%	125.74%	39.63%
地基处理		14.29%	8.46%	-24.45%	-9.14%	20.34%	136.36%	43.20%
桩基工程		8.11%	-21.79%	23.26%	-1.85%	0.00%	70.00%	10.00%
其他		-13.87%	-3.69%	-75.76%	100.64%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	31.01%	25.56%	29.05%	33.34%	30.23%	40.61%	35.47%	35.09%
地基处理	35.27%	33.11%	34.51%	37.37%	33.39%	45.00%	38.00%	37.00%
桩基工程	11.07%	-20.18%	-20.45%	10.52%	12.69%	12.69%	12.69%	12.69%
其他	1.90%	-2.48%	20.52%	21.23%	35.74%	35.74%	35.74%	35.74%

资料来源：Wind，华泰研究预测

期间费用率：2019-2021 年公司期间费用率由 10.82% 提升至 18.28%，主要系受疫情影响，收入持续下滑，而费用相对刚性，导致销售费用率和管理费用率有所增加。公司期间费用中管理费用占比最高，我们预计 2022 年随着市场恢复增加管理人员，而同时收入尚未完全恢复，管理费用率将较 2021 年继续提升至 16.00%，23-24 年随着高增长订单向收入转化，人员利用效率提升，规模效应逐步显现，费用率有望呈下降趋势，预计分别为 15.5% 和 14.0%。随着公司上市，品牌资金实力提升，销售费用率有望逐年下降，预计 2022-2024 年分别为 0.80%/0.78%/0.72%。研发费用率预计随着研发力度加大，2022-2024 年逐年提升，分别为 1.61%/1.68%/1.75%，综合影响下，公司 2022-2024 年期间费用率预计分别为 16.22%/17.79%/16.86%。

图表50： 预计 2022-2024 年公司期间费用率分别为 16.22%/17.79%/16.86%

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.41%	0.56%	0.85%	0.80%	0.78%	0.72%
管理费用率	8.70%	13.82%	15.56%	16.00%	15.50%	14.00%
研发费用率	1.60%	1.22%	1.61%	1.61%	1.68%	1.75%
财务费用率	0.11%	1.17%	0.26%	-2.18%	-0.17%	0.39%
合计	10.82%	16.77%	18.28%	16.22%	17.79%	16.86%

资料来源：Wind，华泰研究预测

综合我们对公司主营业务收入、毛利率以及期间费用率的分析 and 预测，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.55/2.23/3.22 亿元，同比增速 152.9%/43.9%/44.2%。

由于 A 股开展相似岩土工程业务的可比公司均无盈利预测，故我们选取同样采用轻资产模式，开展专业工程类设计咨询和工程业务的公司中粮科工、中国海诚、苏文电能作为可比公司。此外选取同样受益海外市场复苏、“一带一路”催化的公司中工国际作为可比公司。

可比公司 23 年 Wind 一致预期 PE 为 23x，公司相对可比公司规模较小，海外业务所在地区东南亚、中东具备较好投资发展前景，未来有望凭借先发优势充分受益市场放量，国内上市后，品牌和资金实力显著提升，杠杆空间大，低基数下有望实现高弹性，故我们预计短期公司将迎来高速增长阶段，2022-2024 年归母净利润 CAGR 约 74% (高于行业均值 32%)。长期成长空间大，公司经营目标市场预计约 1500 亿元，21 年市占率约 0.5%，若类比全球最大岩土工程专业承包商英国 Keller，其收入规模多年来仍在持续增长中，21 年实现营业收入 22 亿英镑，在其经营市场市占率达 13.9%，认可给予公司 23 年 30xPE，目标价 38.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

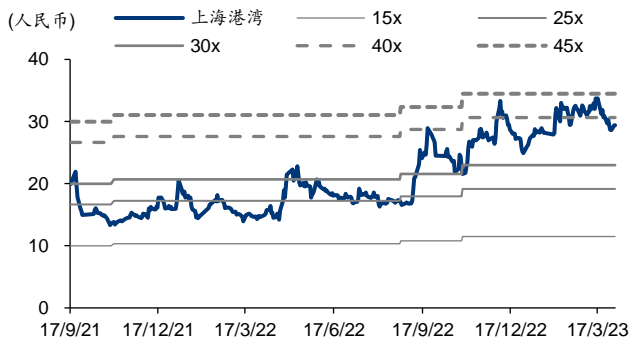
图表51: 可比公司估值表 (20230404)

