

**建发合诚(603909)**

报告日期: 2023年03月29日

# 股东协同加速推进, 各业务争相发力

## ——公司首次覆盖报告

### 投资要点

#### □ 驻足厦门辐射全国, 六大板块协同发展

公司成立于1995年, 是A股主板上市的国有控股企业, 主要业务涵盖勘察设计、试验检测、工程新材料、工程管理、综合管养, 以及建筑施工。公司资质齐全, 在建筑、市政、公路、水运等行业资质共计60余项, 实现建筑、市政行业甲级资质全覆盖。截止2022年底, 建筑施工、勘察设计、综合管养是公司营收占比最高的三大板块, 营业收入占比分别为30.3%、26.5%及17.4%。在公司发展的28年历程中, 公司通过并购逐渐补全业务类型, 增强专项业务实力, 已经形成了一套完善的全生命周期的工程服务体系。

#### □ 依托建发资源, 工程施工业务步入高速壮大期

2021年公司收购天成华瑞, 填补施工板块业务空白; 2022年收购厦门益悦, 补强建筑设计能力, 公司通过连续的收并购, 快速补强建筑施工板块的开发能力。控股股东为头部房企建发国际, 根据建发国际公告, 建发国际2022年权益销售金额为1215亿元, 销售表现强劲, 销售规模位居行业头部水平。我们认为, 公司通过连续收并购, 已经补齐了施工板块的业务能力, 公司与建发国际在房地产开发的前期设计端、中期施工和监理方面有较多可合作的空间。公司在2022年4月对日常关联交易的预计额度做出调整调整后的总额为25亿元, 较之前增加24.7亿元。2022年, 公司已对建发系关联方销售商品及提供劳务19.6亿元, 占2022年总关联交易额度的78.4%。我们认为, 建发合诚的建筑施工业务经历过2021-2022年的搭建, 2023-2024会迈入高增长期。

#### □ 收入结构调整, 建筑施工业务推动业绩增长

公司2022年度实现营业收入12.57亿元, 同比+50%, 2019-2022年营业收入CAGR达18.94%。公司实现净利润6192万元, 同比+37.55%。公司2017-2022年每年新签合同额保持稳定增长, 2017年新签合同金额约为5亿元, 2022年新签合同金额为29亿元, 2017-2022六年CAGR为42%。建筑施工是建发合诚2022年新增业务, 2022年公司新签合同额为29.17亿元, 其中建筑施工板块占比为63%。我们认为建发国际和建发合诚未来合作业务量可实现逐年增长。主要原因为: ①建发国际作为头部房企在2023年预计受益于市场回温及行业集中度提升, 销售金额和销售面积呈现稳增长态势; ②建发国际以改善型产品为主, 建造单方成本较高; ③建发合诚的施工团队需要时间拓展, 我们预计建发国际的施工项目未来会逐步给到建发合诚。

#### □ 盈利预测与估值

我们认为建发合诚每年新签约合同金额稳定增长, 主营业务在2023年疫情管控优化后由于工程进度的恢复进而推动营业收入增长。此外公司和建发国际合作还处于初期阶段, 未来和获得建发国际施工项目的合同金额可观, 2023-2024年建筑施工有望进入快速发展。我们预测公司2023年EPS为0.37元, BPS为4.9元。我们给予公司2023年4倍PB估值, 对应目标价19.62元, 首次覆盖给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

2023-2024年建筑工程签约金额低于预期; 房地产市场低迷限制控股股东房地产业务拓展。

### 投资评级: 买入(首次)

**分析师: 杨凡**

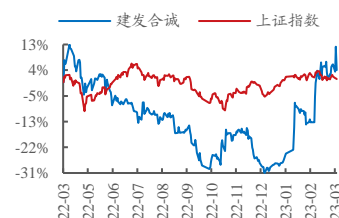
执业证书号: S1230521120001

yangfan02@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥15.74
总市值(百万元)	3,156.15
总股本(百万股)	200.52

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,261	2,778	5,395	9,457
(+/-) (%)	49.87%	120.32%	94.17%	75.30%
归母净利润	57	74	92	119
(+/-) (%)	40.25%	30.26%	25.12%	28.41%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.46	0.59
P/E	55.67	42.74	34.15	26.60

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司发展历史：驻足福建辐射全国，业务并购助力综合发展</b>	<b>6</b>
<b>2 公司主营业务：六大板块协同发展，工程施工业务迅速做大</b>	<b>7</b>
2.1 勘察设计：专业资质齐全，核心科技领先	8
2.2 工程管理：凝聚核心竞争优势，稳中向好	10
2.3 试验检测：强化特色技术，试验检测持续提升	12
2.4 工程新材料：紧扣行业发展趋势，全面推广工程新材料	14
2.5 建筑工程施工业务：依托建发资源，步入高速壮大期	16
2.5.1 收购壹级资质公司，提速产业融合进程	16
2.5.2 控股股东交付、已售未结金额双增长，建筑施工业务迎机遇	16
2.5.3 扩大建发系施工合作，毛利有望增长 40%	17
<b>3 公司财务分析：收入结构调整，建筑工程施工业务推动业绩增长</b>	<b>18</b>
3.1 营业收入增长 50%，新业务引进致毛利降低	18
3.2 经营性现金流稳定，深度合作有望强化营运能力	19
3.3 资本结构合理，偿债能力有保障	20
3.4 净利润止跌，营收增速回升	21
<b>4 盈利预测和估值</b>	<b>21</b>
<b>5 投资建议</b>	<b>23</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历史沿革 .....	6
图 2: 公司主营业务及经营单位示意图 .....	7
图 3: 勘察设计业务图 .....	8
图 4: 2017—2022 年勘察设计业务营业收入及成本变化图 .....	10
图 5: 2017—2022 年勘察设计业务毛利率变化图 .....	10
图 6: 工程管理监理资质 .....	10
图 7: 2016-2022 年研发投入情况 .....	11
图 8: 2016-2022 年研发投入及研发人员情况 .....	11
图 9: 建发合诚 BIM 技术发展史 .....	11
图 10: 2018-2022 年工程管理营业收入情况 .....	12
图 11: 工程互联网监测系统 .....	13
图 12: 2018-2022 年检验检测业务营业收入情况 .....	13
图 13: 建发合诚工程新材料发展史 .....	14
图 14: 建发合诚积极发展工程新材料 .....	15
图 15: 2018-2022 年工程新材料业务收入情况 .....	15
图 16: 2018-2022 年检验检测与工程新材料业务收入占比 (%) .....	15
图 17: 天成华瑞、里隽设计股权架构及其资质 (截至 2023 年 3 月) .....	16
图 18: 2019-2022 建发国际权益销售金额 .....	17
图 19: 2022H1 建发国际土储城市分布 .....	17
图 20: 2022H1 集团新增项目城市 .....	17
图 21: 2022H1 建发集团土储城市分布 .....	17
图 22: 2019-2021 年可比公司建筑施工业务毛利率 (%) .....	18
图 23: 2018-2022 年公司营业收入及其增长率 .....	18
图 24: 2018-2022 年公司各项业务收入占比 (百万元) .....	18
图 25: 2018-2022 年公司整体毛利润及毛利率 .....	19
图 26: 2018-2022 年公司分项业务毛利率 .....	19
图 27: 2018-2022 年公司及工程咨询行业 ROE .....	19
图 28: 2018-2022 年公司及工程咨询行业 ROA .....	19
图 29: 2018-2022 年应收账款及应付账款周转率 .....	20
图 30: 2018-2022 年经营性现金流及其增速 .....	20
图 31: 2018-2022 年流动比率及速动比率 .....	20
图 32: 2018-2022 年财务杠杆率及利息保障倍数 .....	20
图 33: 2018-2022 年各项业务收入结构 (百万元) .....	21
图 34: 2018-2022 年净利润及其增长率 .....	21
图 35: 2018-2022 年新签约合同金额 .....	21
图 36: 2017-2021 年福建省外新签约合同金额 (更新至 2021) .....	21

表 1: 2017—2022 年勘察设计（原设计咨询）业务收入及毛利率 .....	9
表 2: 建发合诚试验检测资质优势明显 .....	12
表 3: 建发合诚建筑施工业务收入预测 .....	22
表 4: 公司分项业务预测 .....	23
表 5: 公司盈利预测表 .....	23
表 6: 可比公司估值表 .....	24
表附录: 三大报表预测值 .....	25

## 1 公司发展历史：驻足福建辐射全国，业务并购助力综合发展

建发合诚工程咨询股份有限公司（简称“建发合诚”）成立于1995年，是A股主板上市的国有控股企业。公司主营业务包括勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料，涉及领域包含交通、市政、房建等。公司长期目标是打造国内领先的工程全生命周期服务品牌。

回顾公司发展历史，我们将公司发展大致分成三个阶段：

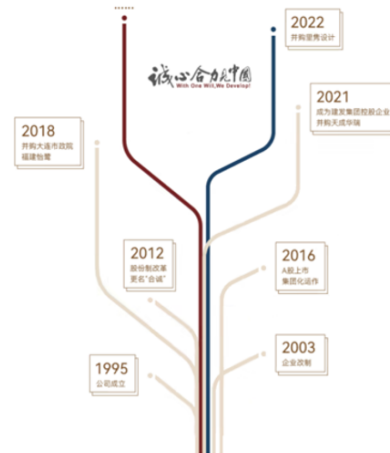
（1）创立和获得主营业务资质：1995年10月，公司前身“厦门市路桥工程监理有限公司”成立，次年5月被评为厦门市技术贸易机构，并于1996年12月参与厦门市海沧大桥的建设。1997年，公司更名为“厦门市路桥建设监理有限公司”，首次获评“95—96年度重合同守信用单位”并斩获厦门市第二届技术市场“金桥奖”。1997年11月，公司牵头成立厦门市路桥中心实验室，并首次承担高速公路建设监理任务（厦漳高速厦门段）。后续几年，公司陆续获得了高速公路工程、房建工程、公路工程、交通工程等项目的监理资质和工程咨询甲级资质。公司于2001年获评“福建省先进工程建设监理企业”，成为厦门市第一批科技中介机构。

