

建发合诚 (603909.SH) 聚焦工程全生命周期服务，背靠建发协同效果显著

2023年03月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/3/14
当前股价(元)	15.89
一年最高最低(元)	17.70/10.35
总市值(亿元)	31.86
流通市值(亿元)	31.86
总股本(亿股)	2.01
流通股本(亿股)	2.01
近3个月换手率(%)	76.9

● 聚焦工程全生命周期服务，背靠建发协同效果显著

建发合诚作为海峡西岸经济区建设工程咨询行业的龙头企业，聚焦六大综合性业务为工程全生命周期提供技术服务，在多个领域拥有较全面的资质，承接了多项国家级重点项目。在建发集团完成收购后，公司依托控股股东优质房地产项目资源开拓建筑施工和建筑设计业务，新签合同高速增长，业绩有望持续释放。我们预计2022-2024年归母净利润分别为0.56、1.08、1.63亿元，EPS分别为0.28、0.54、0.81元，当前股价对应P/E估值分别为56.9、29.5、19.6倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 聚焦六大业务，各领域拥有多项资质

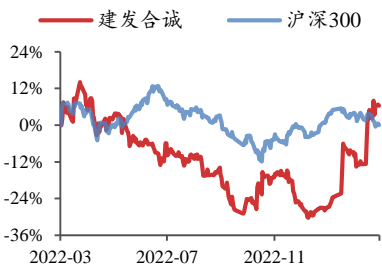
公司主要从事勘察设计、工程管理、检验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料等业务，其中公开招标是公司承接业务的主要模式。公司2022H1实现营业收入3.20亿元，同比下降7.9%，主要受到疫情、极端强降雨及新业务开展的影响。分业务板块来看，勘察设计业务自2018年以来收入占比保持最高，工程新材料业务占比提升明显。公司作为全产业工程技术服务企业，在设计与工程管理服务、检测服务均拥有行业内较为全面的甲级资质、丰富的管理咨询经验、较强承接工程施工业务的能力。

● 背靠建发新签订单大增，与控股股东业务协同显现

公司自2021年被建发收购后开展建筑施工及建筑设计业务，2022年前三季度公司累计新签合同总额26.11亿元，较2021年全年新签合同总额增长254%，其中建筑工程施工业务及建筑设计业务新签合同额共计18.04亿元，占比近70%，基本来自于建发房产的项目。公司2022年与建发集团及其控制企业和关联方等实际产生关联交易19.58亿元，预计2023年关联交易规模约66亿元，与控股股东业务协同成效逐步显现。

● **风险提示：**工程技术服务行业政策风险、新签订单不及预期、应收账款支付延期风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	797	841	1,292	3,212	5,356
YOY(%)	4.5	5.6	53.6	148.6	66.7
归母净利润(百万元)	47	40	56	108	163
YOY(%)	-36.4	-14.3	38.6	92.5	50.8
毛利率(%)	33.2	30.1	20.8	12.0	9.6
净利率(%)	5.9	4.8	4.3	3.4	3.0
ROE(%)	5.8	4.7	6.0	10.3	13.5
EPS(摊薄/元)	0.24	0.20	0.28	0.54	0.81
P/E(倍)	67.5	78.8	56.9	29.5	19.6
P/B(倍)	3.7	3.6	3.4	3.1	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、起步福建，国内领先的工程全生命周期服务品牌.....	4
1.1、成立近三十年，提供全产业工程技术服务.....	4
1.2、建发集团间接控股，拥有五家全资控股公司.....	5
1.3、员工持股比例较高，激励充分.....	5
2、四大优势加持，公司未来份额有望持续提升.....	6
2.1、新签订单高增，省外签约额占比提升.....	6
2.2、背靠建发房产，建筑施工及建筑设计业务高速增长.....	7
2.3、品牌形象良好，各领域拥有多项资质.....	8
2.4、创新能力突出，人才储备充足.....	9
3、聚焦六大业务，推进产业多元化发展.....	10
3.1、勘察设计业务：从业资质充足，服务领域广泛.....	11
3.2、工程管理：在品牌、技术、管理、资质、业绩等方面具有较强优势.....	12
3.3、试验检测：拥有三项特色监测技术.....	13
3.4、综合管养：提供工程全生命周期的管理和维修养护服务.....	14
3.5、建筑施工：公司全新的业务板块，未来增长可期.....	14
3.6、工程新材料：三大材料业务发展方向.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	15
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1：建发合诚依托集团化协同增值模式提供全产业工程技术服务.....	4
图 2：公司发展近三十年，并购多家企业，拥有多项工程业务资质.....	4
图 3：建发集团对公司间接控股，是单一最大股东.....	5
图 4：公司截止 2022Q3 新签合同额大增.....	6
图 5：公司新签订单金额中来自建发房产的建筑施工与设计业务占比达 69.1%.....	8
图 6：建发房产 2021 年以来销售保持千亿规模.....	8
图 7：建发房产近三年拿地/销售金额超 60%.....	8
图 8：2022H1 公司业务收入小幅下降.....	10
图 9：2018 年以来勘察设计业务收入占比最高.....	10
图 10：公司截至 2022Q3 归母净利润同比上涨 10%.....	11
图 11：公司勘察设计业务毛利率相对最高.....	11
图 12：公司勘察设计项目主要为市政、建筑、公路和园林景观等.....	12
图 13：公司参与多个桥隧轨道房建工程建设.....	13
图 14：公司在计量认证、公路水运、市政房建和铁路水利等领域拥有多项检测资质.....	13
图 15：公司通过无损检测实现工程互联网监测.....	14
图 16：公司在综合管养领域拥有较强施工资质.....	14
图 17：公司在综合管养领域拥有多项创新技术.....	14
表 1：截至 2022Q3，原核心高管团队 8 人对公司持股比例高达 28.65%.....	5
表 2：2018 年股权激励计划授予 60 名员工 250 万股股票.....	6