公司名称	公司代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)					PE (倍)					22-24 年	
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	归母净利 CAGR	PEG
中工国际	002051 CH	11.40	141	-0.07	0.23	0.34	0.40	0.49	-	49.94	33.54	28.81	23.07	29%	0.98
中国海诚	002116 CH	11.33	49	0.15	0.38	0.49*	0.61	0.71	75.99	30.17	23.12	18.61	15.87	24%	0.78
苏文电能	300982 CH	59.47	102	1.38	1.76	2.14	2.86	3.73	42.94	33.86	27.83	20.82	15.94	29%	0.73
中粮科工	301058 CH	15.86	81	0.25	0.32	0.43	0.66	0.95	62.95	50.31	37.02	24.00	16.72	44%	0.54
平均值									60.63	41.07	30.38	23.06	17.90	32%	0.76
上海港湾	605598 CH	29.41	51	0.84	0.36	0.90	1.29	1.86	46.87	82.82	32.75	22.76	15.78	74%	0.31

注: 2022E 中 “*” 为业绩快报数据, 除上海港湾外, 其余公司盈利预测均来自 Wind 一致预期。

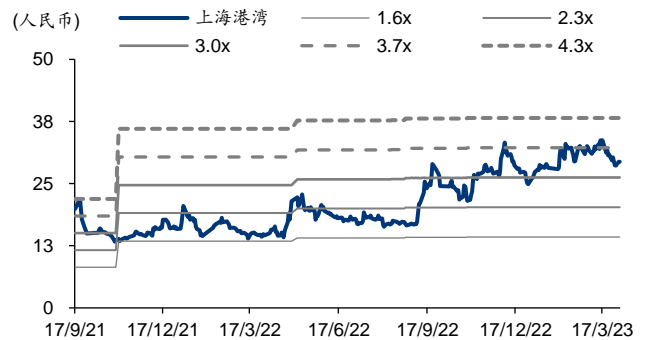
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表52: 上海港湾 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表53: 上海港湾 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

海外市场投资落地不及预期。公司海外业务占比较高, 如果海外市场出现地缘政治风险, 投资恢复缓慢、投资计划执行等不及预期, 则可能导致公司订单、收入低于预期。

海外市场竞争加剧, 新签订单不及预期。公司在东南亚、中东等市场具有较强先发优势, 但随着国内企业纷纷出海, 市场竞争加剧, 存在新签订单不及预期的风险。

利润率不及预期。公司 2020-2021 年受疫情影响订单、收入持续下滑, 导致利润率下行, 未来随着业务规模快速增长, 规模效应带动下有望实现利润率回升, 但如果公司新增人员效率提升缓慢、市场竞争加剧下牺牲利润率获取订单, 可能会导致未来预测利润率不及预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	929.47	1,377	1,509	2,740	3,730
现金	290.30	638.81	746.64	1,685	2,353
应收账款	349.01	322.82	363.98	411.22	671.18
其他应收账款	7.27	8.43	9.92	31.51	26.33
预付账款	11.20	4.99	13.93	28.78	30.86
存货	34.30	71.22	33.77	223.75	137.93
其他流动资产	237.39	330.56	340.79	359.48	510.67
非流动资产	246.64	290.45	304.91	343.03	357.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	219.47	232.43	246.07	282.78	295.81
无形资产	0.77	0.99	1.12	1.08	1.06
其他非流动资产	26.41	57.03	57.73	59.17	60.20
资产总计	1,176	1,667	1,814	3,083	4,087
流动负债	323.11	235.57	289.37	1,382	2,131
短期借款	19.00	0.00	16.48	795.85	1,415
应付账款	192.43	176.86	187.32	437.96	565.71
其他流动负债	111.68	58.71	85.56	148.26	150.45
非流动负债	7.19	27.10	27.01	26.94	26.82
长期借款	0.23	0.59	0.50	0.44	0.31
其他非流动负债	6.96	26.51	26.51	26.51	26.51
负债合计	330.30	262.67	316.38	1,409	2,158
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	129.55	172.74	172.74	172.74	172.74
资本公积	219.73	696.31	696.31	696.31	696.31
留存公积	525.65	586.99	695.59	851.84	1,077
归属母公司股东权益	845.81	1,405	1,498	1,674	1,929
负债和股东权益	1,176	1,667	1,814	3,083	4,087