（2）通过收并购拓宽业务范围：2003年，公司更名为“厦门市路桥咨询监理有限公司”，于当年7月兼并重组了漳州新闻华建设监理有限公司（合城水运前身）。2004年，公司成立管理咨询项目组。2005年，公司工程建设监理收入首次进入全国百强。2006年，公司投资设立了厦门交港工程设计咨询有限公司（合城设计院前身）和厦门建通工程设计开发有限公司（合城检测前身），成为福建省首批建设工程项目管理单位。2009年7月，公司投资设立了厦门合城工程技术有限公司。2012年，公司更名为“合城工程咨询股份有限公司”，并于次年被认定为“高新技术企业”和“厦门市总部企业”，相关商标获得“福建省和厦门市著名商标”认证。2013年7月，公司投资设立了厦门合城工程技术有限公司，连续多年荣获厦门市和福建省“先进工程监理企业”和“金桥奖”。

图1：公司发展历史沿革

### 发展沿革

- 1995年，厦门市路桥监理咨询有限公司成立，隶属厦门路桥集团（国资）
- 2003年，完成所有制改革，转型为市场化的综合性工程咨询企业（民企）
- 2012年，完成股份制改革，更名为合城工程咨询集团股份有限公司
- 2016年，公司登录A股主板（上市公司）
- 2017年，收购福建科胜延展工程新材料业务板块
- 2018年，收购大连市政院、福建怡鹭补强勘察设计和综合管养业务板块
- 2021年，完成控制权转让，成为建发房产（国资）控股企业，更名“建发合诚”  
并购买天成华瑞公司，补齐建筑施工业务板块
- 2022年，并购里隽设计院，补齐建筑设计业务板块



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**(3) 上市并设立股权激励，建发收购后获得新发展机遇：**2016年，公司以“合诚股份”的名称于当年6月在上海证券交易所主板挂牌上市（代码603909.SH）。为了吸引和留住优秀人才、充分调动高管和核心技术骨干积极性，公司于2017年12月制定了首期股权激励草案并于2018年1月执行。公司首期股权激励对象共计60人，包括在公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员（不包括独立董事、监事）。股权激励价格为16.20元每股，限售期为授予日之后22个月和36个月，分别解锁50%。业绩考核目标是以2016年业绩为基数，2018年和2019年净利润增速分别不低于30%和45%。该股权激励分别在2019年11月和2020年11月相继解锁。2021年6-8月建发集团和建发股份通过建发房地产下的厦门益悦置业有限公司以转让方式陆续获得合诚29.01%的股份，转让价格为16.53元每股。股权转让完成后，建发房地产成为合诚股份第一大股东和实际控制人。2021年8月23日公司收购天成华瑞装饰有限公司，填补了公司建筑施工板块的空白，进一步延伸了产业链，建筑施工拟成为公司新的业绩增长点。2022年5月公司完成名称变更，从“合诚股份”变为“建发合诚”。

回顾建发合诚发展历史，公司通过收并购的方式不断在设计、监理、检测、施工的产业链上不断提升和完善业务，已经形成了一套完善的全生命周期的工程服务体系。

## 2 公司主营业务：六大板块协同发展，工程施工业务迅速做大

截止2022年底，公司业务主要涵盖6大业务板块：勘察设计、试验检测、工程新材料、工程管理、综合管养，以及建筑施工。

图2：公司主营业务及经营单位示意图

业务板块 BUSINESS SECTORS	经营单位 BUSINESS UNITS
> 勘察设计 SURVEY AND ENGINEERING	大连市政府院      合诚设计院 里隽设计院
> 工程管理 PROJECT MANAGEMENT	交通事业部      房建事业部 合诚水运
> 试验检测 TEST AND DETECTION	合诚检测
> 综合管养 GENERAL MAINTENANCE	合诚技术      福建怡鹭
> 工程新材料 NEW CONSTRUCTION MATERIALS	福建科胜
> 建筑施工 CONSTRUCTION ENTERPRISE	天成华瑞

资料来源：公司官网、浙商证券研究所



## 2.1 勘察设计：专业资质齐全，核心科技领先

勘察设计是公司的一项重要主营业务，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。

公司勘察设计资质齐全，具有为客户提供全过程综合服务的能力。在勘察领域，公司具备工程勘察甲级、岩土勘察乙级、工程测量乙级和测绘丙级共四项从业资质。在设计领域，公司具备包括市政行业甲级、建筑工程甲级、轨道交通甲级、风景园林甲级、公路行业乙级和水运行业乙级等在内的八项从业资质。另在规划咨询领域，公司具备工程规划甲级、城乡规划乙级和土地规划乙级三项从业资质。根据《建筑工程勘察设计管理条例》，甲级资质为各业务领域最高水平资质，表明该企业的相关资历和技术条件处于行业领先水平，具备完成大范围、高难度、大投资项目的资格和能力。公司完备的资质认定和高等级的资质水平（甲级为主），能够为客户提供全过程、综合化的完善服务，表明了公司强大的竞争实力和业务能力。

公司的市场布局较广、人才层次较高，具有较强的技术实力和项目储备。近年来，随着对福建科胜、大连市政府、天成华瑞等企业的并购，公司补齐补强了在各个业务领域的短板，同时推动了自身业务走出厦门市和福建省，向大连、海南等地扩展，公司业务已覆盖全国 90% 以上的区域，逐渐形成了“以福建省为核心，南北多地共同发展”的市场布局特点。在核心技术储备方面，公司开发的海底隧道岩土工程勘察技术、山岭隧道岩土工程断层岩芯采取率勘察技术、交通设计和道路工程总体方案设计隧道综合监控系统等核心技术，始终位于同行业领先水平，并多次斩获监理企业相关科技奖项。公司每年通过校招、社招和自主兴办的合城学院大规模招收科技领域的相关人才，构建出较为完善的人才培养和储备体系，其“年轻化、专精化”的公司团队进一步扩大了自身在前沿科技领域的领先优势。而在建筑设计和园林设计领域，公司设计开发的花园式污水处理厂、建筑设计中的 BIM 技术、装配式建筑应用、装配式综合管廊运用、自动跟踪定位射流灭火系统等核心技术同样有着广阔的发展和前景，公司的工程全产业协同运作优势为新市场拓展和新业务开发提供了更多机遇。2022 年新签合同总额达到 29.17 亿元，其中勘察设计业务占比约 16%。

图3： 勘察设计业务图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所



公司具有丰富的项目建设和监理经验，所承接的多个项目在各地乃至全国有着重要的影响。公司开发的大连湾海底隧道项目（双向6车道，全长5.1公里，总投资105亿人民币），作为全国第三座、北方第一座沉管法海底隧道，进一步证明公司技术实力的同时也为公司打开北方业务市场打下了良好的基础；厦门翔安新机场填海造地及配套项目作为世界最大的填海造地机场项目，工程案例少、技术难度大、项目投资高，业界缺乏相关的经验可供借鉴，其成功建设进一步巩固了公司在厦门市乃至福建省内的监理企业龙头地位；清澜大桥项目作为海南省重点项目之一，受到了业界和政府部门的极大关注，也是公司进军海南市场的标杆性项目，这一“中国之最”（中国抗震级别最高的跨海大桥）的成功落地再一次证明了公司领先的技术实力和市场开拓力。

公司发展稳健，勘察设计营业收入稳定上升。公司勘察设计业务在2018年得到快速发展，营业收入同比增幅达到368.77%，主要系当年并购大连市政府及福建怡鹭集团后，相关主营收入大幅增长导致（2018年，公司以2.69亿元人民币收购大连市市政设计研究院100%股权，同年以7504万元人民币分两次收购福建怡鹭共69.48%股权，进一步补强了公司的勘察设计和综合管养业务板块，其中勘察设计的业务收入在公司营业总收入中的占比从2017年的约15%上涨到2018、2019年的37%）；除2018年以外，公司在其余年份营收保持连续增长（增长比例在5%—20%之间）。公司在2018年的对大连市政府及福建怡鹭的并购主力公司勘察设计业务快速发展。