表 3: 公司预计 2023 年度与控股股东及其关联方等产生关联交易 66 亿元.....	7
表 4: 公司在各领域拥有多项资质	9
表 5: 公司在技术创新领域取得了丰富的研究成果.....	9
表 6: 公司在规划咨询、勘察和设计领域均有较多从业资质.....	11
表 7: 公司在交通运输部和住房城乡建设部拥有较多监理资质.....	12
表 8: 公司拥有建筑工程施工总承包壹级施工资质.....	15
表 9: 公司拥有三大材料业务发展方向	15
表 10: 预计公司 2022-2024 年将保持较高的营收增速	16
表 11: 公司 2022 年估值水平高于可比公司均值.....	17

1、起步福建，国内领先的工程全生命周期服务品牌

1.1、成立近三十年，提供全产业工程技术服务

建发合诚工程咨询股份有限公司成立于1995年，2016年在上海证券交易所主板上市，是国内领先的国企控股企业、国家高新技术企业、综合性工程技术服务企业。公司致力于为工程全生命周期提供技术服务，专业从事设计与工程管理服务、检测服务、运维服务、建筑施工的综合性工程技术服务，承接了多项国家级重点项目，是我国海峡西岸经济区建设工程咨询行业的龙头企业。

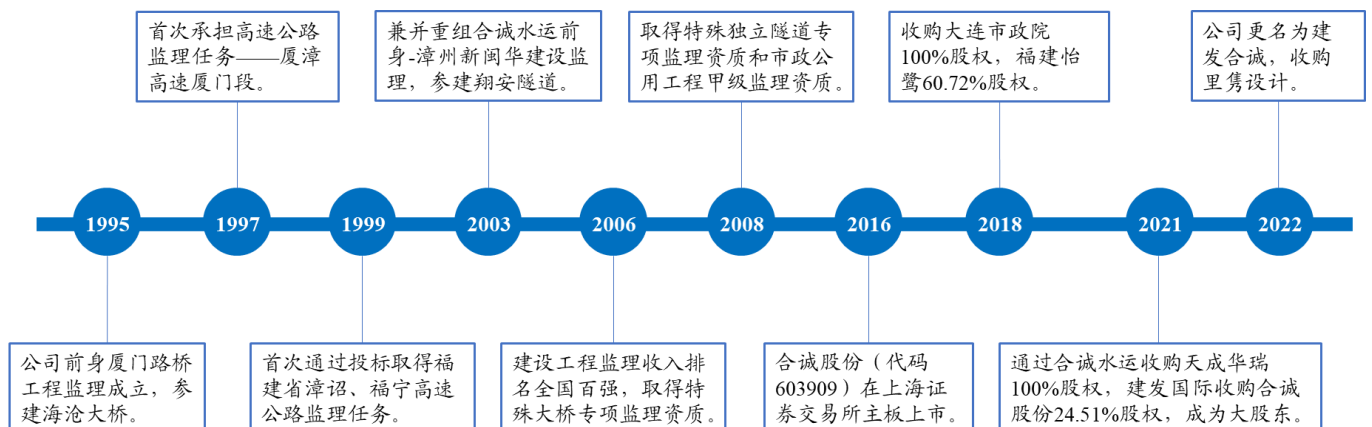
图1：建发合诚依托集团化协同增值模式提供全产业工程技术服务



资料来源：公司官网

1995年，建发合诚前身厦门路桥工程监理公司成立，并参与建设了海沧大桥，经过二十余年发展与变革，公司经历了股份制改革、集团化运作及并购多家企业，成为一家国有控股、经营业务广泛、拥有多项工程业务资质的综合企业。

图2：公司发展近三十年，并购多家企业，拥有多项工程业务资质

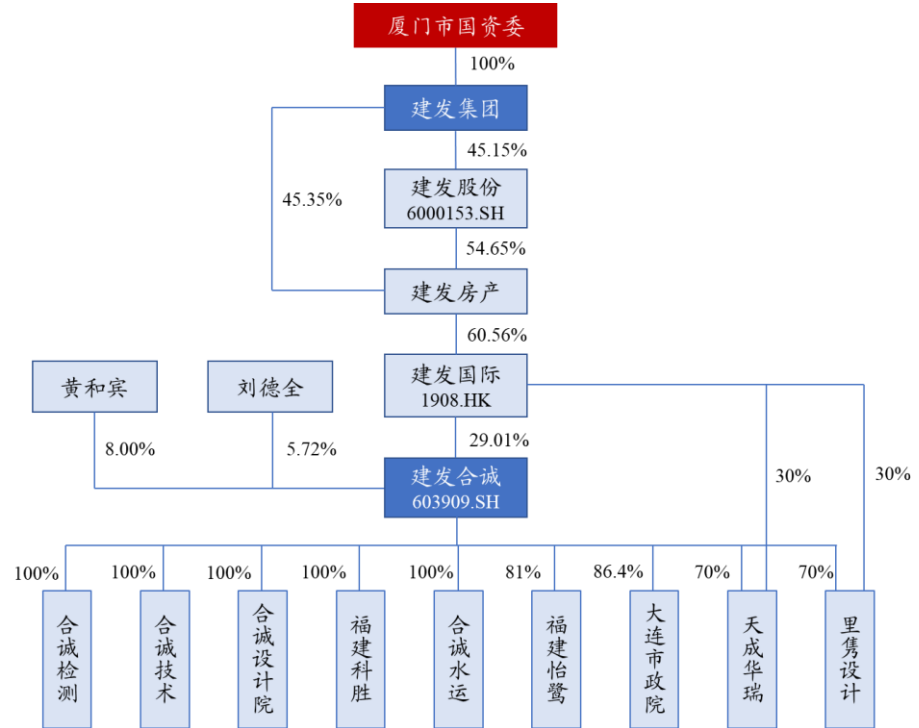


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、建发集团间接控股，拥有五家全资控股公司

2021年以前，建发合诚前身合诚股份开展了员工持股方案，大股东基本为黄和宾、刘德全等内部核心团队成员。2021年12月，建发房地产集团所属厦门益悦置业有限公司完成对合诚股份的收购，持有合诚股份24.51%股份，成为单一最大股东，合诚股份更名为建发合诚。截至2022年末，厦门益悦置业对建发合诚持股29.01%。公司在二十余年的发展中，并购了大连市政府院、福建怡鹭等企业，目前拥有9家主要全资及控股子公司。