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	101.88	77.87	181.98	273.94	179.53
净利润	108.40	61.34	155.14	223.22	321.94
折旧摊销	20.67	39.71	28.03	33.66	39.84
财务费用	9.26	1.92	(18.70)	(3.12)	10.70
投资损失	(0.00)	(0.57)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(20.40)	(57.35)	18.86	57.79	(140.88)
其他经营现金	(16.06)	32.83	(1.36)	(37.61)	(52.07)
投资活动现金	(46.54)	(195.11)	(41.61)	(70.99)	(53.23)
资本支出	(50.74)	(73.99)	(38.54)	(67.01)	(48.18)
长期投资	3.00	(122.30)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.19	1.19	(3.07)	(3.97)	(5.05)
筹资活动现金	5.76	500.94	(49.03)	(43.47)	(77.79)
短期借款	19.00	(19.00)	16.48	779.37	619.42
长期借款	(0.01)	0.36	(0.09)	(0.07)	(0.12)
普通股增加	0.00	43.19	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	476.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13.23)	(0.19)	(65.42)	(822.78)	(697.08)
现金净增加额	40.64	374.80	91.35	159.48	48.52

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	792.06	734.52	858.50	1,938	2,706
营业成本	528.00	512.45	509.86	1,251	1,756
营业税金及附加	1.09	1.15	1.35	3.05	4.25
营业费用	4.43	6.24	6.87	15.12	19.48
管理费用	109.50	114.29	137.36	300.39	378.84
财务费用	9.26	1.92	(18.70)	(3.12)	10.70
资产减值损失	(2.73)	(2.83)	(3.31)	(7.95)	(11.09)
公允价值变动收益	0.00	0.32	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	140.00	85.96	207.09	297.47	429.10
营业外收入	0.63	0.89	0.88	0.80	0.86
营业外支出	0.49	0.34	1.11	0.65	0.70
利润总额	140.14	86.50	206.86	297.62	429.26
所得税	31.74	25.16	51.71	74.41	107.31
净利润	108.40	61.34	155.14	223.22	321.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	108.40	61.34	155.14	223.22	321.94
EBITDA	160.10	126.78	214.62	323.31	473.04
EPS (人民币, 基本)	0.84	0.44	0.90	1.29	1.86

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(21.24)	(7.27)	16.88	125.74	39.63
营业利润	(17.92)	(38.60)	140.92	43.65	44.25
归属母公司净利润	(25.51)	(43.41)	152.92	43.88	44.23
获利能力 (%)					
毛利率	33.34	30.23	40.61	35.47	35.09
净利率	13.69	8.35	18.07	11.52	11.90
ROE	13.27	5.45	10.69	14.08	17.87
ROIC	18.72	9.78	22.30	33.70	38.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.08	15.75	17.44	45.70	52.80
净负债比率 (%)	(30.84)	(45.00)	(48.68)	(53.07)	(48.58)
流动比率	2.88	5.84	5.21	1.98	1.75
速动比率	2.66	5.47	5.00	1.79	1.66
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.52	0.49	0.79	0.75
应收账款周转率	1.65	2.19	2.50	5.00	5.00
应付账款周转率	2.18	2.78	2.80	4.00	3.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.36	0.90	1.29	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.45	1.05	1.59	1.04
每股净资产(最新摊薄)	4.90	8.13	8.67	9.69	11.17
估值比率					
PE (倍)	46.87	82.82	32.75	22.76	15.78
PB (倍)	6.01	3.62	3.39	3.03	2.63
EV EBITDA (倍)	30.10	34.12	19.70	12.59	8.50

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司