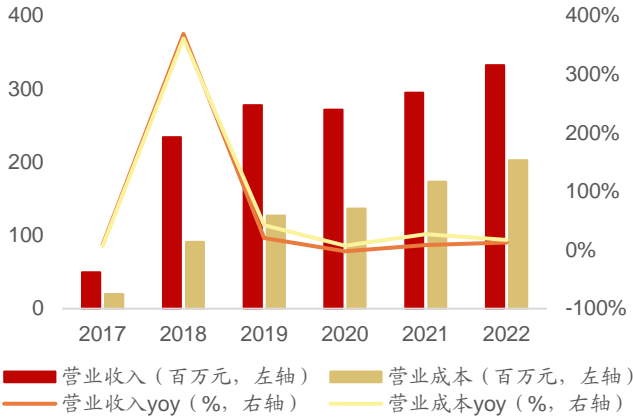
2017—2018年，公司项目毛利率总体保持稳定，无明显波动（1%以内）；自2019年开始，受疫情和业务调整影响，毛利率开始逐步下跌，2022年趋于稳定。2018年，公司总体业务毛利率约为60%，由于同年收购的子公司大连市政府利润率低于公司平均水平，因此对公司原本的毛利率产生了一定影响；2019年公司整体毛利率下滑6.97%，主要是合诚设计院水工业务新签合同额减少、毛利率较高的新机场相关项目进度缓慢导致；2020年毛利率下滑4.53%，主要是因疫情影响收入减少，及大连与厦门市外毛利率较低的业务占比增长较多导致；2021年毛利率下滑8.57%，主要是当年度大连市政府业务结构有所调整以及项目结算收入调减，导致整体毛利率下滑。2022年度，公司勘察设计业务毛利率基本保持稳定，下降趋势得到一定遏制。随着2023年疫情防控政策的改善，相关不利因素消除，我们预测公司的各项业务（尤其是高毛利率业务）推进将重回正轨，营业收入和毛利率有望迎来新一波回升和增长。

表1：2017—2022年勘察设计（原设计咨询）业务收入及毛利率

年份	分产品	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比 上年增减 (%)	毛利率比上 年增减 (%)
2017	设计咨询	49.89	19.83	60.24%	9.24%	6.92%	增加 0.86 个百分点
2018	设计咨询	233.89	91.42	60.92%	368.77%	360.79%	增加 0.68 个百分点
2019	勘察设计	277.64	126.84	54.32%	20.48%	42.18%	减少 6.97 个百分点
2020	勘察设计	271.77	136.45	49.79%	-2.12%	7.58%	减少 4.53 个百分点
2021	勘察设计	294.64	173.20	41.22%	8.42%	26.93%	减少 8.57 个百分点
2022	勘察设计	332.47	202.81	39.00%	12.84%	17.1%	减少 2.22 个百分点

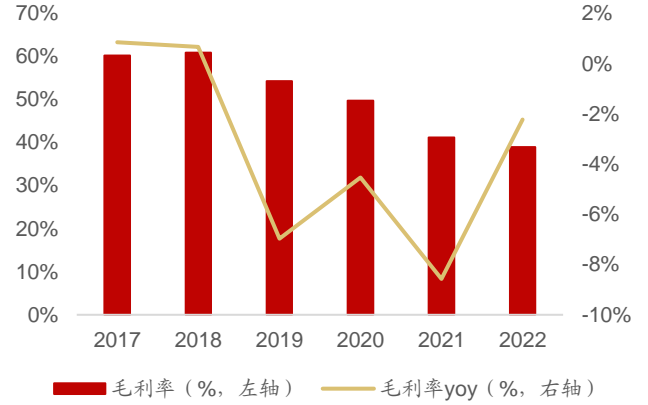
资料来源：Wind、公司年报、浙商证券研究所

图4： 2017—2022 年勘察设计业务营业收入及成本变化图



资料来源：Wind、公司年报、浙商证券研究所

图5： 2017—2022 年勘察设计业务毛利率变化图



资料来源：Wind、公司年报、浙商证券研究所

## 2.2 工程管理：凝聚核心竞争优势，稳中向好

深耕工程管理行业多年，资质优势显著。公司立足工程管理行业二十余年，业内获取的资质等级逐步提升、种类不断增加。公司的工程管理服务板块拥有多项甲级和专项监理资质，是全国范围内监理资质最全的企业之一，也是福建省唯一一家同时在建筑、市政、公路、水运行业均为甲级监理资质的企业。

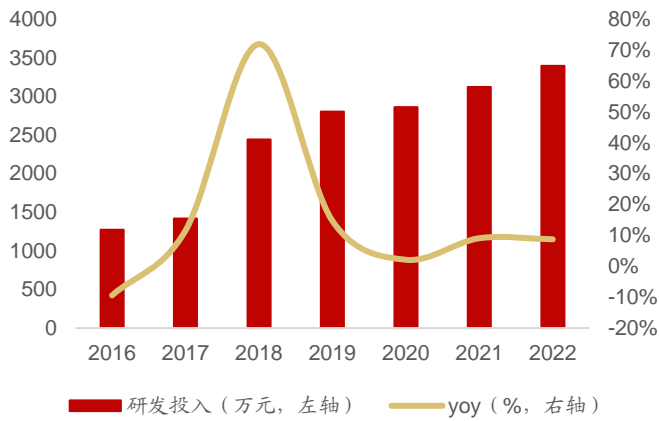
图6： 工程管理监理资质



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

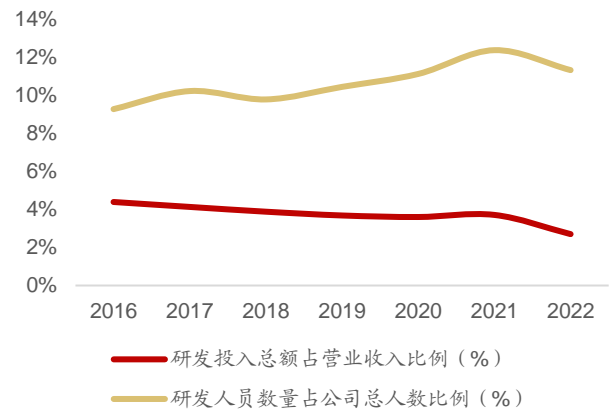
紧抓技术研发，研究成果丰硕。技术研发上，公司自2016年以来不断增加研发投入资金，2018年并购大连市设计研究院后研发投入突破2000万元，研发投入总额占营业收入比例稳定在4%左右，研发人员占公司总人数比例不断攀升，2022年公司研发人员237人，占公司员工总数比例达到11.32%，其中硕士学历以上36人，占总研发人员比例为15.2%；

图7： 2016-2022 年研发投入情况



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

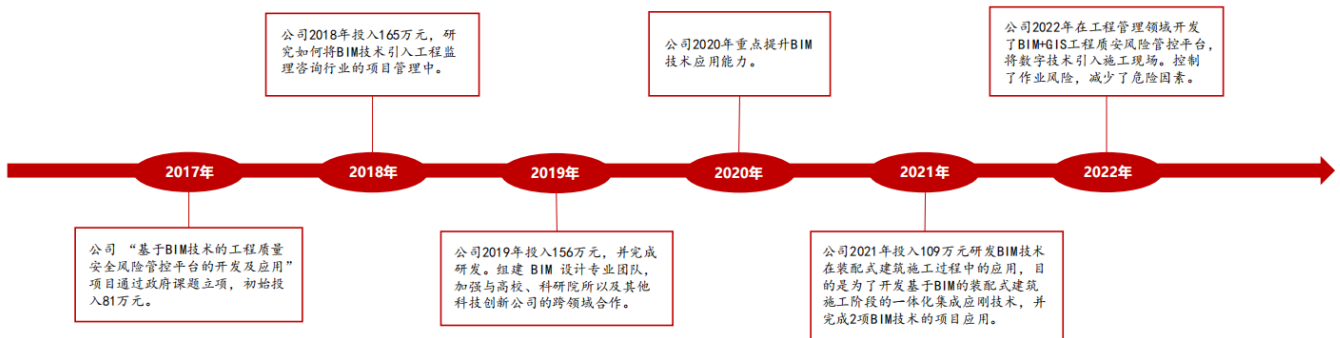
图8： 2016-2022 年研发投入及研发人员情况



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

研究成果上，工程管理方面开发了互联网+监理远程管理系统，通过对工程项目施工现场重点环节和关节部位进行监控，提高了监督效率，减少了质量、安全事故的发生；2017年公司“基于BIM技术的工程质量安全风险管控平台的开发及应用”项目通过政府课题立项，BIM具体指建筑信息模型，是以建筑工程项目的各项相关信息数据作为基础，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息，通过三维建筑模型，实现工程监理、物业管理、设备管理、数字化加工、工程化管理等功能，公司历时三年投入404万元于2019年完成研发，形成工程质量安全风险管控平台，之后公司重点提升BIM技术应用能力，2021年投入108万元研发BIM在装配式建筑施工过程中的应用，BIM+GIS工程质安风险管控平台投入应用，将数字技术引入施工现场，安全管理理念落实到生产作业，控制了作业风险，减少了危险因素，提高了服务质量。

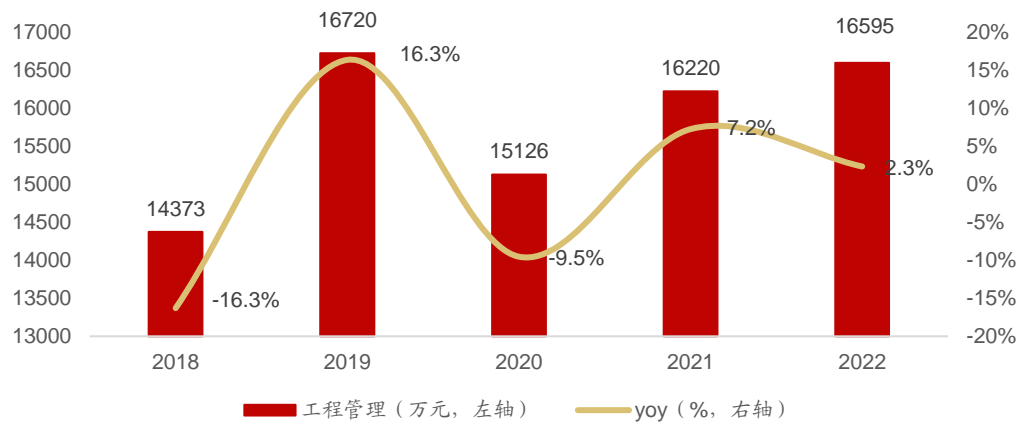
图9： 建发合诚 BIM 技术发展史



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

工程管理稳定发展，持续提供强劲动力。2022年公司工程管理业务收入16595.1万元，同比上升2.3%。公司业务间协同性持续提升，作为公司主板块之一的工程管理板块近几年平稳发展，营收占比总体保持稳定，为公司提供持续动力。