图3：建发集团对公司间接控股，是单一最大股东



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.3、员工持股比例较高，激励充分

公司自上市前进行过开展了员工持股方案，自2003年11月始，黄和宾、刘德全、何大喜、陈天培、陈俊平、林东明、黄爱平、高玮琳等8人共同担任公司的自然人股东，截至2022Q3，上述8人对公司持股比例高达28.65%。公司自2022年12月22日公告，公司副董事长、总裁黄和宾，副总裁刘志勋、徐辉，董事会秘书高玮琳等4人计划自2022年12月26日起6个月内，以其自有资金通过上海证券交易所系统集中竞价交易方式增持公司股份，合计增持股份金额不低于1000万元。截至公告披露日，上述增持主体合计持有公司股份2116.801万股，占公司总股本的10.56%。

表1：截至2022Q3，原核心高管团队8人对公司持股比例高达28.65%

股东名称	职位	持股数量(股)	占总股本比例(%)
黄和宾	副董事长、总裁	15,655,500	7.8100
刘德全	前总裁	11,466,000	5.7200
何大喜	前副总经理	10,000,000	4.9900
陈天培	前董事	5,455,580	2.7200

股东名称	职位	持股数量(股)	占总股本比例(%)
黄爱平	前董事	4,628,784	2.3100
高玮琳	董秘	4,244,630	2.1200
陈俊平	前副总工程师	3,330,512	1.6600
林东明	前副总裁	2,640,596	1.3200

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司于 2018 年开展了股权激励计划，最终激励方式为上市公司定向发行股票 250 万股，约占公告时公司股本总额的 2.5%，授予人数 60 名，授予价格为每股 16.20 元，限制性股票限售期为自限制性股票授予登记完成之日起 22 个月、34 个月。

表2：2018 年股权激励计划授予 60 名员工 250 万股股票

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
康明旭	副总裁	20	8%	0.20%
中层管理人员、核心技术业务人员（59 人）		230	92%	2.30%

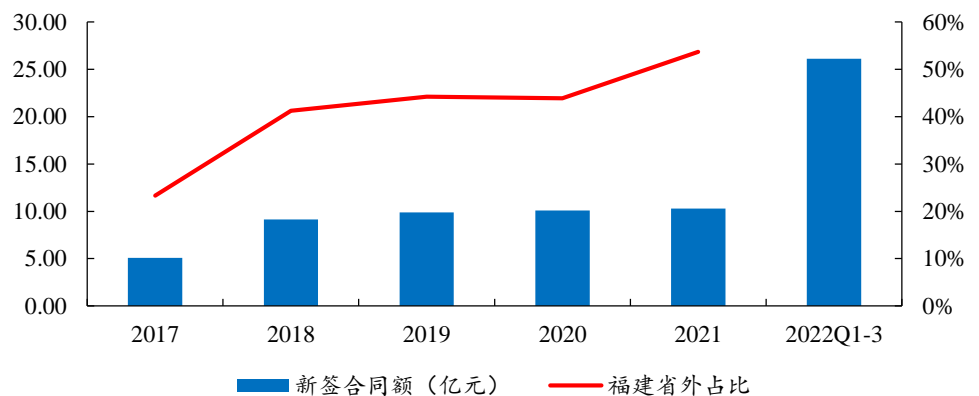
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、四大优势加持，公司未来份额有望持续提升

2.1、新签订单高增，省外签约额占比提升

公司近五年新签工程合同额不断攀升，自 2017 年 5.08 亿元提升至 2021 年 10.29 亿元，2022 前三季度公司持续增强了业务间协同性，积极拓展建筑工程施工及建筑设计业务，新签合同额 26.11 亿元，较 2021 年全年新签合同总额增长 254%，主要得益于建筑工程施工业务及建筑设计业务的高速增长。在市场布局层面公司深耕华南、东北区域市场以保持基本面稳定，重点拓展华东、华中、西部、西南等区域市场，实现以城市都市圈为中心辐射至周边区域，在福建省外新签合同占比自 2017 年的 23% 提升至 2022H1 的 57%。

图4：公司截止 2022Q3 新签合同额大增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

在现有业务模式基础上，公司稳步推进全过程工程咨询及设计牵头工程总承包（EPC）模式，积极探索和实践政府或业主购买第三方巡检服务、“技术+管理”工程咨询服务模式、投资人+EPC（股权合作型EPC）模式、ABO（授权、建设、运营）模式、EPC+O（工程总承包+运营）建设工程项目。2022年上半年公司承接全过程咨询业务2项、设计牵头EPC建设工程项目3项、EPC+O模式建设工程项目1项。

2.2、背靠建发房产，建筑施工及建筑设计业务高速增长

厦门市政府在2020年8号文《厦门市人民政府关于印发促进建筑业高质量发展若干意见的通知》中提出推动企业多元化经营改革，鼓励市内国有开发建设企业成立注册地在市内的全资建筑设计、施工企业或控股、参股本市建筑设计、施工企业，形成产业链条。建设单位具备相应资质的，其全资、控股或占主导地位的建设项目可自行组织设计、施工；国有企业投资建设（全资、控股或占主导地位）的项目，其控股、被控股或占主导地位的单位具备相应资质的，可以按规定直接委托该单位设计、施工。

公司自2021年被建发收购后开展建筑施工业务，也是对厦门市政府2020年8号文的响应。公司作为国企控股的子公司，可按规定直接被委托设计施工，不需要经过招标流程。公司与建发主要在建筑设计、房建监理、试验检测、建筑施工等方面开展业务协同。

公司通过向控股股东转让天成华瑞部分股权、与控股股东共同收购里隽设计（原元朴设计）等方式，实现控股股东直接委托业务，截至目前多个项目已进入实施阶段。一方面，公司新增建筑施工业务可以提前介入建发的项目，提高周转效率，节约开发成本；另一方面，新业务的拓展有利于公司扩大规模，建发市场份额提升也意味着公司能承接更多房建类施工、设计项目。

根据公司披露的《关于2023年度日常关联交易额度预计的公告》，预计2022年度建发合诚将与控股股东及其关联方等产生关联交易25亿元，2022年实际产生关联交易19.58亿元，其主要来源为控股股东及其关联方等投资建设项目的施工业务。公司预计2023年与控股股东及其关联方等产生关联交易约66亿元，与建发之间的协同更加凸显。