图10: 2018-2022年工程管理营业收入情况



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

### 2.3 试验检测: 强化特色技术, 试验检测持续提升

**试验检测业务涵盖广泛, 检测资质深厚。**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。开展的检测业务内容主要为: 工程材料及构配件检测、地基与基础检测及基坑监测、桥梁结构检测、桥梁施工监控及运营监测、隧道监控量测等。公司试验检测板块已连续四年进入铁路工程质量监督检测机构名录, 同时拥有公路工程综合甲级、公路工程桥梁隧道工程专项、水运工程材料甲级、水运工程结构(地基)甲级资质。

表2: 建发合诚试验检测资质优势明显

检测领域	检测资质
公路水运	公路工程综合甲级、水运工程结构甲级、水运工程材料甲级
市政房建	地基基础工程检测、主体结构工程检测、见证取样检测
铁路水利	水利工程混凝土工程乙级、铁路工程质量监督检测机构

资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

**检测设施齐全, 技术创新优势明显。**在检测设施方面, 公司拥有“地基础工程、隧道工程、桥梁工程”模拟培训场地设备配置 1300 多套, 建筑面积超过 20000 平米。技术创新方面, 公司建立了“一院一站两中心”4 个科研平台, 并在工程检测领域, 开发了桥梁无损检测智慧管理平台及桥梁健康监测管理平台, 掌握了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等。

图11: 工程互联网监测系统

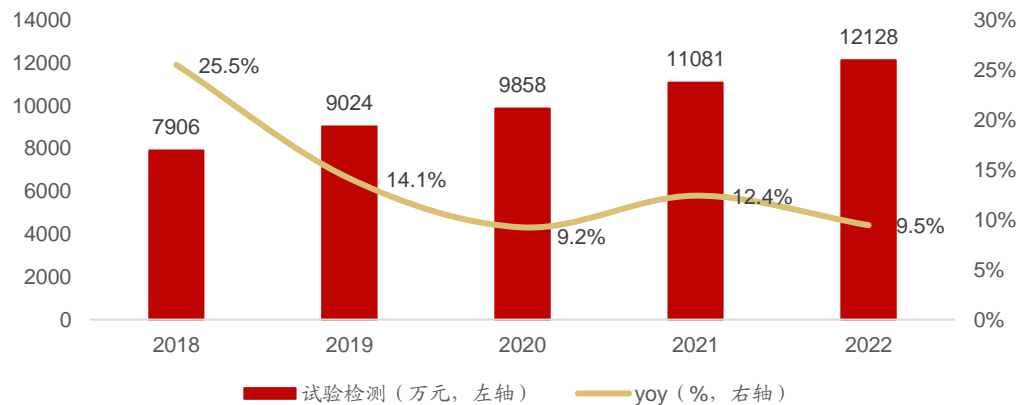


资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

**试验检测营收连年增长, 技术创新持续发力。**2017年试验检测业务收入为6299万元; 2018年达到7906万元, 同比增长25.5%; 2019年突破9000万元, 同比增长14.1%, 继续延续高速增长态势; 2020年达到9858万元; 2021年保持高增速并突破一亿大关, 达到11081万元; 2017-2022年6年间试验检测营业收入复合增长达到11.54%。2022年试验检测板块营收12128.34万元, 同比上升9.5%。从整体走势来看, 公司试验检测板块依托资质优势和技术创新, 近几年呈现连续高速增长态势。

试验检测板块主要由子公司厦门合诚工程检测有限公司负责, 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, 其中公开招标是公司承接业务的主要模式。

图12: 2018-2022年试验检测业务营业收入情况



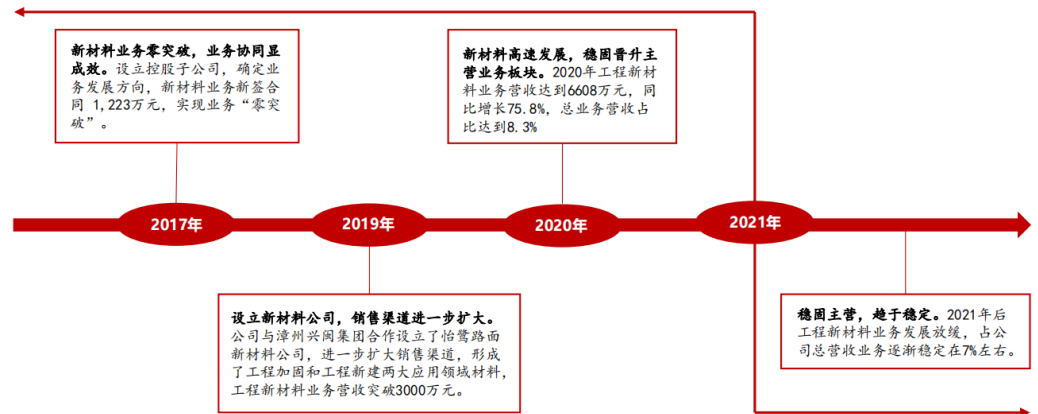
资料来源: 公司年报、浙商证券研究所



## 2.4 工程新材料：紧扣行业发展趋势，全面推广工程新材料

新材料从无到有，业务协同渐显成效。2017年，在强化四大业务板块协同发展的同时，公司突破传统工程咨询业务领域，进军工程新材料的开发、制造与推广，全资子公司合智新材料注资800万元设立控股子公司--福建科胜加固材料有限公司，并完成了材料业务规划、加固材料生产线投建、产品核心技术体系升级、材料销售及工程技术服务拓展等一系列工作，2017年新材料业务新签合同1,223万元，实现业务“零突破”。2019年，与漳州兴闾集团合作设立了怡鹭路面新材料公司，推进沥青混合料生产基地建设，强化设备升级和工艺改进，与此同时，公司进一步扩大销售渠道，形成了工程加固和工程新建两大应用领域材料，预应力压浆料销售取得较大突破，并初步探索海外销售市场，工程新材料业务营收突破3000万元，同比增长达到129.2%。福建怡鹭新材料公司的成立使公司工程新材料业务增长迅速，2020年工程新材料业务营收达到6608万元，同比增长75.8%，工程新材料业务在总业务营收中占比达到8.3%，稳固晋升为公司主要业务板块。近两年，受疫情等因素影响，工程新材料业务发展放缓，在公司总营收业务中占比逐渐稳定。

图13：建发合诚工程新材料发展史

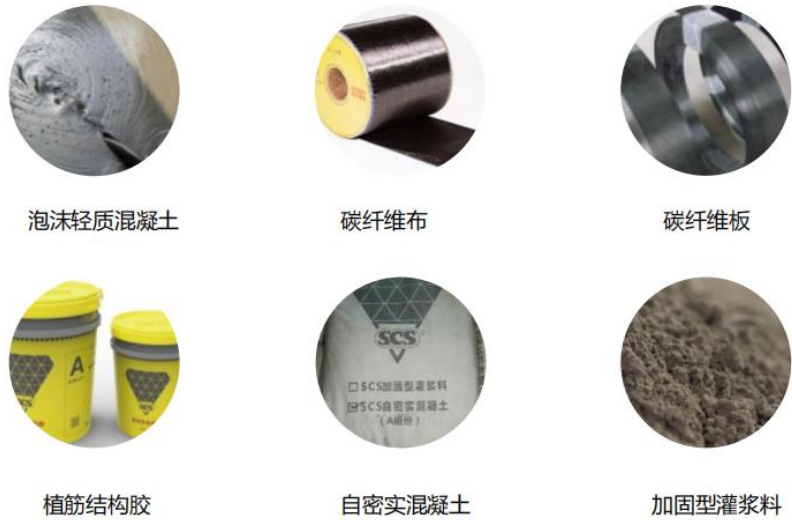


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**固强拓新，技术、业务双发展。**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，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。业务上，在做大做强优势产业的同时，公司紧扣行业发展趋势，积极拓展公路养护业务，全面推广超薄沥青罩面技术及工程新材料；技术上，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。



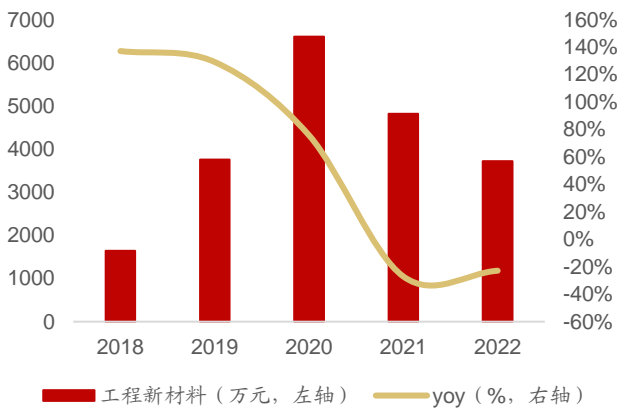
图14: 建发合诚积极发展工程新材料



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

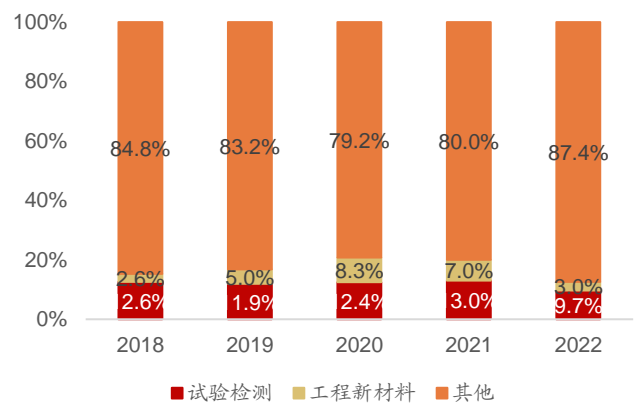
**积极探索终发力，新材料开发快速崛起。**2017年公司工程新材料实现业务零突破，并于当年取得692万元营收业绩；之后依托技术创新与大力发展新材料子公司，工程新材料步入高速发展阶段，2018年营收达到1640万元，同比增长137.2%；2019年营收为3759万元，同比增长129.2%；2020年延续高速增长态势，营收突破6607万元；2017-2020年四年间复合增长率为75.8%；2021年受疫情等因素影响，业务营收下降至4819万元，但整体增速依然较高；近两年业务发展放缓，但2017-2022年六年间复合增长率仍达32.35%；2022年工程新材料营收3717.27万元，同比下降22.9%。公司顺应行业发展趋势，积极探索新材料领域，2017-2020年工程新材料快速发展，营收占比逐步提升，近两年逐渐趋于稳定。受新增建筑施工业务收入的影响，2022年营收占比相较于2021年差别较大。

图15: 2018-2022年工程新材料业务收入情况



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图16: 2018-2022年试验检测与工程新材料业务收入占比 (%)



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

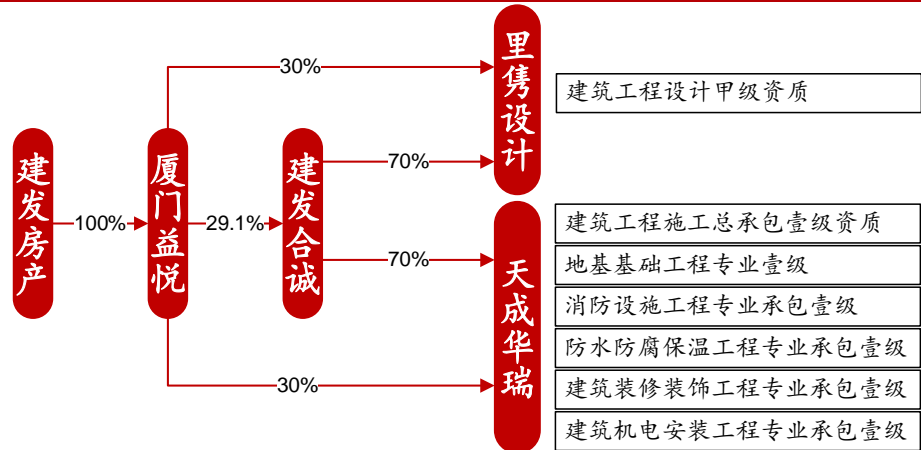
## 2.5 建筑工程施工业务：依托建发资源，步入高速壮大期

### 2.5.1 收购壹级资质公司，提速产业融合进程

**收购天成华瑞，填补施工板块业务空白。**公司于2021年8月以2100万的对价，收购了天成华瑞装饰有限公司100%的股权。该公司具备建筑工程施工总承包壹级资质，及地基基础工程专业、消防设施工程专业承包等五个专项壹级资质，此笔收购填补了公司建筑工程施工板块的业务空白。

**收购厦门益悦，补强建筑设计能力。**2022年7月，公司与控股股东厦门益悦完成了对厦门元朴建筑设计有限公司（后更名为里隽（厦门）建筑设计有限公司）的收购。该公司具备建筑工程设计甲级资质，补强了建发合诚在建筑设计板块的能力，为推进与控股股东的产业融合提升能力基础。

图17：天成华瑞、里隽设计股权架构及其资质（截至2023年3月）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

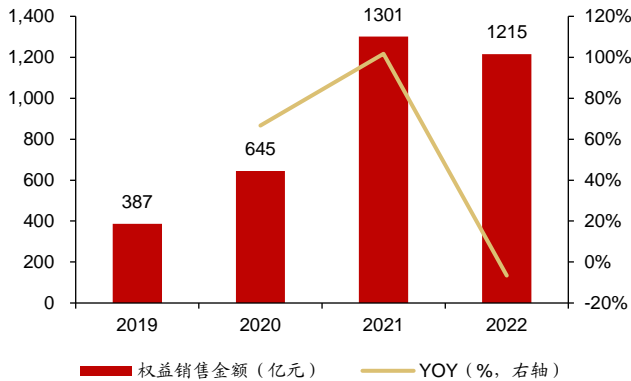
**连续收并购，快速补强建筑施工能力。**从地产产业链看，建筑业上游主要包括原材料生产、工程设备供应等产业，包括前期土地资源获取、开发方案设计等；中游为工程建设、设计咨询、装饰安装等产业，包括工程建设、建设服务咨询等；下游为房屋销售、物业服务等产业。工程建设企业处于整个产业链中游，起到承上启下作用，为建筑业核心环节。公司通过连续的收并购，快速补强建筑施工板块的开发能力。

### 2.5.2 控股股东交付、已售未结金额双增长，建筑施工业务迎机遇

**建发国际销售表现强，施工合作潜力大。**建发国际2019-2021年实现了房地产销售总额三年三级跳——2019年总销售额突破500亿元，2020年达到908亿元，2021年突破1300亿元。根据建发国际公告，建发国际2022年权益销售金额为1215亿元，权益销售面积609.6万平。建发国际持续深耕重点城市，重点布局厦门、北京、上海等核心一二线城市。虽然2022年受到行业下行趋势影响，公司权益销售额有所下降，同比下降7%，但对比2022年克而瑞百强房企销售规模同比下降42.3%而言，建发国际销售韧性显著好于行业平均。我们认为，得益于优质的土地储备和良好的产品定位，建发国际销售有望在2023年市场修复阶段获得更好的销售表现。与此同时，建发合诚与建发国际在房地产开发

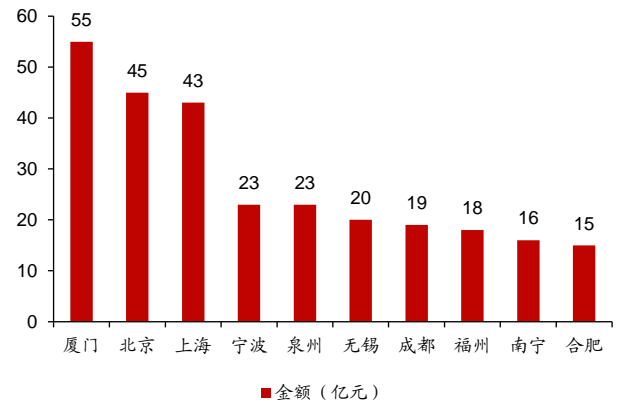
的前期设计端、中期施工和监理方面有较多可合作的空间。我们认为，公司的建筑施工业务板块经历过 2021-2022 年的积淀，2023-2024 会迈入高速增长期。

图18: 2019-2022 建发国际权益销售金额



资料来源: 2019-2021 数据来源为年报, 2022 为公司公告未审核营运数据, 浙商证券研究所

图19: 2022H1 建发国际土储城市分布



资料来源: 中期业绩报告, 浙商证券研究所

**建发国际土地储备丰富，中期建筑工程合作潜力可观。**2022 年 H1 公司控股股东建发国际投资集团（下称“建发国际”）在全国 13 个城市获取项目 33 个，新增总可售面积 361 万平方米，总土地款 552 亿元，总可售货值 974 亿元，90%位于一、二线城市。截止 2022H1，建发国际土地储备为 1937 万平方米，库存货值约为 3160 亿元。我们认为建发国际丰富的土地储备，为其销售金额及市占率提升提供了充足的弹药。中期来看，建发国际土地储备顺销，为建发合诚未来承接更多建发国际工程项目打下基础。