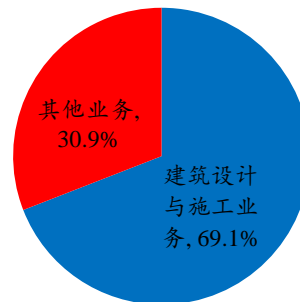
表3：公司预计2023年度与控股股东及其关联方等产生关联交易66亿元

关联交易类别	关联交易对象	关联交易内容	2023年预计金额 (亿元)	占同类业务比例 (%)	2022年实际发生金额 (亿元)	预计金额与2022年实际发生金额差异较大的原因
向关联人销售商品、提供劳务	建发集团及其控制企业、其他关联方	勘察设计、工程管理、检测服务、综合管养等	3	23%	0.62	因公司及子公司业务规模扩大，与关联方业务需求增加，本期预计增加向关联方销售。
		建筑施工	60	100%	18.39	
向关联人采购商品、接受劳务	建发集团及其控制企业、其他关联方	购买日常消费品及服务、购买与生产经营相关商品	3	22%	0.58	因公司及子公司业务规模扩大，与关联方采购需求增加，本期预计增加向关联方采购。
合计			66		19.58	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2022 年前三季度公司累计新签合同总额 26.11 亿元，较 2021 年全年新签合同总额增长 254%，其中建筑工程施工业务及建筑设计业务新签合同额共计 18.04 亿元，占比近 70%，基本来自于建发房产的项目，与控股股东业务协同成效逐步显现。

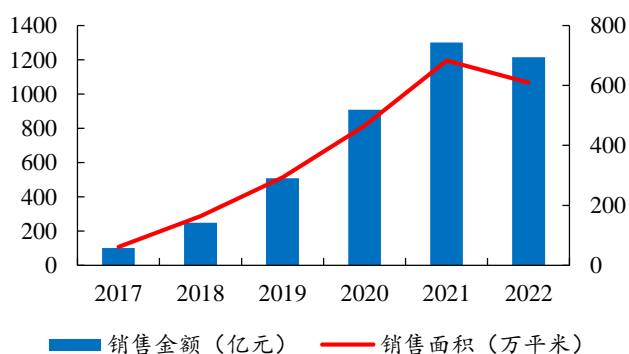
图5：公司新签订单金额中来自建发房产的建筑施工与设计业务占比达 69.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

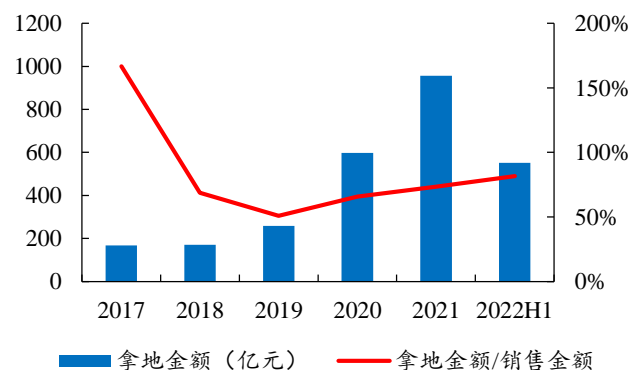
建发房产销售规模自 2017 年的 101 亿元增至 2022 年 1215 亿元，在 2022 年克而瑞全口径销售榜单中首次排名第十，市场份额不断提升。从投资拿地来看，公司近五年除 2019 年外，拿地金额/销售金额均保持在 60% 以上，在行业下行期拿地依然稳健。控股股东稳健扩张也将为建发合诚输送持续的建筑施工设计合同，公司未来业绩释放拥有充足的保障。

图6：建发房产 2021 年以来销售保持千亿规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：建发房产近三年拿地/销售金额超 60%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、品牌形象良好，各领域拥有多项资质

公司自成立以来，坚持通过技术水平的不断提升、过硬的质量保证和科学的管理体系，树立了公司在工程咨询行业内的良好品牌形象，参与了多项国家级或省级重点工程的开发建设，获得了有关政府主管部门和业主的一致认可。

公司自创立至今从业的二十余年时间内，在行业内获取的资质等级逐步提升、

种类不断增加，成为福建省工程咨询行业的领军企业。公司作为全产业工程技术服务企业，在设计与工程管理服务、检测服务均拥有行业内较为全面的甲级资质，工程管理服务板块是全国范围内监理资质最全的企业之一，检测服务板块已连续四年进入铁路工程质量监督检测机构名录。公司在运维服务、建筑施工均拥有行业内较为全面的一类及一级资质，具有较强承接工程施工业务的能力。行业资质的取得与升级为公司提供综合性、跨阶段、一体化的项目全生命周期管理咨询与技术服务打下坚实的基础。

表4：公司在各领域拥有多项资质

业务类型	勘察设计		工程管理		试验检测	综合管养/建筑施工
	咨询	勘察	设计	监理	检测	施工
建筑行业	甲级		甲级	甲级	建设工程质量	建筑工程施工总承包 壹级
市政行业	甲级		甲级	甲级	检测机构资质	特种工程专业承包（结构补
公路行业	乙级	甲级	乙级	甲级	综合甲级 桥隧专项	强、建筑物纠偏和平移） 养护施工全套资质
水运行业	乙级		乙级	甲级	结构甲级 材料甲级	路面专业承包壹级

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、创新能力突出，人才储备充足

公司在保持传统技术优势的同时，开拓新兴工艺项目，深挖既有成熟项目，从生产中提炼并提升有关基础工艺及新材料的关键技术，此外，公司还积极探索互联网+工程、大数据、无人机、机器人自动化检测、智慧检测等新兴技术在工程项目中的运用。

公司注重技术创新，建立了“一院一站两中心”4个科研平台，围绕“产业发展、自主创新、转型升级”，开展技术研发、成果转化、技术服务等工作。截至2022H1公司拥有科研平台4个、发明专利38项，主编或参编标准21项，实用新型专利141项，软件著作权24项，取得了丰富的研究成果。