图20: 2022H1 集团新增项目城市



资料来源: 建发国际投资集团 2022 年中期业绩报告, 浙商证券研究所

图21: 2022H1 建发集团土储城市分布



资料来源: 建发国际投资集团 2022 年中期业绩报告, 浙商证券研究所

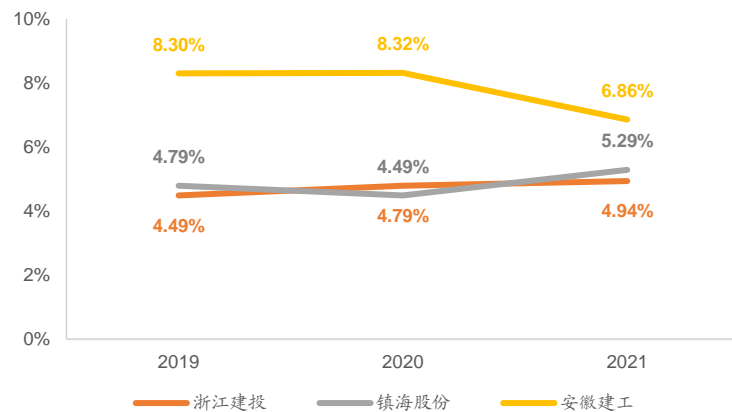
### 2.5.3 扩大建发系施工合作，毛利有望增长 40%

**上调关联交易额度，建筑施工板块产值有望快速增加。**建发合诚在 2021 年被建发房地产收购之后，同年通过收购天成华瑞装饰新增建筑施工业务线，主要承接控股股东建发国际及其关联方的投资项目施工。公司在 2022 年 4 月对日常关联交易的预计额度做出调整调整后的总额为 25 亿元，较之前增加 24.7 亿元，其中销售商品及提供劳务的部分增加 24.62 亿元。2022 年，公司已对建发系关联方销售商品及提供劳务 19.6 亿元，占 2022 年总关联交易额度的 78.4%。我们认为，公司大幅上调关联交易额度，原因主要在于对未来

该板块收入具备快速增长的预期，随着逐渐承接建发国际相关项目建设任务，公司的关联交易产值将快速上升。

**建筑施工业务规模快速增长，有望带动毛利润同比增速达4成。**我们选取了三家可比公司进行比较，其中浙江建投、安徽建工为业内较为成熟的建筑业公司，其总资产均超千亿；镇海股份是同体量的建筑公司，总资产为14.35亿元。近三年可比公司的毛利率较为稳定，受制于服务对象不同，企业间毛利略有差异。参考可比公司的毛利率水平，我们预估公司建筑施工业务的毛利率约为5%。假设2022年公司25亿元关联交易额度均用于与建发集团合作，预计该板块毛利润将达到1.25亿元。鉴于建筑施工业务为公司2022年新业务，我们保守估计公司毛利润将因此增加1亿元，对应同比毛利增速为39.1%。

图22：2019-2021年可比公司建筑施工业务毛利率（%）



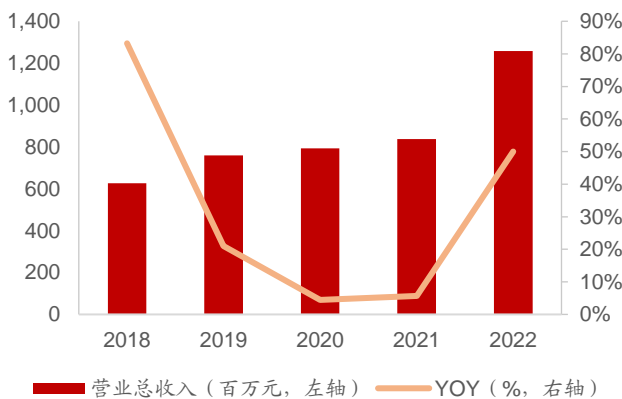
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

### 3 公司财务分析：收入结构调整，建筑施工业务推动业绩增长

#### 3.1 营业收入增长50%，新业务引进致毛利降低

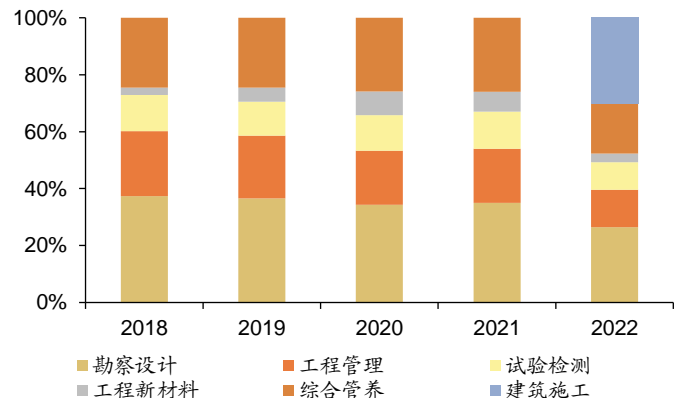
**2022年度收入上升，建筑施工业务引入将致收入结构剧变。**公司2022年度实现营业收入12.57亿元，营业收入较2021年（8.38亿元）上升50%，主要是由于公司新增建设施工业务快速发展。2022年度，公司建筑施工业务收入3.8亿元，公司综合管养业务实现营业收入2.19亿元，较2021年（2.22亿元）减少1.3%，工程新材料实现营业收入3713万元，较2021年（4819万元）减少22.9%。

图23：2018-2022年公司营业收入及其增长率



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

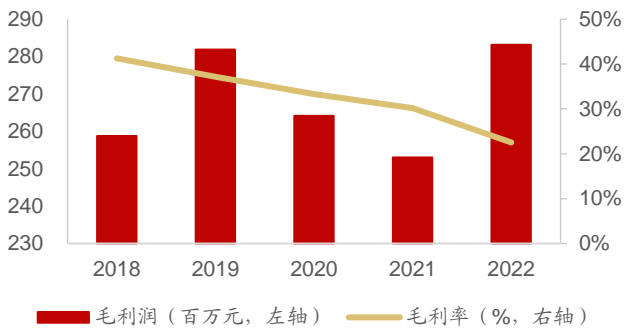
图24：2018-2022年公司各项业务收入占比（百万元）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

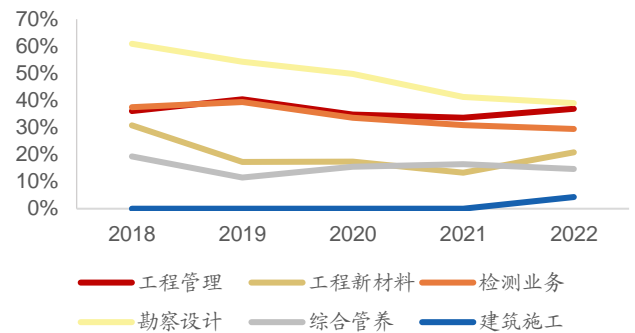
建筑工程施工业务引进将降低公司整体毛利率。公司 2021 年整体毛利润达 2.53 亿元，同比下降 4.2%，毛利率 30.2%，较 2020 年下降 3.1pct。除综合管养业务毛利率较为稳定外，各分项业务毛利率呈现下降趋势。其中勘察设计业务降幅最大，从 2018 年的 60.24% 降至 2021 年的 41.22%。由于 2022 年公司新增建筑工程施工业务，该业务体量大、毛利率低于各项业务。导致 2022 年度公司整体毛利润将上升，但整体毛利率下降。

图25: 2018-2022 年公司整体毛利润及毛利率



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图26: 2018-2022 年公司分项业务毛利率

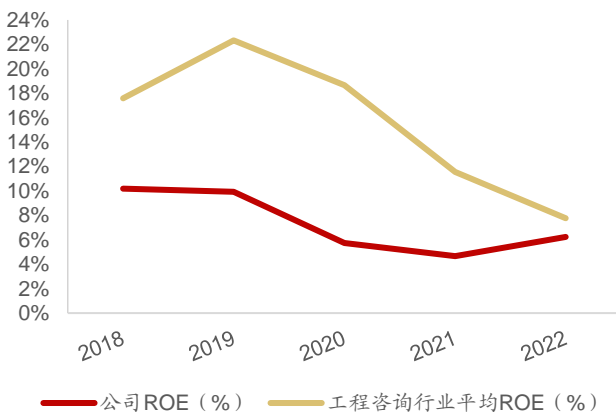


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

注: 2018-2021 年公司无建筑施工作业, 以 0% 表示。

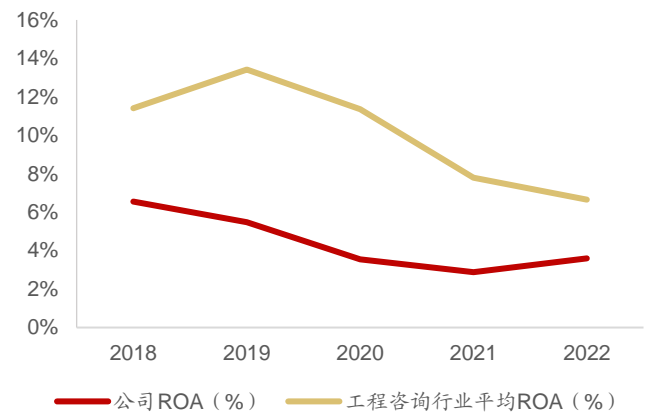
2022 年度公司 ROE 为 6.25%，较 2021 年（4.66%）上升 1.59pct；ROA 为 3.59%，较 2021 年（2.88%）略升 0.71pct。受疫情因素影响，公司近三年 ROA、ROE 均处于下降趋势。公司在 2022 年 4 月以前未开展建筑施工作业，其所在行业为工程咨询服务行业。公司的 ROE 和 ROA 虽然低于行业平均水平，但是在 2022 年有所回升，显示出了一定的改善潜力。

图27: 2018-2022 年公司 ROE 及工程咨询行业 ROE



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 2018-2022 年公司 ROA 及工程咨询行业 ROA



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

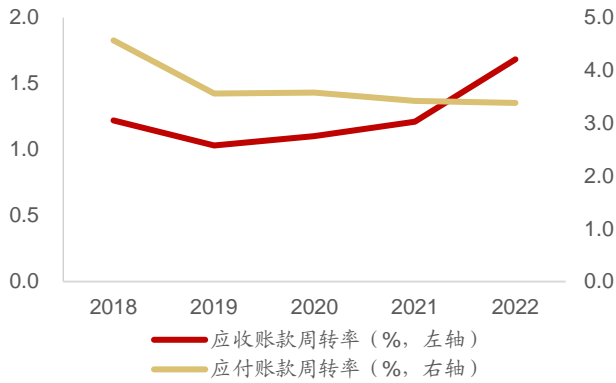
### 3.2 经营性现金流稳定，深度合作有望强化营运能力

应收账款管理趋严，近三年经营性现金流平稳。公司 2022 年度应收账款周转率和应付账款周转率分别为 1.68、3.38。近 5 年应收账款周转率及应付账款周转率较为平稳。在应收账款周转率低于应付账款周转率的情况下，公司经营性现金流有所改善。随着公司加



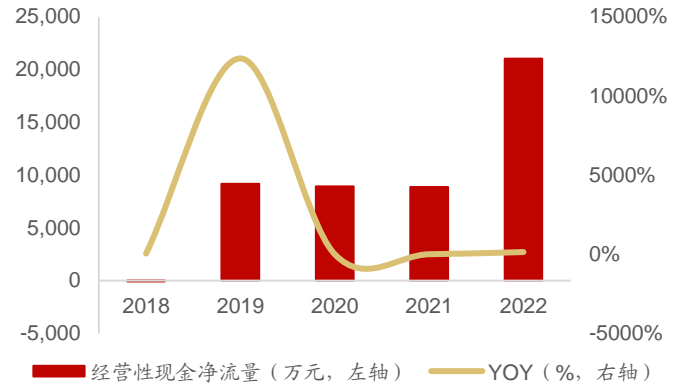
大应收账款催收力度，销售商品和劳务收到的现金增加，在 2019 年经营性现金净流量由负转正。此后公司经营性现金流维持在 9000 万左右的稳定水平，直到 2022 年度达 2.1 亿元，同比增长 137%。我们认为，公司与建发国际的深度合作将增加公司销售商品、提供劳务收到的现金，伴随公司对应收账款的管理趋于严格，现金流将愈加稳健。

图29: 2018-2022 年应收账款及应付账款周转率



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

图30: 2018-2022 年经营性现金流及其增速

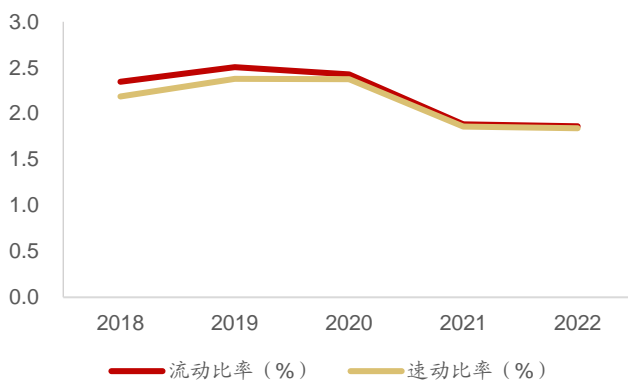


资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

### 3.3 资本结构合理，偿债能力有保障

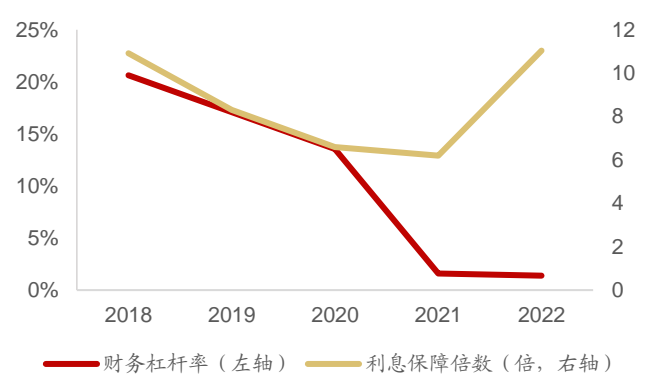
**偿债能力稳定，短期不存在偿债风险。**公司近 5 年流动比率及速动比率较为稳定，维持在 1.8-2.5 之间，表明公司流动资产及速动资产对短期负债有较强的保障。公司近 5 年利息保障倍数有所降低，主要由于 2019 年至 2020 年应收账款坏账损失较多，导致公司息税前利润降低。公司近 5 年长期借款显著降低，截至 2022 年 12 月 31 日，公司长期借款为 0，非流动负债仅 1468 万元，主要融资手段为短期借款（8470 万元）。我们认为，公司的资产负债结构较为合理，利息支付、短期负债均能够得到较好保障。

图31: 2018-2022 年流动比率及速动比率



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图32: 2018-2022 年财务杠杆率及利息保障倍数



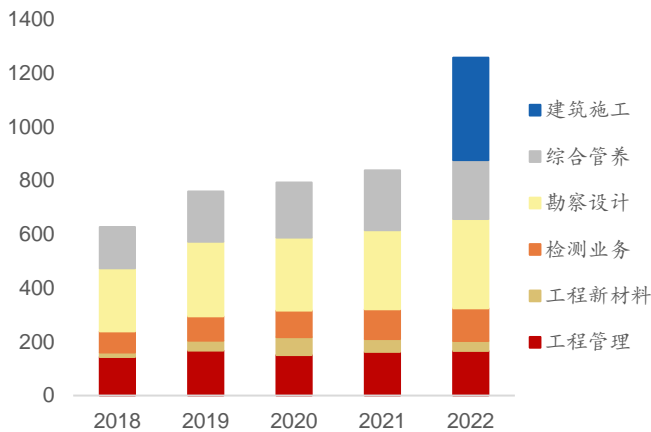
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所



### 3.4 净利润止跌，营收增速回升

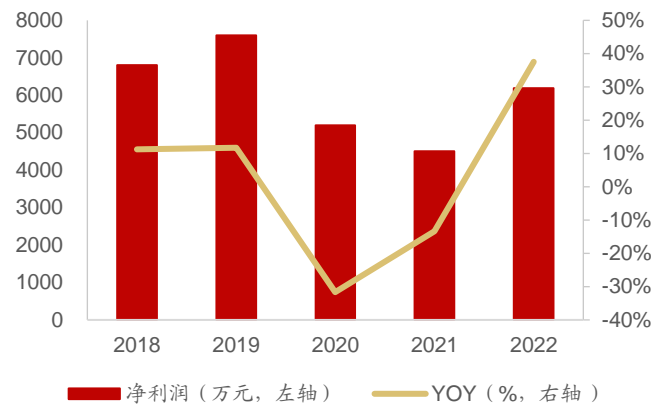
调整关联交易额度，建筑业务推动营业收入快速增长。公司 2019-2022 年营业收入 CAGR 达 18.94%，但 2020-2021 增长放缓，营业收入增长率分别为 4.5%、5.6%。公司于 2022 年 4 月因强化同控股股东的合作，调整了关联交易额度。2022 年度，公司实现营业收入 12.61 亿元，较 2021 年度（8.41 亿元）增长 49.87%；实现净利润 6192 万元，较 2021 年度（4502 万元）增长 37.55%，是 3 年来净利润首次正增长。我们认为，得益于与控股股东在建筑施工业务的深度合作，公司营业收入有望维持高速增长。

图33： 2018-2022 年各项业务收入结构（百万元）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图34： 2018-2022 年净利润及其增长率

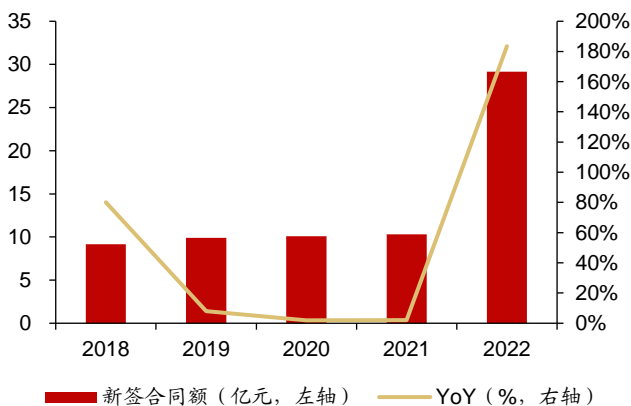


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 4 盈利预测和估值

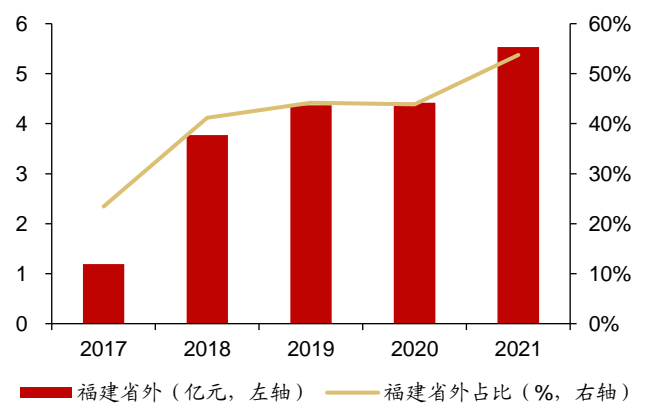
建发合诚主要通过招投标、议标洽谈、客户直接委托获取各项工程技术服务业务，依托“集团化协同增值模式”重点培育发展全过程工程咨询服务，其中公开招投标是公司承接业务的主要模式。根据公司历年年报，公司 2018-2021 年每年新签合同额保持稳定增长，2022 年新签合同金额大幅增长，为 29 亿元，同比+183.5%。新签合同额中福建省外占比逐步提升（从 2017 年占比 23%提升至 2021 年 54%），外省新签合同额 2017-2021 年 CAGR 为 47%。