表5：公司在技术创新领域取得了丰富的研究成果

领域	创新技术成果
勘察设计	长距离小净距隧道设计技术、超大跨度分岔立交隧道设计技术、沿海狭长深基坑围护结构设计技术、城市大型立交桥设计技术、花园式污水处理技术、BIM设计技术
工程管理	互联网+监理远程管理系统、BIM+GIS工程质安风险管控平台，跨海长隧道防排水控制技术、跨海长隧道风化深槽控制技术、跨海长隧道交通智能监控技术、跨海大桥短线匹配法节段预制拼装控制技术、轨道交通工程质量安全控制技术
工程检测	桥梁无损检测智慧管理平台、桥梁健康监测管理平台、道路机器人检测技术、管道机器人检测技术、无人机桥梁检测技术
综合管养	大型基础设施健康档案管理平台、城市桥梁管理系统及路面管养信息系统，彩色沥青、橡胶改性沥青等新型路面材料，薄层罩面、就地热再生、同步顶升、纠偏平移等施工技术
工程材料	气泡轻质混凝土、建筑结构胶黏剂、特种干混砂浆

资料来源：公司官网、开源证券研究所

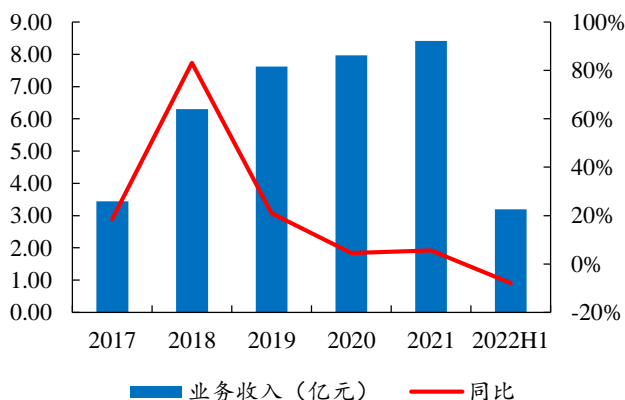
公司在人才储备层面具备优势，依托产业布局和上市公司平台，循序渐进地实施一系列人才发展和提升举措，形成深烙建发合诚印记的人才优势，具有队伍年轻化、技术精专业化、培养体系化及绩效领先化四个特点。截至 2022H1 公司拥有技术管理人员 1700 余人，大专及以上学历员工占比超 86%，拥有各类执业资格共 835 人次。同时公司设立了企业内部培训学院，将企业文化、综合素质、管理能力和专业技术进行梳理和组合，通过课程设计开发、教学模式创新、产学研有机融合等方式，针对不同职业阶段的员工进行培养和赋能，为公司各经营单位和管理中心不断输送优质人才。

3、聚焦六大业务，推进产业多元化发展

公司聚焦交通、市政、房建等土木工程领域，主要从事勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料等业务，为客户提供综合性、跨阶段、一体化的项目全生命周期管理咨询与技术服务，打造国内领先的工程全生命周期服务品牌。公司主要通过招投标、议标洽谈、客户直接委托获取各项工程技术服务业务，其中公开招投标是公司承接业务的主要模式。

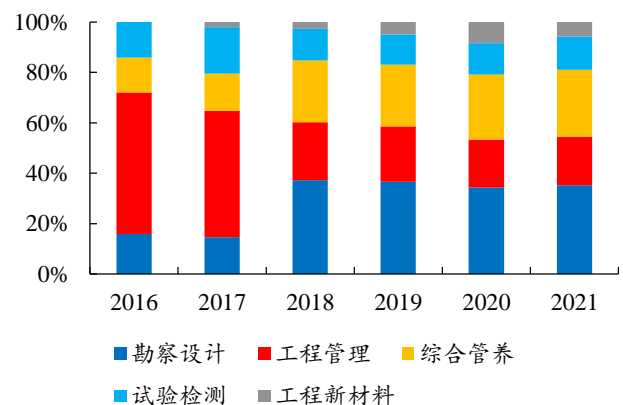
公司业务收入自 2017 年以来保持增长，2021 年全年营收 8.41 亿元；2022 年是公司引入国资战投的第一年，上半年公司实现营业收入 3.20 亿元，同比下降 7.9%，主要受到疫情多点散发、多地极端强降雨及新业务开展的影响。分业务板块来看，勘察设计业务自 2018 年以来收入占比保持最高，工程新材料业务占比提升明显。

图8：2022H1 公司业务收入小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2018 年以来勘察设计业务收入占比最高

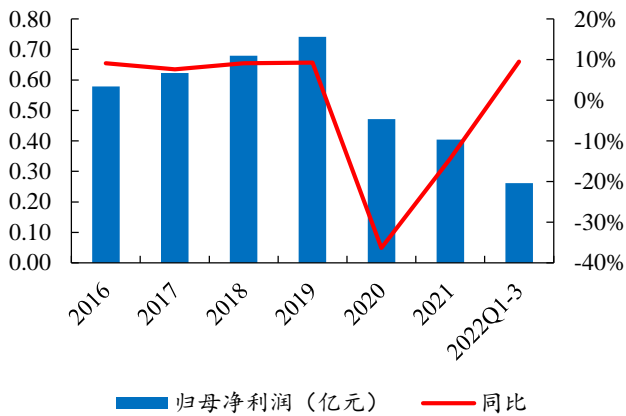


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2016-2019 年业绩持续向好，归母净利润逐年提升。2020 年开始公司业务受到疫情及人工成本上涨影响，归母净利润明显下滑，截至 2022Q3 公司归母净利润为 0.26 亿元，同比上涨 10%。公司 2022Q3 毛利率和净利率分别降至 24.1%和 4.5%，均处于近五年来的低值，主要原因是（1）年内受到极端强降雨、疫情反复的影响，项目无法正常实施、产能无法有效释放，营业收入减少；（2）天成华瑞新业务开展拖累整体利润；（3）在地产行业下行期资产减值损失和信用减值损失增加。从不同行业来看，勘察设计和工程管理毛利率始终保持最高，看好公司在大量承接工程施

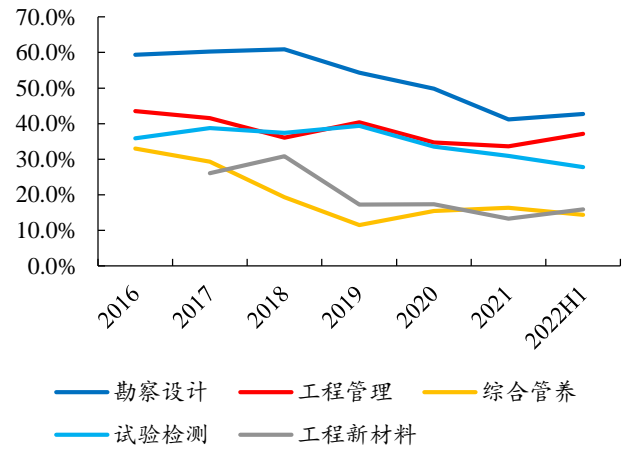
工业务后利润水平持续修复。从公司三费率来看,自2019年开始总费率逐步降低,成本管控优势凸显。

图10: 公司截至 2022Q3 归母净利润同比上涨 10%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 公司勘察设计业务毛利率相对最高



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.1、勘察设计业务: 从业资质充足, 服务领域广泛

勘察设计是指根据建设工程的要求,对建设工程所需的技术、经济、资源、环境等条件进行综合分析、论证,编制建设工程设计文件。公司作为全产业工程技术服务企业,拥有3个规划咨询资质,4个勘察资质和8个设计资质,在设计与工程管理服务拥有行业内较为全面的甲级资质,勘察设计板块子公司大连市政院是东北地区拥有设计类资质最全的设计院,从事的勘察设计项目主要为市政工程、建筑工程、公路工程、水运工程、轨道交通、园林景观等。

表6: 公司在规划咨询、勘察和设计领域均有较多从业资质

领域	从业资质
规划咨询	工程咨询甲级、城乡规划乙级、土地规划乙级
勘察	工程勘察甲级、岩土工程乙级、工程测量乙级、测绘丙级
设计	市政行业甲级、建筑工程甲级、轨道交通甲级、风景园林甲级、公路行业乙级、水运行业乙级、城镇燃气乙级、压力管道 (GB2)

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图12：公司勘察设计项目主要为市政、建筑、公路和园林景观等

规划	咨询	勘察	市政公路设计		水运设计	建筑设计	园林设计
控详规	规划咨询	岩土工程勘察	城市道路	市政配套	港口工程	住宅建筑	风景区设计
修详规	项目建议书	水文地质勘察	公路	给水工程	航道工程	办公建筑	区域景观
城市设计	可行性研究	岩土设计	桥梁	排水工程	船坞工程	旅游建筑	居住区景观
概念设计	项目申请报告	岩土监测	隧道	污水处理	航标工程	交通建筑	旅游景观
特色小镇	资金申请报告	工程测量	立交交叉	中水回用		体育建筑	广场景观
美丽乡村	评估咨询	地下管线探测	交通设计	海绵城市		绿色建筑	滨水景观
旧城更新	节能评估	确权测绘	交通工程设施	河道治理		BIM设计	道路景观
历史街区保护	安全评估		慢行系统	固废处理		装配式建筑	公园设计
市政配套景观	造价咨询		隧道综合监控	综合管廊		人防工程	动物园设计
	设计优化		轨道交通				

项目策划 → 规划 → 咨询 → 勘察 设计

资料来源：公司官网

2021 年公司在勘察设计领域承接了大连湾海底隧道、厦门翔安新机场填海造地及配套项目、清澜大桥等大型项目。其中大连湾海底隧道是全国第三座、北方海域第一座沉管隧道，总投资额 105 亿元；厦门翔安新机场填海造地及配套项目是全球最大的填海造机场项目，海南文昌清澜大桥全国抗震级别最高的跨海桥梁。

3.2、工程管理：在品牌、技术、管理、资质、业绩等方面具有较强优势

工程管理业务是指具有相关资质的咨询单位受建设单位委托，为委托方在工程项目建设实施阶段提供局部或整体解决方案的智力性服务活动。公司目前主要从事的工程管理项目主要为工程监理、项目管理、质量安全监督项目，业务领域主要集中在公路、桥梁、隧道、水运、市政、轨道交通、房建、机电等专业工程领域，在品牌、技术、管理、资质、业绩等方面具有强大优势。

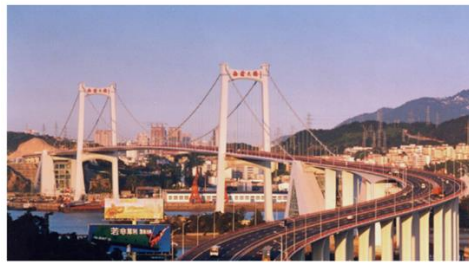
表7：公司在交通运输部和住房城乡建设部拥有较多监理资质

领域	监理资质
交通运输部	公路工程监理甲级、特殊独立大桥专项、特殊独立隧道专项、公路机电工程专项、水运工程监理甲级
住房城乡建设部	市政公用工程监理甲级、房屋建筑工程监理甲级、人民防空工程监理乙级、机电安装工程监理乙级、水利水电工程监理乙级、港口与航道工程监理乙级、

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司在工程管理领域监理过的项目包括福宁高速公路福建段、亚洲第一世界第三座三跨连续全漂浮钢筋梁悬索桥的海沧大桥、世界最大断面的翔安隧道、厦门轨交一号线及厦门国际会议中心等。

图13: 公司参与多个桥隧轨道房建工程建设



海沧大桥: 亚洲第一座三口连续全漂浮钢箱梁悬索桥



翔安隧道: 世界最大断面钻爆法海底隧道



厦门轨交一号线: 国内最美海景地铁



厦门国际会议中心: 金砖国家领导人厦门会晤主会场

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

3.3、 试验检测: 拥有三项特色监测技术

公司试验检测业务是指根据国家有关法律法规和工程建设技术标准, 对公路、水运、市政、房建、铁路工程所用材料和构件质量和技术指标等进行试验检测活动。公司试验检测业务涵盖的工程领域包括: 公路、水运、市政、房建、铁路、城市轨道交通及水利等行业, 目前拥有在计量认证、公路水运、市政房建和铁路水利等领域拥有多项检测资质。