图35： 2018-2022 年新签合同金额



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图36： 2017-2021 年福建省外新签合同金额（更新至 2021）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

公司主营业务收入的确认主要按照设计或工程进度而定，通常设计类工作、监理、勘察检测、建筑工程结算期较长，结算期在 2-3 年左右，综合管养业务结算期较短，结算期在半年到 1 年左右。由于工程类业务进度容易受 2020-2022 年受疫情反复影响，因此尽管建发合诚签约金额保持稳定增长，但公司主营业务增速在 2020-2021 年出现不同程度的降低。我们认为伴随疫情管控优化，影响公司 2023 年工程进度的不确定因素消除，公司相关结算收入同比增速有望回温。

建筑施工是建发合诚 2022 年新增业务。得益于股东建发房地产近年良好的销售表现以及行业集中度提升，我们认为建发房地产和建发合诚未来合作业务量可实现逐年增长。首先，我们预期建发房地产下主要的房地产开发平台建发国际在 2023 年一方面受益于市场回温，一方面受益于行业集中度提升，销售金额和销售面积呈现稳增长态势。其次，考虑到建发国际以改善型产品为主，主打新中式风格，我们估算建发的施工成本约为 5500 元每平。第三，我们认为建发国际和建发合诚在开展业务合作方面需要磨合，建发合诚的施工团队和平台需要时间拓展，我们预计建发国际的施工项目在 2023-2025 年会逐步给到建发合诚。

根据公司公告，2022 年建发合诚和股东关联交易计划 25 亿元，实际签约金额 19 亿元，结算收入 4 亿元，2022 年合作金额占计划 75%，结算收入占签约金额 20%；2023 年计划关联交易额为 66 亿元。考虑到 2023 年是建发合诚第二年承接股东项目，我们认为 2023 年实际签约比例会高于 2022 年，我们预计约为 60 亿元，约占我们估算建发国际当年建安成本的 16.4%（同比 2022 年增长 195%）。我们假设 2024-2025 年建发合诚与建发国际实际合作金额占建发国际建安成本的比例为 33%和 66%，分别较前一年翻番。综上所述，我们根据工程进度结转收入的周期约为 2-3 年预测公司 2023-2025 年建筑工程收入分别为 18 亿元、43 亿元和 83 亿元。

表3: 建发合诚建筑施工业务收入预测

	2022E	2023E	2024E	2025E
建发国际销售额 (亿元)	1215	1397	1467	1540
销售面积 (万平)	610	665	699	734
单位施工成本 (元/平)	5500	5500	5500	5500
建发施工/建安金额 (亿元)	336	366	384	404
给建发合诚比例 (%) 假设	5.56%	16.40%	32.79%	65.58%
计划采购 (亿元)	25	66	126	265
建发合诚建筑施工合约金额 (亿元)	19	60	115	241
按照结转两年周期测算收入 (亿元)	4	18	43	83

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表4: 公司分项业务预测

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>工程管理</b>				
收入 (百万元)	166	179	194	209
同比增长/减少 (YoY%)	2.32%	8.00%	8.00%	8.00%
<b>试验检测</b>				
收入 (百万元)	121	133	147	161
同比增长/减少 (YoY%)	9.45%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>勘察设计</b>				
收入 (百万元)	332	372	417	467
同比增长/减少 (YoY%)	12.84%	12.00%	12.00%	12.00%
<b>综合管养</b>				
收入 (百万元)	219	237	256	276
同比增长/减少 (YoY%)	-1%	8.00%	8.00%	8.00%
<b>工程新材料</b>				
收入 (百万元)	37	37	37	37
同比增长/减少 (YoY%)	-23%	0%	0%	0%
<b>建筑施工</b>				
总收入 (百万元)	381	1815	4341	8304
同比增长/减少 (YoY%)	0%	376.41%	139.11%	91.30%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表5: 公司盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入 (百万元)	1261	2778	5395	9457
二、营业成本 (百万元)	1153	2690	5284	9317
三、毛利润 (百万元)	285	353	459	611
毛利率 (%)	22.57%	12.72%	8.51%	6.46%
四、营业利润 (百万元)	75	94	117	149
五、净利润 (百万元)	62	82	103	132
减: 少数股东损益 (百万元)	5	8	10	13
六、归属母公司所有者净利润 (百万元)	57	74	92	119
净利率 (%)	4.50%	2.66%	1.71%	1.25%
每股收益 (元/股)	0.28	0.37	0.46	0.59

资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

## 5 投资建议

综上所述, 我们认为建发合诚每年先签约合约金额稳定增长, 主营业务在 2023 年疫情管控优化后由于工程进度的恢复进而推动营业收入增长。此外公司和建发房地产合作还处于初期阶段, 未来和获得建发国际施工项目的合同金额可观, 2023-2024 年建筑施工有望进入快速发展。我们预测公司 2023 年 EPS 为 0.37 元, BPS 为 4.9 元。我们给予公司 2023 年 4 倍 PB 估值, 对应目标价 19.62 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值表

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	PEG
		(元)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	MRQ	2022E
301058	中粮科工	15.41	0.43	0.66	0.95	36.0	23.3	16.2	4.1	0.32
300712	永福股份	40.59	0.79	1.46	2.23	51.2	27.8	18.2	6.1	0.60
605287	德才股份	24.54	1.68	2.38	3.38	14.6	10.3	7.3	1.5	0.59
	均值					33.9	20.5	13.9	3.9	0.50
603909	建发合诚	15.74	0.28	0.37	0.46	55.7	42.7	34.2	3.2	0.57

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 3 月 29 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。

## 6 风险提示

1) 房地产市场低迷限制控股股东房地产业务拓展: 2023 年房地产市场修复不持续, 修复力度较低, 控股股东建发国际销售业绩及新拓项目不及预期。

2) 2023-2024 年建筑工程签约金额低于预期: 建筑工程业务与控股股东合作减少, 新签合同金额减少。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,407	1,617	1,956	2,388
现金	327	366	434	595
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	780	848	902	953
其它应收款	32	14	46	33
预付账款	7	7	10	13
存货	16	18	24	35
其他	245	363	541	758
<b>非流动资产</b>	410	414	423	428
金额资产类	5	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
固定资产	105	99	93	86
无形资产	38	42	48	51
在建工程	0	0	0	0
其他	261	268	277	286
<b>资产总计</b>	1,816	2,030	2,379	2,816
<b>流动负债</b>	756	812	989	1,230
短期借款	85	85	85	85
应付款项	393	402	448	535
预收账款	0	0	0	0
其他	278	326	456	611
<b>非流动负债</b>	15	115	215	315
长期借款	0	100	200	300
其他	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	770	927	1,203	1,545
少数股东权益	112	120	130	143
归属母公司股东权益	935	983	1,046	1,127
<b>负债和股东权益</b>	1,816	2,030	2,379	2,816

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	210	11	53	149
净利润	62	82	103	132
折旧摊销	30	36	38	36
财务费用	7	4	5	7
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	76	(113)	(95)	(29)
其它	39	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(14)	(43)	(50)	(44)
资本支出	(18)	(19)	(24)	(19)
长期投资	0	(25)	(26)	(25)
其他	4	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(154)	71	65	56
短期借款	(84)	0	0	0
长期借款	(8)	100	100	100
其他	(63)	(29)	(35)	(44)
<b>现金净增加额</b>	42	40	68	161

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,261	2,778	5,395	9,457
营业成本	976	2,425	4,936	8,846
营业税金及附加	7	14	22	28
营业费用	17	19	27	38
管理费用	114	194	259	359
研发费用	34	42	43	47
财务费用	5	(5)	(2)	(2)
资产减值损失	(5)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
其他经营收益	7	6	6	9
<b>营业利润</b>	75	94	117	149
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>利润总额</b>	72	91	114	146
所得税	10	9	11	15
<b>净利润</b>	62	82	103	132
少数股东损益	5	8	10	13
<b>归属母公司净利润</b>	57	74	92	119
<b>EBITDA</b>	106	126	153	184
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.28	0.37	0.46	0.59

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.87%	120.32%	94.17%	75.30%
营业利润	39.93%	24.31%	24.45%	27.80%
归属母公司净利润	40.25%	30.26%	25.12%	28.41%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.57%	12.72%	8.51%	6.46%
净利率	4.50%	2.66%	1.71%	1.25%
ROE	6.07%	7.51%	8.84%	10.52%
ROIC	5.71%	6.19%	7.00%	7.94%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.40%	45.66%	50.57%	54.87%
净负债比率	73.61%	84.03%	102.32%	121.58%
流动比率	1.86	1.99	1.98	1.94
速动比率	1.51	1.51	1.40	1.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	1.44	2.45	3.64
应收账款周转率	1.68	3.43	6.21	10.29
应付账款周转率	3.38	6.10	11.61	18.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.28	0.37	0.46	0.59
每股经营现金	1.05	0.06	0.27	0.74
每股净资产	4.66	4.90	5.22	5.62
<b>估值比率</b>				
P/E	55.67	42.74	34.15	26.60
P/B	3.38	3.21	3.02	2.80
EV/EBITDA	18.03	23.73	19.77	16.12

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>