图14: 公司在计量认证、公路水运、市政房建和铁路水利等领域拥有多项检测资质



资料来源: 公司官网

在检测技术层面, 公司拥有工程互联网监测系统、桥梁检测与健康监测、地下工程检测与监测、钢结构检测系统四大特色技术。在检测设施层面, 公司拥有检测实训基地建筑面积超 20000 平方米, 设备配置 1300 多套, 拥有华东地区最大量程的

静态压剪试验机。

图15：公司通过无损检测实现工程互联网监测

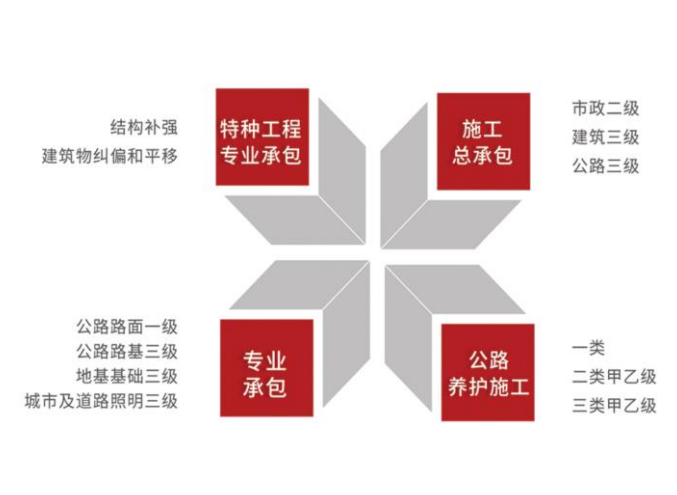


资料来源：公司官网

3.4、综合管养：提供工程全生命周期的管理和维修养护服务

公司的综合管养业务是通过现代信息技术获取工程基础设施结构状态参数，用数字化的手段来处理、分析、管理和养护整个基础设施，提供工程全生命周期的管理和维修养护服务，保障基础设施的结构安全及运营顺畅，提高基础设施结构物耐久性，延长结构使用寿命。业务范围主要包括桥梁隧道结构加固与病害治理、大型基础设施运营结构安全技术服务、公路养护及绿化、路面病害治理、沥青混凝土路面再生利用等，同时拥有高性能沥青混合料超薄罩面技术、同步顶升技术和纠偏平移技术等。

图16：公司在综合管养领域拥有较强施工资质



资料来源：公司官网

图17：公司在综合管养领域拥有多项创新技术



资料来源：公司官网

3.5、建筑施工：公司全新的业务板块，未来增长可期

建筑施工板块作为公司全新的业务板块，公司将主要围绕施工建设阶段，打造智慧工程管理平台解决施工中不断出现的技术难题，确保工程质量和施工安全。公司的建筑施工主要通过子公司天成华瑞来实现，天成华瑞自2021年8月被公司收购，

是公司整合建筑行业中下游产业链设立的平台，业务范围包括建发房产住宅及配套项目及医疗健康、旅游会展等涉及的建筑工程，公司目前的施工资质是建筑工程施工总承包壹级。

表8：公司拥有建筑工程施工总承包壹级施工资质

领域	监理资质
施工资质	建筑工程施工总承包壹级
专业资质	地基基础工程专业承包壹级、消防设施工程专业承包壹级、 防水防腐保温工程专业承包壹级、建筑装修装饰工程专业承包壹级、 建筑机电安装工程专业承包壹级

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.6、工程新材料：三大材料业务发展方向

与传统材料相比，建筑结构加固材料、绿色节能建材产业、环保再生材料具有技术密集度高、产品附加值大、应用范围广，发展前景好等特点。公司新材料业务目前主要集中在工程加固、工程新建、工程养护等领域，主要产品为水泥基材料、环氧树脂、沥青混合料再生基材系列。公司工程新材料业务主要通过福建科胜实现，有绿色节能材料、工程加固材料及路面养护材料三大方向，响应绿色环保、节能发展号召，顺应建养并重趋势。

表9：公司拥有三大材料业务发展方向

材料	定义	类别
绿色节能材料	既能满足工程结构设计要求，又节能减排，有利于环境保护的工程材料。	气泡混合轻质土、新型预应力压浆料、桥梁支座灌浆料、装配式建筑套筒灌浆料。
工程加固材料	用于各种既有建筑结构物的维修、养护、加固、改造等，产品能够适应极寒、高温、水下等恶劣环境工况。	特种干混砂浆系列、结构胶黏剂系列、特种纤维加固产品等。
路面养护材料	防治路面破损，使路面保持良好的技术状况而采用的工程特种材料。	地聚物注浆材料、高分子路面密封胶。

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司在业务选择上聚焦市政基础设施和交通优势领域，加快房屋建筑工程施工业务拓展，积极探索城市更新、环境整治以及基础设施智慧运维项目。同时以“工程医院”理念为指引，重点加强工程基础设施“疑难急险”病害防治力量，积极开展工程基础设施的健康检测、病害诊断、修复加固、建筑修缮、应急抢险业务，依托集团化协同增值模式“1+X”，为客户提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务，打造国内领先的工程全生命周期服务品牌。

4、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成勘察设计、工程管理、综合管养、试验检测和工程新材料和工程设计与施工六个领域。

传统业务：我们预测公司传统勘察设计、工程管理、综合管养、试验检测和工程新材料业务将维持稳步发展的趋势，2022-2024 年营收涨幅为 15%，毛利率水平保持稳步回升的趋势。

工程设计与施工：公司依托建发房产的优质项目资源，2022 年三季度新签合同总额大幅增长，伴随建发房产稳健扩张，2023 和 2024 年新签合同也有望保持增长。合同金额按照工程进度和设计节点计量支付，工程整体周期为 2.5-3 年，我们假设合同金额支付周期为 3 年左右，在 2022-2024 年新签工程设计与施工订单金额为 20、60、70 亿元，对应年内合同确认收入为 3.25、21.00、40.77 亿元，同时假设 2022-2024 年工程设计与施工业务毛利率水平为 2.0%、4.0%、4.0%。

表10：预计公司 2022-2024 年将保持较高的营收增速

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	7.97	8.41	12.92	32.12	53.56
yoy	5%	6%	54%	149%	67%
工程管理	1.51	1.62	1.87	2.15	2.47
试验检测	0.99	1.11	1.27	1.47	1.69
勘察设计	2.72	2.95	3.39	3.90	4.48
综合管养	2.05	2.22	2.55	2.94	3.38
工程新材料	0.66	0.48	0.55	0.64	0.73
其他业务	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
房建工程施工			3.25	21.00	40.77
毛利率	33.2%	30.1%	20.8%	12.0%	9.6%
工程管理	35%	34%	31%	32%	33%
试验检测	34%	31%	31%	32%	33%
勘察设计	50%	41%	35%	36%	36%
综合管养	15%	16%	15%	16%	17%
工程新材料	17%	13%	14%	15%	16%
其他业务	16%	8%	21%	21%	21%
房建工程施工			2%	4%	4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

建发合诚作为海峡西岸经济区建设工程咨询行业的龙头企业，聚焦六大综合性业务为工程全生命周期提供技术服务，在多个领域拥有较全面的开发资质，承接了多项国家级重点项目。我们选取中材节能、设计总院、华建集团和华设集团四家建筑设计类公司进行比较，鉴于公司在建发集团支持下，未来新签合同有望持续增加，我们预测 2022 年公司估值高于可比公司平均估值。在建发集团完成收购后，公司依托控股股东优质房地产项目资源开拓建筑施工和设计业务，新签合同有望高速增长，业绩有望持续释放。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 0.56、1.08、1.63 亿元，EPS 分别为 0.28、0.54、0.81 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 56.9、29.5、19.6 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表11：公司 2022 年估值水平高于可比公司均值

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600970.SH 中材节能	285.1	18.1	21.3	25.4	30.1	15.7	13.4	11.2	9.5
603357.SH 设计总院	46.9	3.88	4.3	4.6	5.0	12.1	11.0	10.1	9.3
600629.SH 华建集团	50.5	3.28	3.1	3.9	4.3	15.4	16.1	12.9	11.6
603018.SH 华设集团	56.2	6.18	7.1	8.0	9.1	9.1	8.0	7.0	6.2
						13.1	12.1	10.3	9.2
603909.SH 建发合诚	32.0	0.40	0.56	1.08	1.63	78.8	56.9	29.5	19.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除建发合诚外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2023 年 3 月 14 日。

5、风险提示

工程技术服务行业政策风险、新签订单不及预期、应收账款支付延期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1123	1227	2099	3656	6591
现金	213	285	860	2127	3557
应收票据及应收账款	672	722	1001	1141	2430
其他应收款	31	30	56	105	163
预付账款	5	6	11	32	39
存货	23	16	77	142	265
其他流动资产	179	167	93	110	137
非流动资产	373	403	440	671	899
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	115	115	161	391	621
无形资产	25	40	42	45	46
其他非流动资产	232	248	236	235	232
资产总计	1496	1630	2538	4327	7490
流动负债	463	652	1508	3191	6187
短期借款	72	169	800	1551	4065
应付票据及应付账款	159	184	400	1232	1549
其他流动负债	232	299	308	408	574
非流动负债	140	16	15	19	21
长期借款	137	8	7	11	13
其他非流动负债	3	8	8	8	8
负债合计	603	667	1523	3210	6208
少数股东权益	40	82	87	94	104
股本	143	201	201	201	201
资本公积	234	172	172	172	172
留存收益	469	500	549	640	777
归属母公司股东权益	854	880	928	1024	1178
负债和股东权益	1496	1630	2538	4327	7490

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	89	89	109	810	-737
净利润	52	45	61	115	173
折旧摊销	29	26	26	46	75
财务费用	10	9	6	12	38
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	-49	-36	11	640	-1024
其他经营现金流	47	44	5	-2	1
投资活动现金流	0	-38	-67	-275	-304
资本支出	16	39	44	226	228
长期投资	16	0	0	0	0
其他投资现金流	33	1	-24	-49	-76
筹资活动现金流	-54	23	-145	4	-55
短期借款	4	97	-48	24	-12
长期借款	-33	-129	-0	3	3
普通股增加	-0	57	0	0	0
资本公积增加	2	-62	0	0	0
其他筹资现金流	-27	60	-97	-23	-45
现金净增加额	36	73	-104	540	-1096

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	797	841	1292	3212	5356
营业成本	532	588	1023	2826	4843
营业税金及附加	6	5	9	21	35
销售费用	17	19	19	29	37
管理费用	100	101	149	177	198
研发费用	28	31	26	32	27
财务费用	10	9	6	12	38
资产减值损失	-5	-1	-3	-8	-12
其他收益	9	8	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	60	54	71	132	197
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	59	51	69	129	195
所得税	7	6	8	15	22
净利润	52	45	61	115	173
少数股东损益	5	5	5	7	10
归属母公司净利润	47	40	56	108	163
EBITDA	90	75	97	178	297
EPS(元)	0.24	0.20	0.28	0.54	0.81

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.5	5.6	53.6	148.6	66.7
营业利润(%)	-33.9	-10.8	31.6	86.3	49.6
归属于母公司净利润(%)	-36.4	-14.3	38.6	92.5	50.8
获利能力					
毛利率(%)	33.2	30.1	20.8	12.0	9.6
净利率(%)	5.9	4.8	4.3	3.4	3.0
ROE(%)	5.8	4.7	6.0	10.3	13.5
ROIC(%)	5.1	3.8	3.6	4.5	3.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	40.9	60.0	74.2	82.9
净负债比率(%)	-0.5	-2.3	-4.9	-50.2	41.1
流动比率	2.4	1.9	1.4	1.1	1.1
速动比率	2.0	1.6	1.3	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.9	0.9
应收账款周转率	1.1	1.2	1.5	3.0	3.0
应付账款周转率	3.6	3.4	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.20	0.28	0.54	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.44	0.54	4.04	-3.68
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.39	4.63	5.10	5.87
估值比率					
P/E	67.5	78.8	56.9	29.5	19.6
P/B	3.7	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	35.8	43.0	33.2	15.3	12.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn