

建发合诚 (603909.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

大股东业务协同，业绩高增确定性高

投资逻辑

综合性工程技术服务商，具备工程全产业链资质。①公司是一家综合性工程技术服务企业，成立于1995年，2016年于A股主板上市。目前主营业务有勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料六大块，主要聚焦建筑、市政、公路、水运等领域。②公司已实现建筑/市政行业甲级资质全覆盖，具备工程全生命周期技术服务的各项资质和能力。③2022年总收入12.6亿元，同比+50%；2022年新签约合同金额29.2亿元，同比+183%，创下历史新高，主要因为建筑施工业务贡献18.3亿元合同金额。**国资入主控股带来业务协同，业绩确定性高增长。**①2021年，建发国际（2022年销售金额全国第10的国企开发商）全资子公司通过收购和在公开市场增持等方式不断增加公司股权比例，成为第一大股东；截至1Q23，其持有公司股权29.01%，厦门国资委成为公司实控人。②公司于2022年开始新增建筑施工业务，主要承接建发国际的项目。2022年公司与建发国际的关联交易上限25亿元（实际当年合同签约金额18亿元），2023年该上限提升至131亿。根据我们测算，建发国际2023年建安支出约350亿元~400亿元，公司潜在增长空间很大。③我们预计建筑施工业务2023-25年收入为25亿元、74亿元和126亿元，同比+553%、+198%、+70%。

勘察设计资质齐全，收入稳健。2018-2021年，勘察设计业务在总收入中的占比在34%以上，为公司第一大收入来源。2022年勘察设计收入3.3亿元，同比增长12.8%，占总收入的26%。2023年1-4月全国固定资产投资中基建投资累计同比+9.8%，公司在勘察设计方面资质齐全，有望受益固定资产投资持续增长。2022年勘察设计业务新签约合同金额4.7亿元，短期收入增长有保障。

推出“工程医院”布局存量工程业务，聚焦可持续发展。“工程医院”指的是公司依托自身全产业链覆盖的优势，运用“1+X”模式，重点加强在役工程“疑难急险”病害防治力量，为工程基础设施提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务。这使得公司在建养并重时代具有先发优势，也有利于后续实现可持续增长。

盈利预测、估值和评级

预计2023-25年归母净利润分别为0.7亿元、1.1亿元、1.5亿元，同比增速分别为+24%、+63%和+29%。考虑到公司未来业绩增速高且确定性较强，结合可比公司估值，我们给予公司0.50倍2024年PEG，目标价13.75元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

工程事故风险；新签约项目不及预期；应收账款减值风险

房地产组

分析师：杜昊旻（执业S1130521090001）

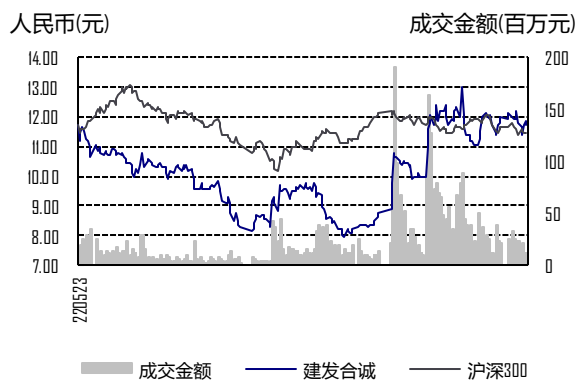
duhaomin@gjzq.com.cn

联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.75元

目标价（人民币）：13.75元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	841	1,261	3,417	8,427	13,700
营业收入增长率	5.6%	49.9%	170.9%	146.7%	62.6%
归母净利润(百万元)	40.4	56.7	70.2	114.2	147.6
归母净利润增长率	-14.3%	40.2%	23.8%	62.8%	29.2%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.28	0.27	0.44	0.57
每股经营性现金流净额	0.44	1.05	0.22	1.16	3.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.6%	6.1%	7.1%	10.9%	13.0%
P/E	76.1	37.8	43.6	26.8	20.7
P/B	3.5	2.3	3.1	2.9	2.7

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

综合性工程技术服务商，具备工程全产业资质.....	5
综合性工程技术服务商，主营六大业务.....	5
具备工程全产业资质，建筑和市政甲级全覆盖.....	5
建筑施工：大股东资源协同，收入快速增长.....	6
国资入主控股，奠定业务协同基础.....	6
开展建筑施工业务，收入快速增长.....	7
上调关联交易额度，短期增长确定性强.....	7
大股东销售持续增长，未来增长潜力大.....	8
勘察设计：资质齐全，收入稳健.....	9
综合管养：工程基础设施维养需求增长，公司具有先发优势.....	10
工程管理：收入平稳增长，毛利率提升.....	12
试验检测：收入稳步增长，毛利率下滑.....	13
工程新材料：收入下滑，毛利率提升.....	14
财务分析.....	15
公司 2022 收入快速增长，在可比公司中规模最小.....	15
公司 2022 毛利率下滑主因收入结构变化，在可比公司中位列第二.....	16
公司销售费用率持续下降，位列可比公司第一.....	16
公司管理费用率持续下降，位列可比公司第二.....	17
公司 2022 归母净利润增速位列可比公司第一.....	17
贸易应收账款周转天数位列可比公司第一.....	18
公司 ROE 持续提升，位列可比公司末位.....	18
经营性现金流净额/净利润位列可比公司第一.....	19
盈利预测与投资建议.....	19
盈利预测.....	19
投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1：2022 年收入同比增长 50%.....	5
图表 2：2022 年新签约合同金额创历史新高.....	5
图表 3：公司六大主营业务分类示例.....	5
图表 4：2018-2022 年各业务收入占比.....	5
图表 5：公司在各业务类别上具备的资质情况.....	6

图表 6: 公司股权结构	7
图表 7: 关联交易合同金额大幅上调	8
图表 8: 建发国际的土储分布 (截至 2022 年末)	8
图表 9: 30 大中城市中一二线销售表现好于三线	8
图表 10: 建发国际销售金额持续增长	9
图表 11: 建发国际销售排名提升至第 10 名	9
图表 12: 公司在勘察设计方面具备的资质	10
图表 13: 公司勘察设计服务涉及的领域	10
图表 14: 2022 年勘察设计收入小幅增长	10
图表 15: 勘察设计毛利率持续走低	10
图表 16: 全国固定资产投资完成额同比增速持续为正	10
图表 17: 全国交通固定资产投资额持续增长	10
图表 18: 公司在综合管养方面具备的资质	11
图表 19: 工程医院示意图	11
图表 20: 2022 年综合管养收入小幅下滑	11
图表 21: 2022 年综合管养毛利率小幅下滑	11
图表 22: 工程管理具备的资质	12
图表 23: 工程管理典型项目	12
图表 24: 2022 年工程管理收入小幅增长	12
图表 25: 2022 年工程管理毛利率有所提升	12
图表 26: 公司试验检测资质	13
图表 27: 工程互联网监测系统	13
图表 28: 试验检测收入稳步增长	13
图表 29: 2022 年试验检测毛利率小幅下滑	13
图表 30: 桥梁检测与健康监测以及地下工程检测与监测技术	14
图表 31: 工程新材料产品系列	14
图表 32: 植筋结构胶展示	14
图表 33: 2022 年工程新材料收入下滑	15
图表 34: 2022 年工程新材料毛利率提升	15
图表 35: 可比公司主营业务	15
图表 36: 公司 2022 收入在可比公司中位列最后一名	16
图表 37: 公司 2022 收入增速在可比公司中最快	16
图表 38: 公司 2022 年毛利率位列可比公司第二	16
图表 39: 公司和可比公司 2022 年销售费用率对比	17
图表 40: 公司和可比公司 2022 年管理费用率对比	17

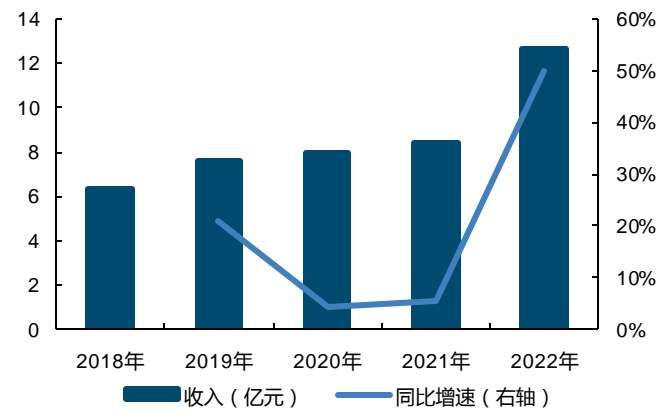
图表 41: 和可比公司的归母净利润率对比.....	18
图表 42: 公司 2022 归母净利润增速位列可比公司第一.....	18
图表 43: 和可比公司的贸易应收账款周转天数对比.....	18
图表 44: 和可比公司的 ROE 对比.....	18
图表 45: 和可比公司的经营性现金流净额/净利润的对比.....	19
图表 46: 盈利预测核心假设及结果.....	20
图表 47: 公司和可比公司估值对比.....	20

综合性工程技术服务商·具备工程全产业链资质

综合性工程技术服务商，主营六大业务

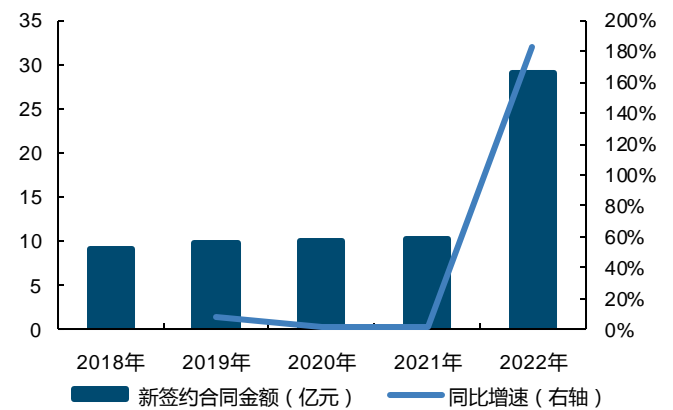
公司是一家国家高新技术企业、综合性工程技术服务企业，成立于1995年，2016年于A股主板上市。目前主营业务分为六大板块，分别为勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料，主要聚焦建筑、市政、公路、水运等领域。公司2022年总收入为12.6亿元，同比增长50%，其中建筑施工、勘察设计、综合管养、工程管理、试验检测、工程新材料的收入分别为3.8亿元、3.3亿元、2.2亿元、1.7亿元、1.2亿元、3717万元，占收入的比例分别为30%、26%、17%、13%、10%、3%。2022年公司新签合同金额29.2亿元，同比增长183%，创下历史新高，主要因为建筑施工业务贡献18.3亿元合同金额，而2021年该项为零。

图表1：2022年收入同比增长50%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2022年新签合同金额创历史新高



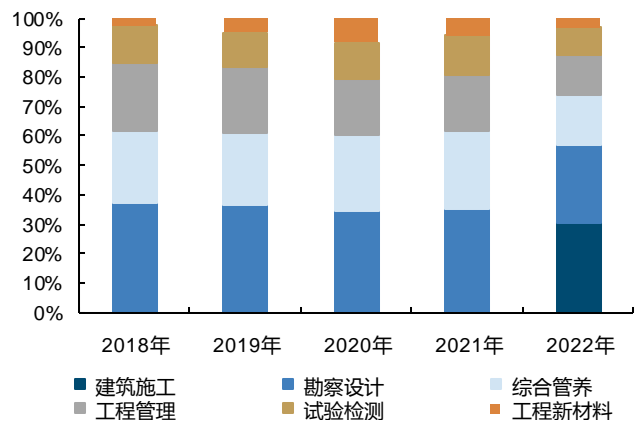
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司六大主营业务分类示例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：2018-2022年各业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

具备工程全产业链资质，建筑和市政甲级全覆盖

全面的资质为公司获取新项目奠定了扎实的技术基础。在土木工程行业中，资质具有一定门槛。投标过程中，委托方对竞标主体的资质会有不同要求，更高更全的资质有利于公司持续获取项目。公司目前已取得建筑、市政、公路、水运等资质共60余项，现涵盖工程全产业链的咨询、勘察、设计、监理、检测、施工、养护、维修等全类别资质，实现了建筑/市政行业甲级资质全覆盖，具备工程全生命周期技术服务的各项资质和能力。

图表5：公司在各业务类别上具备的资质情况

业务类别	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	甲级	建设工程专项检测资质	建筑工程施工总承包壹级
市政行业	甲级		甲级	甲级		特种工程专业承包 (结构补强、建筑物纠偏和平移)
公路行业	乙级		乙级	甲级	综合甲级 桥隧专项	养护施工全套资质 路面专业承包壹级
水运行业	乙级		乙级	甲级	结构甲级 材料甲级	

来源：公司公告，国金证券研究所

建筑施工：大股东资源协同，收入快速增长

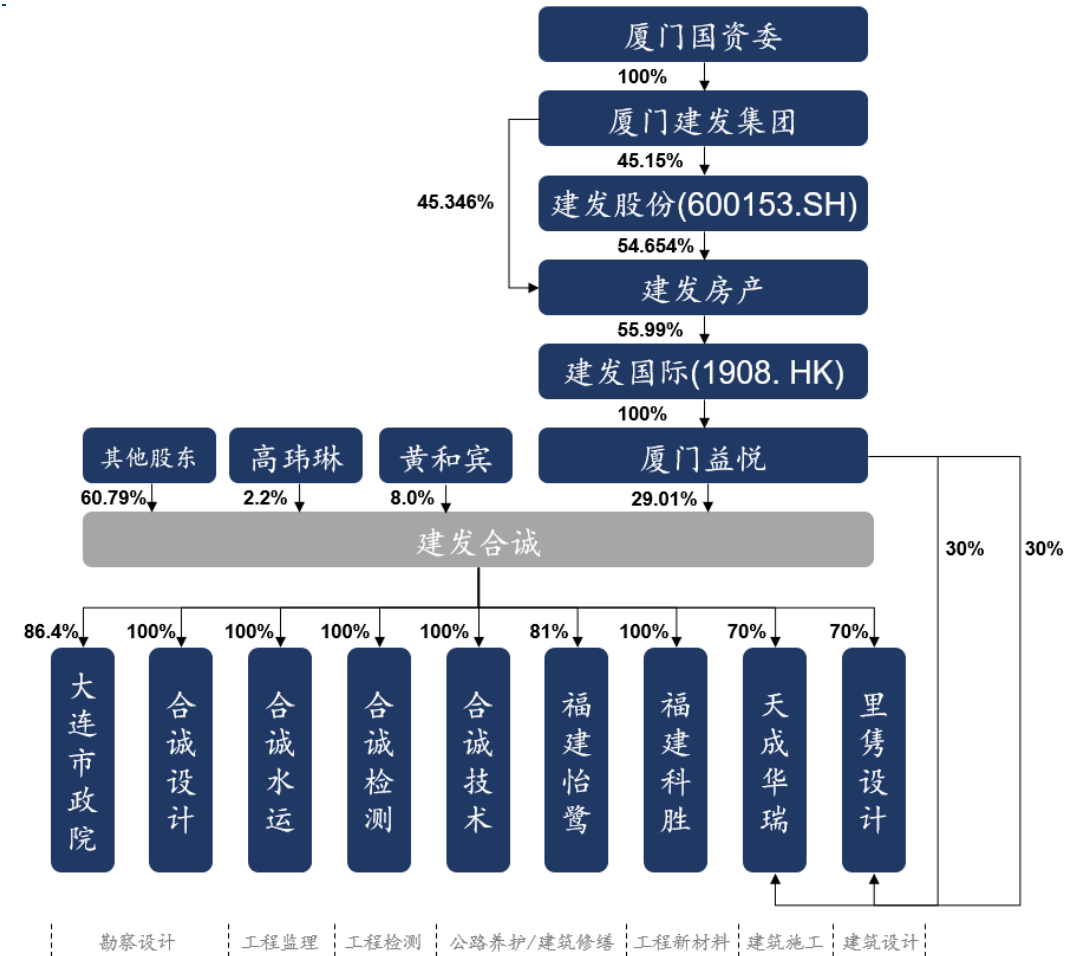
国资入主控股，奠定业务协同基础

2021年6月，建发国际全资子公司厦门益悦以16.53元/股的价格，收购了公司19.69%的股权，合计对价652,700,770元。该笔交易完成后，厦门益悦成为公司单一拥有表决权股数占总股本比例最大的控股股东，厦门市人民政府国有资产监督管理委员会成为了公司的实际控制人。2021年8月，厦门益悦向公司的原股东北京天象进一步收购了其持有的公司股权，收购完成后，厦门益悦持有公司24.51%的股权。2021年12月，厦门益悦通过在公开市场集中竞价和大宗交易等方式，持续增持公司股份，截至2021年底，厦门益悦持有公司的股权比例升至29.01%。

收购专业公司补齐建筑施工和设计方面的能力，为业务协同奠定基础。2021年8月，公司以2100万元收购了天成华瑞装饰有限公司（厦门的一家建筑施工公司）100%股权，补齐了建筑施工方面的作业能力，并于2021年9月和12月分别增加注册资本金4000万元和6000万元。2022年4月，公司出让了天成华瑞30%的股权于控股股东厦门益悦（交易对价为3655万元），便于后续承接控股股东的施工项目。2022年7月，公司及控股股东厦门益悦共同收购了里隽建筑设计有限公司100%的股权（厦门的一家从事建筑设计的公司，成立于2011年），公司及厦门益悦分别持有70%和30%的股权，补全了建筑设计方面的作业能力。

我们认为建发国际对公司的股权收购是双赢的合作：一方面，通过收购公司股权，建发国际完善了其在房地产开发上的全链条作业能力，在“拿地-施工-销售-竣工-物业管理”的整个过程中都拥有了对应的子公司。后续房产开发的项目在设计、施工、监理方面的质量都更有保障。公司可以在设计方面保护建发国际产品的知识产权，同时直接委托的业务模式也加速了项目开发效率；另一方面，公司拓展了新的业务和增长来源，未来几年的业绩有望持续高增。

图表6: 公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所 注：1) 股权数据截至 2023 年一季度末；2) 黄和宾为公司副董事长&董事；高玮琳为公司董秘。

开展建筑施工业务，收入快速增长

建筑施工业务是公司于 2022 年新开展的业务，主要是指具有相应资质的施工单位通过公开招标或建设单位委托，综合利用各种建筑材料、机械设备按照设计蓝图在一定的空间、时间内，为建造各式各样建筑产品而进行的生产活动。

目前建筑施工主要承接来自大股东的项目，项目来源稳定且增长空间大。2022 年公司初步试水该业务即取得快速突破，实现建筑施工收入 3.8 亿元，占总收入的比例从 2021 年的零提升至 30%。2022 年建筑施工业务总签约合同金额达 18.3 亿元。

上调关联交易额度，短期增长确定性强

2023 年 3 月 10 日，公司发布公告，宣布 2023 年预计与控股股东之间的关联交易金额合计 66 亿元（其中 60 亿元为建筑施工业务），是 2022 年 25 亿额度的 2.64 倍。2023 年 5 月 9 日，公司发布公告上调关联交易额度，将 2023 年全年的关联交易合同金额上调 98%至 131 亿元，其中建筑施工业务预计合同金额上调 100%至 123 亿元。我们认为这反映了公司当前建筑施工业务在异地拓展已经初见成效，能够在更大范围内承接控股股东的项目，未来业务协同的规模有望持续增长。

图表7: 关联交易合同金额大幅上调

关联交易类别	关联交易对象	关联交易内容	调整前 2023 年预计日常关联交易合同金额 (万元)	本次调整日常关联交易金额 (万元)	调整后 2023 年预计日常关联交易合同金额 (万元)	调整原因
向关联人销售商品、提供劳务	建发集团及其控制企业、建发集团其他关联方	勘察设计、工程管理、检测服务、综合管养等	30,000	—	30,000	—
		建筑施工	600,000	630,000	1,230,000	业务量增加
小计			630,000	630,000	1,260,000	—
向关联人采购商品、接受劳务	建发集团及其控制企业、建发集团其他关联方	购买日常消费品及服务、购买与生产经营相关商品	30,000	20,000	50,000	采购量增加
小计			30,000	20,000	50,000	—
合计			660,000	650,000	1,310,000	—

来源: 公司公告, 国金证券研究所

大股东销售持续增长, 未来增长潜力大

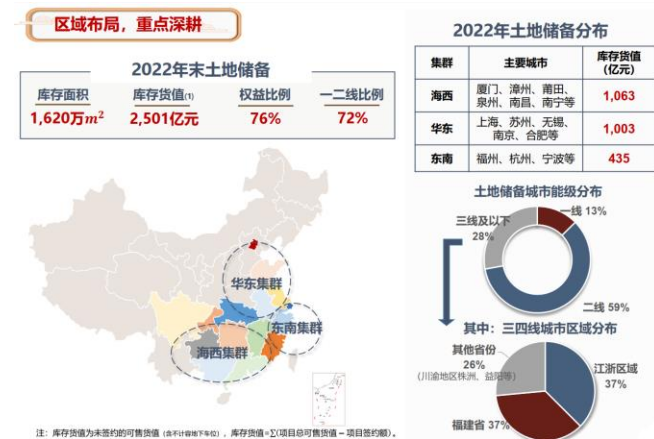
公司大股东建发国际 (1908.HK) 是世界 500 强厦门建发集团有限公司的成员企业, 是中国房地产 50 强建发房地产集团有限公司控股 (持股比例为 61.35%) 的香港主板上市公司, 最终实控人为厦门市国资委。建发国际近年来销售规模持续增长, 在全国的排名持续提升。2018-2021 年, 建发国际销售金额复合增速高达 88%。2022 年建发国际销售金额 1691 亿元, 位列全行业第 10 名, 相较 2018 年的第 53 名进步了 43 名。

建发国际布局高能级城市, 销售表现好于行业。截至 2022 年末, 建发国际总土储中一二线城市货值占比合计 72%。当前全国销售市场分化, 一二线表现好于三四线。30 大中城市中一线城市、二线城市、三线城市商品房成交面积 2023 年 1-4 月累计值的同比增速分别为 +26%、+18% 和 +3%。得益于优秀的土储布局, 建发国际 2023 年 1-4 月累计全口径销售金额同比增速为 +76% (克而瑞数据), 而全国商品房销售金额 2023 年 1-4 月累计同比增速仅为 +8.8%。此外, 建发国际三四线的土储中 74% 位于其有品牌优势的福建省和经济基础好的江浙区域, 因此这部分土储的销售表现也好于三四线整体。

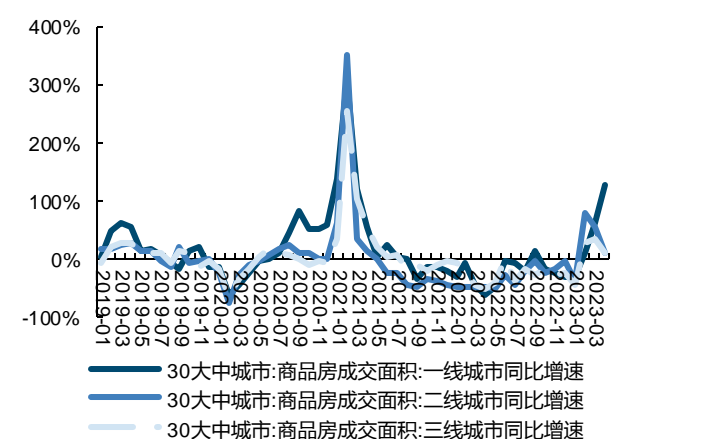
建发国际 2022 年新增土储总货值目标为 2000 亿元, 按 2022 年销售均价 2 万元/平方米测算, 预计新增土储 1000 万方。按 3500 元/平方米~4000 元/平方米的建安成本测算, 预计建发国际全口径建安支出为 350 亿元~400 亿元, 是当前施工业务关联交易金额的 2.9~3.2 倍。随着公司异地建筑施工业务拓展能力的逐渐提升, 后续承接控股股东项目施工规模还有望扩大, 我们预计公司建筑施工业务未来几年仍将保持高增长。

图表8: 建发国际的土储分布 (截至 2022 年末)

图表9: 30 大中城市中一二线销售表现好于三线

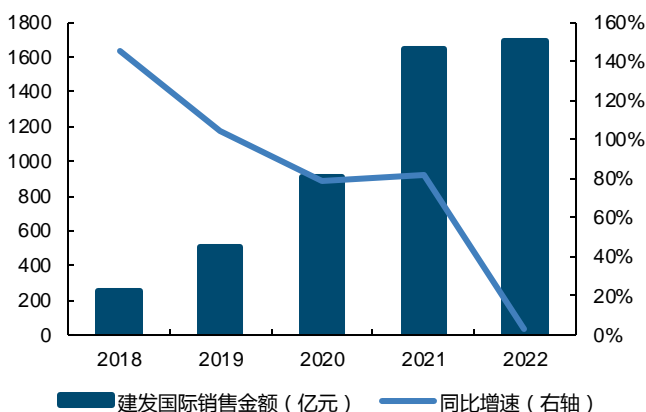


来源: 建发国际公告, 国金证券研究所

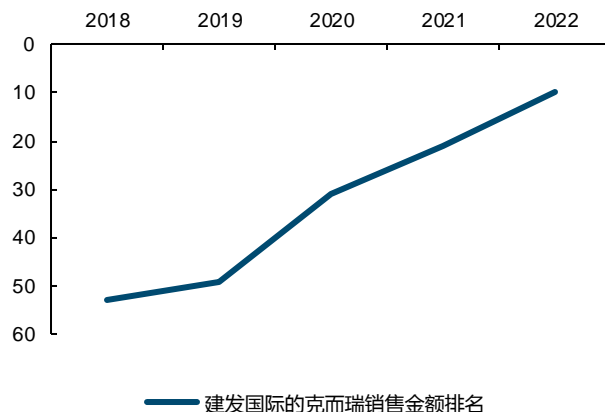


来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 建发国际销售金额持续增长



图表11: 建发国际销售排名提升至第10名



来源: 建发国际公告, 国金证券研究所

来源: 克而瑞, 国金证券研究所

勘察设计: 资质齐全, 收入稳健

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, 编制建设工程设计咨询文件, 主要包括: 方案设计、项目建议书、可行性研究报告、初步设计、施工图设计及相关技术咨询服务。公司从事的勘察设计项目主要为市政工程、建筑工程、公路工程、水利工程、岩土工程、园林景观等。

公司在勘察设计方面拥有齐全的资质。公司拥有工程咨询单位甲级资信证书(市政公用工程、建筑)、工程设计建筑行业(建筑工程)甲级、风景园林工程设计专项甲级、工程设计市政行业(燃气工程、轨道交通工程除外)甲级、工程设计市政行业(轨道交通工程)专业甲级、工程勘察专业类(岩土工程(勘察、设计))甲级、工程咨询单位乙级资信证书(公路、水运(港口河海工程))、工程咨询单位乙级资信证书(生态建设、环境工程)、城乡规划编制资质证书乙级、土地规划乙级、工程设计市政行业(城镇燃气工程)专业乙级、工程设计水运行业(港口工程、航道工程)专业乙级、工程设计公路行业(公路、交通工程)专业乙级、特种设备设计压力管道(GB类-GB1、GB2)、劳务类(工程钻探)乙级、工程勘察专业类(岩土工程、工程测量)乙级等资质。建筑行业(人防工程)专业乙级、地质灾害治理工程设计丙级、水利行业丙级、工程造价乙级资质、测绘(工程测量、海洋测绘、界限与不动产测绘)乙级。

在新增建筑施工业务之前, 勘察设计一直是公司收入的最大来源。2022年勘察设计收入3.3亿元, 同比增长12.8%, 占总收入比例为26%。2018-2021年, 勘察设计业务在总收入中的占比一直在34%以上。2022年勘察业务毛利率为39%, 相较2021年小幅下滑2.2个百分点, 主要因为受到疫情影响施工进度不及预期。过去五年勘察业务毛利率持续下行主要因为: ①水工设计业务(比如码头、港口、航道基建市场)萎缩的影响; ②疫情影响产能不及预期, 而人工成本刚性支出。

全国固定资产投资持续增长, 助力公司勘察设计业务可持续增长。2023年1-4月, 全国固定资产投资完成额中基础设施建设投资累计同比增速为9.8%, 持续为正增长。2021年12月, 国务院印发了《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》, 提出“十四五”时期公路通车里程增加约30万公里、内河高等级航道增加约2400公里的发展目标。2022年, 全国交通固定资产投资额超3.8万亿元, 同比增长4.9%。2023年2月, 国资委党委召开会议, 提出聚焦新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设和短板领域扩大有效投资, 实施一批强基础、增功能、利长远的重大项目。预计2023年各个省份会加快实施“十四五”规划确定的重大交通工程, 持续扩大交通领域有效投资。2022年公司勘察设计业务新签订合同金额达4.7亿元, 有效支撑业绩增长。

图12: 公司在勘察设计方面具备的资质



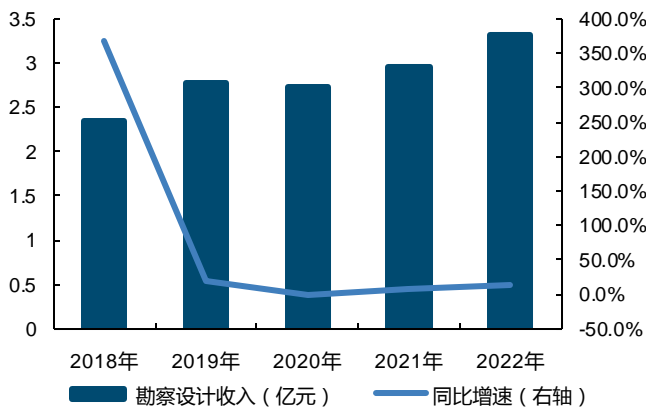
图13: 公司勘察设计服务涉及的领域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

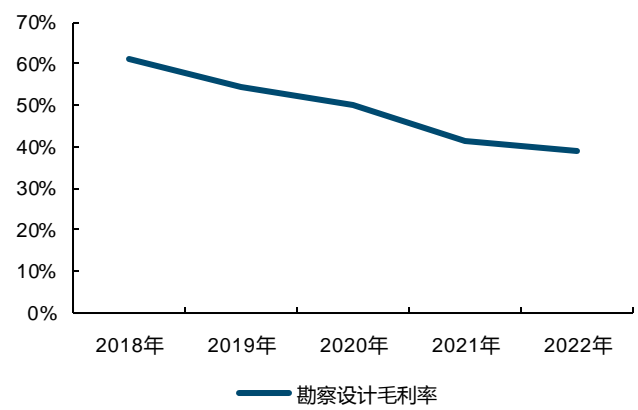
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图14: 2022年勘察设计收入小幅增长



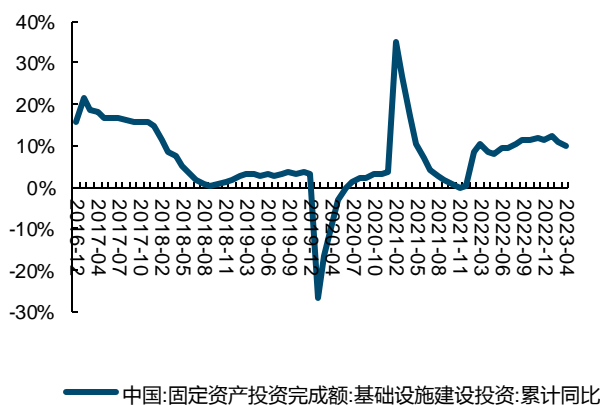
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图15: 勘察设计毛利率持续走低



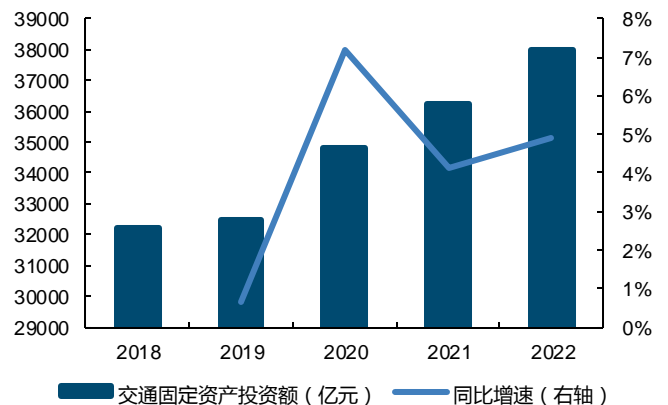
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图16: 全国固定资产投资完成额同比增速持续为正



来源: wind, 国金证券研究所

图17: 全国交通固定资产投资额持续增长



来源: wind, 国金证券研究所

综合管养: 工程基础设施维养需求增长, 公司具有先发优势

综合管养是指将各类基础设施与现代信息 (GIS、BIM 与物联网等) 技术相结合, 通过获取基础设施结构状态参数, 用数字化、信息化及专业化的手段, 为基础设施提供工程全生命周期的管理和维修养护服务, 保障结构安全及运营顺畅, 提高结构物耐久性与适用性。公司综合管养对象涵盖基础设施所涉及的桥梁与隧道结构物、公路路面与市政道路、港口码头及工业与民用建筑等各类工程。公司业务不仅涉及基础设施日常巡检养护、沥青

路面与园林景观养护，也扩展到城市更新所涉及的结构病害处治与改造加固、特殊结构顶升、平移与纠偏、综合维养数字化与信息化等。通过多年积累已形成各类基础设施更新的快速解决方案，针对不同行业特点及应用，融合新材料、新工艺与新技术，形成各自专业且独立领先的技术体系，可有效进行全国的推广及复制。

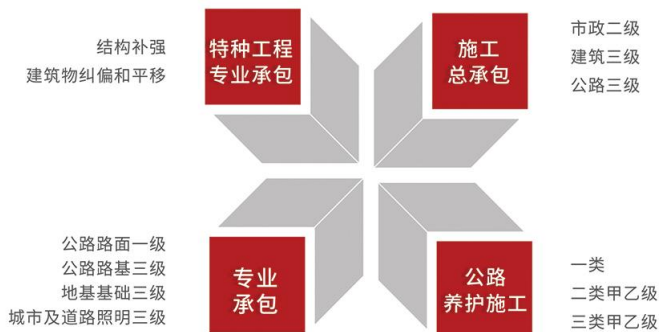
2022年综合管养收入2.19亿元，同比减少1.3%；毛利率14.7%，小幅下滑1.7个百分点，主要因为疫情影响产能不及预期。历史上看，2019年综合管养业务毛利率下滑较大，主要因为当年并购了福建怡鹭（主要从事路面施工业务毛利率较低），拉低了公司综合管养业务的毛利率。2022年公司实现新签约2.6亿元，有效支撑短期增长。

公路养护需求持续增长，开启“全面养护时代”。2021年12月，国务院印发了《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出建管养运并重，发展和规范公路养护市场，逐步增加向社会购买养护服务。2022年4月，交通运输部印发《“十四五”公路养护管理发展纲要》，提出着力推进设施数字化、养护专业化、管理现代化、运行高效化、服务优质化，全面提升公路养护管理水平。根据交通运输部《2021年交通运输行业发展统计公报》显示，截至2021年末，我国公路养护里程525.16万公里，较2020年增长10.76万公里，在公路总里程中占比99.4%，公路养护基本实现全面覆盖。我们预计随着国内公路里程的增长、交通流量的增加，公众出行需求的恢复，公路养护的需求将持续增长。公路养护由传统的“抢修时代”过渡到“全面养护时代”。公司经过近十年BRT检测管养实践，形成了“城市桥隧综合管养成套特色技术”，充分发挥设计院技术叠加效应，积累了工程基础设施“疑难急险”病害防治经验。

着手布局存量工程业务，聚焦未来可持续发展。公司以“工程医院”理念为指引，发展工程基础设施的健康检测、病害诊断、修复加固、应急抢险等业务，这使得公司在建养并重时代具有先发优势，也有利于后续保持可持续增长。“工程医院”是指依托公司全产业链覆盖的优势，运用系统化协同增值“1+X”模式，重点加强在役工程“疑难急险”病害防治力量，为工程基础设施提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务。主要开展在役工程的健康检测、病害诊断、修复加固、应急抢险等专业服务，涉及检测鉴定与评估、设计、维修加固与养护、加固材料开发应用等多项业务。

图表18：公司在综合管养方面具备的资质

图表19：工程医院示意图

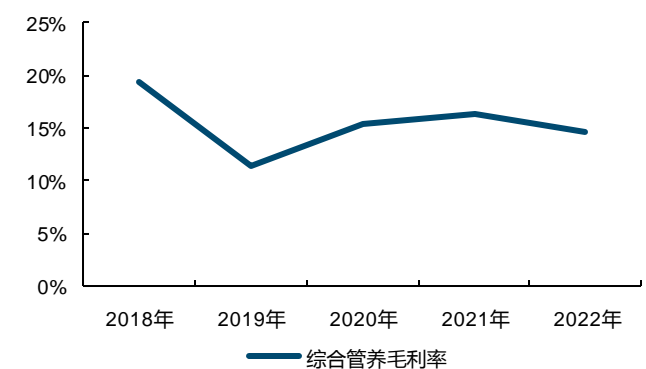
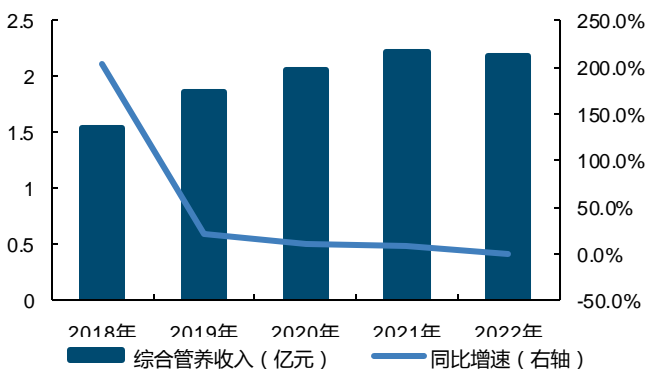


来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

图表20：2022年综合管养收入小幅下滑

图表21：2022年综合管养毛利率小幅下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

工程管理：收入平稳增长，毛利率提升

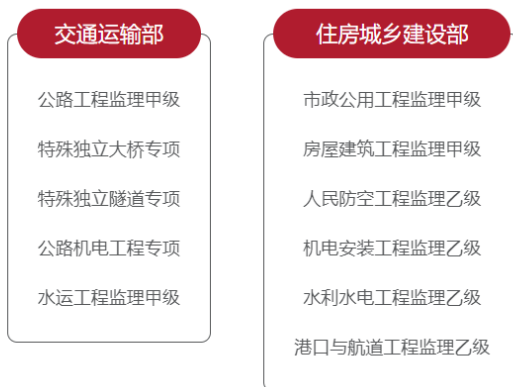
工程管理是指咨询单位受建设单位（或政府监督部门）委托，综合运用多学科知识、工程实践经验、现代科学技术和经济管理方法，为委托方提供工程项目建设整体或局部解决方案。涵盖工程监理、工程代建、项目管理、招标代理、造价咨询、质量安全监督等。公司目前主要从事的工程管理项目主要为工程监理、项目管理、质量安全监督项目。

公司在工程管理方面拥有如下资质：公路工程监理甲级、特殊独立大桥专项监理、特殊独立隧道专项监理、公路机电工程专项监理、水运工程监理甲级、市政公用工程监理甲级、房屋建筑工程监理甲级、机电安装工程监理乙级、港口与航道工程监理乙级、人民防空工程建设监理单位乙级、水利水电工程监理乙级、水利工程施工监理丙级。

公司参建厦门市的环岛路、海沧大桥、集美大桥、杏林大桥、翔安隧道、海沧隧道、翔安大桥、轨道交通一号线、国际会议中心、海峡大剧院、以及大连湾海底隧道、海南清澜大桥等国省市重点工程，荣获中国钢结构金奖、国家优质工程奖、中国公路交通优质工程奖、中国土木工程詹天佑奖、中国建设工程鲁班奖等重量级奖项，积累了丰富的全产业链典型工程实践经验。

2022年工程管理收入1.66亿元，同比增长2.3%，占总收入的比重为13%；毛利率37.0%，相较2021年提升3.4个百分点。2022年公司实现工程管理新签约合同金额约1.75亿元，有效支撑工程管理收入平稳增长。

图表22：工程管理具备的资质



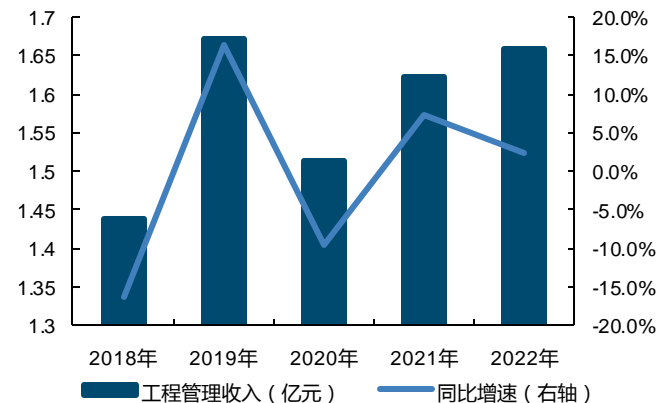
图表23：工程管理典型项目



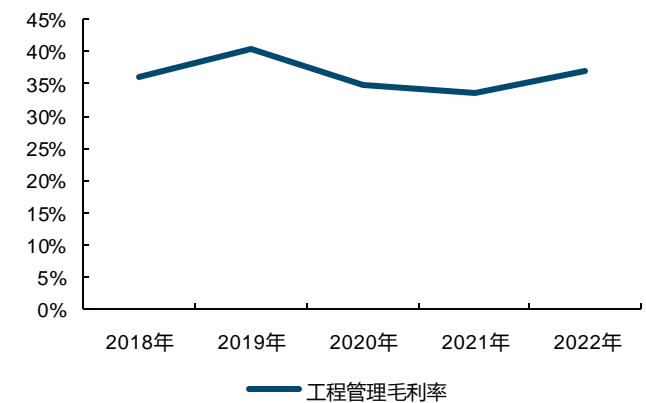
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

图表24：2022年工程管理收入小幅增长



图表25：2022年工程管理毛利率有所提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

试验检测：收入稳步增长，毛利率下滑

试验检测是指根据国家有关法律法规的规定，依据工程建设技术标准、规范、规程，对公路、水运、市政、房建、铁路工程所用材料、构件、工程制品、工程实体的质量和技术指标等进行试验检测。

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、桥梁施工监控及结构定期检测、桥梁动静载检测、隧道监控量测、超前地质预报、隧道质量检测、交竣工验收检测、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测，以及高速公路项目、城市轨道交通项目、铁路项目的第三方检测监测服务。公司目前已经具备多项特色技术，助力新合约的拓展。比如：工程互联网监测系统、桥梁检测与健康检测、地下工程检测与监测。

2022年公司试验检测收入1.2亿元，同比增长9.5%；毛利率29.5%，相较2021年小幅下滑1.5个百分点。最近三年该块业务毛利率持续下滑主要因为：①业务结构调整；②受到疫情影响，产能不及预期。2022年公司新签约试验检测合同金额1.46亿元，能支撑今年继续增长。

图表26：公司试验检测资质



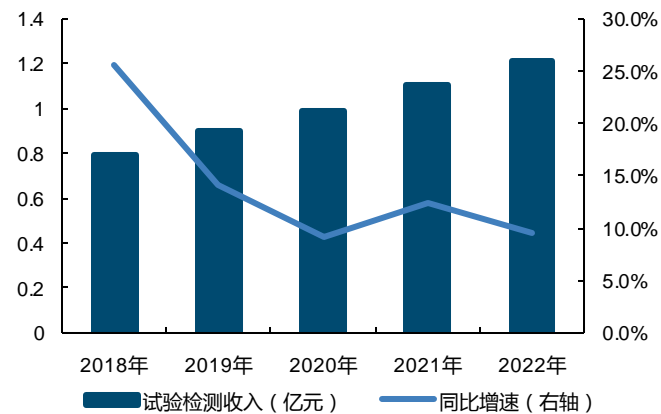
图表27：工程互联网监测系统



来源：公司官网，国金证券研究所

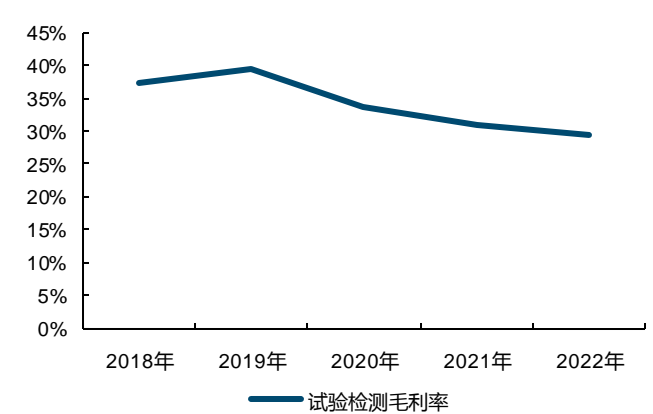
来源：公司官网，国金证券研究所

图表28：试验检测收入稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表29：2022年试验检测毛利率小幅下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：桥梁检测与健康监测以及地下工程检测与监测技术

■ 桥梁检测与健康监测

- ①具备桥梁检测全参数；
- ②具备桥梁的位移变形、结构内力、振动模态、环境参数、荷载、桥面交通等参数的监测能力；
- ③拥有大跨径桥梁、悬索桥、斜拉桥、钢拱桥的检测业绩；
- ④拥有运营期桥梁健康监测的业绩。



■ 地下工程检测与监测

- ①具备地下工程检测全参数；
- ②拥有特长隧道、大跨度隧道、TSP长距离预报、地下工程等业绩；
- ③具备对地下工程的桩顶水平位移、土体侧向变形、支护结构变形、支撑轴力、地下水位、地面沉降、支撑立柱沉降、沿线建筑物和管线沉降、变形、孔隙水压力、围护桩侧向土压力等进行监测的能力。



来源：公司官网，国金证券研究所

工程新材料：收入下滑，毛利率提升

工程新材料是指具有传统材料所不具备的优异性能和特殊功能的材料，或采用新技术（工艺、装备）使传统材料性能有明显提高或产生新功能的材料。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新建、工程加固、工程养护等领域，主要产品为水泥基、石膏基材料、结构胶粘剂材料、碳纤维材料、气泡混合轻质土。

2022年公司工程新材料收入3717万元，同比减少23%；毛利率20.9%，提升7.6个百分点，主要因为售卖材料结构变化，毛利率较高的品种收入占比提升。

图表31：工程新材料产品系列

图表32：植筋结构胶展示

新建工程材料	工程加固材料
<p>产品概述</p> <p>用于各类新建工程项目施工的新型材料，产品性能既能满足工程结构设计需要，又符合低耗节能指标。</p> <p>产品系列</p> <p>气泡混合轻质土 预应力管道压浆料 桥梁支座灌浆料 海上风电水下灌浆料 装置建筑套筒灌浆料</p>	<p>产品概述</p> <p>用于各种既有建筑结构的维修、养护、加固、改造等，产品能适应极寒、高温、水下等恶劣环境工况。</p> <p>产品系列</p> <p>建筑结构胶黏剂 加固型特种干混砂浆 碳纤维加固材料 路面维修养护材料 其他加固材料</p>

来源：公司官网，国金证券研究所

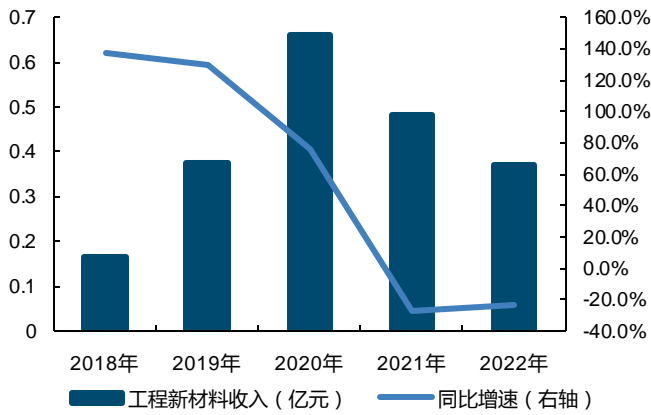
植筋结构胶

- 01 **产品说明：**主要分为桶装式植筋胶、注射式植筋胶。均采用高品质的改性环氧树脂生产而成，具有抗老化，耐热性好，强度高，粘结强度高，锚固力强等特点。
- 02 **主要应用：**各种建筑结构中钢筋、螺杆植植，建筑结构加固、补强、改造，新旧混凝土的粘结，建筑结构框架、剪力墙植筋，砌体锚固筋，各种设备基础螺栓的固定，铁路、公路、桥梁、水利改扩建工程加固，广告牌、幕墙埋件、隧道管线、高架道路隔音板和护栏固定。

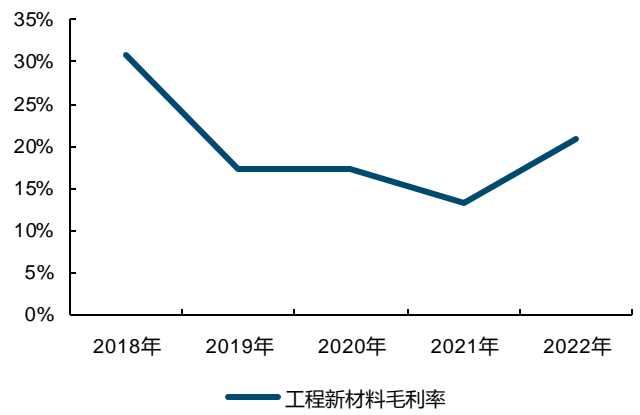


来源：公司官网，国金证券研究所

图表33: 2022年工程新材料收入下滑



图表34: 2022年工程新材料毛利率提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

财务分析

我们选取以工程设计为核心业务的华建集团、以勘察设计和工程施工为核心业务的宁波建工、以建设投资管理、建设工程总承包为主业浙江建投作为可比公司, 对比分析公司的各项财务指标。

图表35: 可比公司主营业务

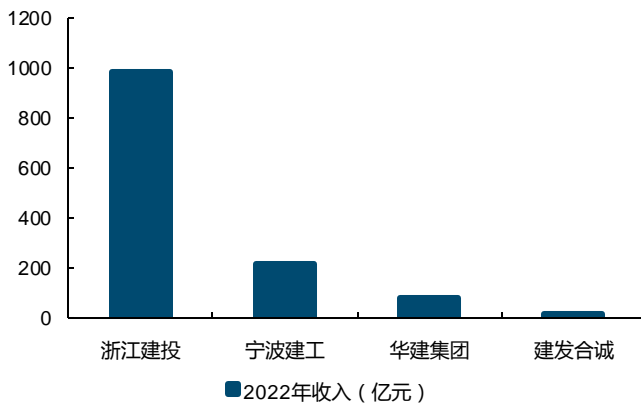
股票代码	可比公司	主营业务
600629.SH	华建集团	华建集团是以工程设计咨询为核心, 为城镇建设提供高品质综合解决方案的集成服务供应商。公司主营业务领域涵盖建筑、规划、市政、水利等多个行业, 并紧紧依托建筑设计核心业务, 积极开展包含工程勘察、规划设计、工程设计、市政设计、水利工程设计、风景园林设计、建设装饰设计、历史建筑保护和利用设计、建筑声学设计、全过程项目管理、建设工程承包(EPC)、工程监理、建设工程投资控制、科技咨询、项目策划等。
601789.SH	宁波建工	宁波建工是一家大型综合建设集团, 主营业务为房屋建筑工程勘察、设计、施工、安装, 市政道路桥梁、园林绿化、城市轨道交通的施工, 建筑装饰装饰、建筑幕墙的设计、施工及预拌商品混凝土、水泥预制构件等的生产、销售。公司自成立以来一直从事建筑施工及相关业务, 目前已形成了以建筑施工、装饰幕墙、市政工程为核心, 涵盖建筑科研、勘察测绘、工程设计、施工、安装、钢结构、商品混凝土、预制构件等相对完整而紧凑的产业链。
002761.SZ	浙江建投	浙江建投一家集投资、设计、建造、运维于一体的现代建筑服务全产业链企业集团, 是整体上市的浙江省属国有企业。公司业务范围涵盖了道路、桥梁、隧道、水利、卫生、教育、体育、自来水、节能环保、新能源、保障性用房、房产开发等领域。公司具有工程咨询、项目代建、工程监理、信用评估、招标代理等多项工程管理资质。

来源: wind, 国金证券研究所

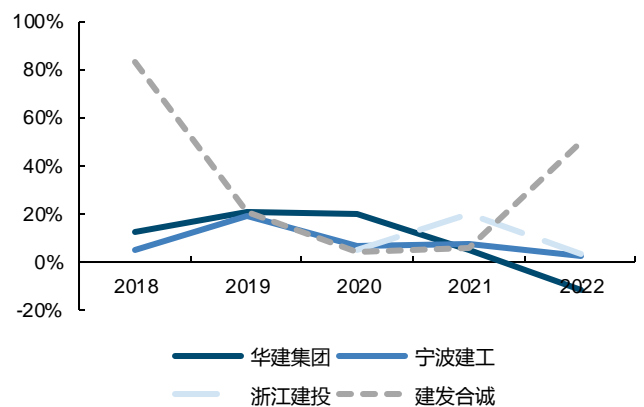
公司 2022 收入快速增长, 在可比公司中规模最小

与可比公司相比, 公司目前收入规模相对最小, 但 2022 年收入增速最高, 主要因为公司 2022 年新增了建筑施工业务, 收入体量快速增长。

图表36: 公司 2022 收入在可比公司中位列最后一名



图表37: 公司 2022 收入增速在可比公司中最快



来源: wind, 国金证券研究所

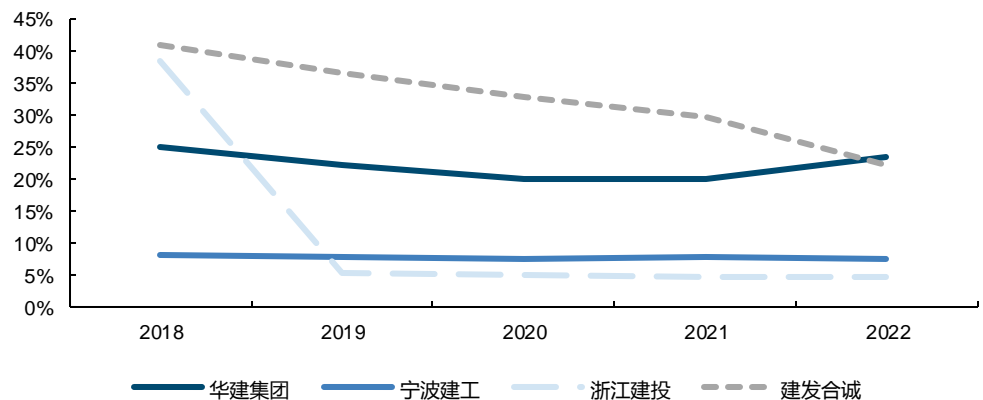
来源: wind, 国金证券研究所

公司 2022 毛利率下滑主因收入结构变化, 在可比公司中位列第二

公司 2022 年毛利率 22.1%, 相较 2021 年大幅下滑主要因为新增了毛利率较低的施工业务, 该业务收入占比从 2021 年的 0% 提升至 2022 年的 30%。

公司毛利率介于可比公司之间, 主要因为宁波建工、浙江建投主营业务为建筑施工业务, 毛利率较低, 华建集团主营业务以工程设计咨询为主, 毛利率较高。

图表38: 公司 2022 年毛利率位列可比公司第二



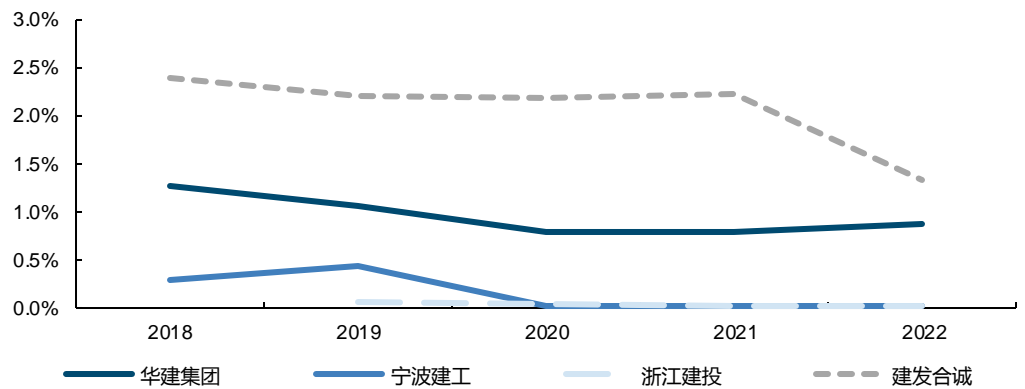
来源: wind, 国金证券研究所

公司销售费用率持续下降, 位列可比公司第一

公司 2022 年销售费用率为 1.3%, 相较 2021 年下滑 0.9 个百分点, 主要因为施工业务促使收入大幅增长, 而获取控股股东项目所需销售费用较少。

公司 2022 年销售费用率位列可比公司第一, 我们预计未来随着施工业务收入占比提升, 公司销售费用率将大幅下降。

图表39：公司和可比公司 2022 年销售费用率对比



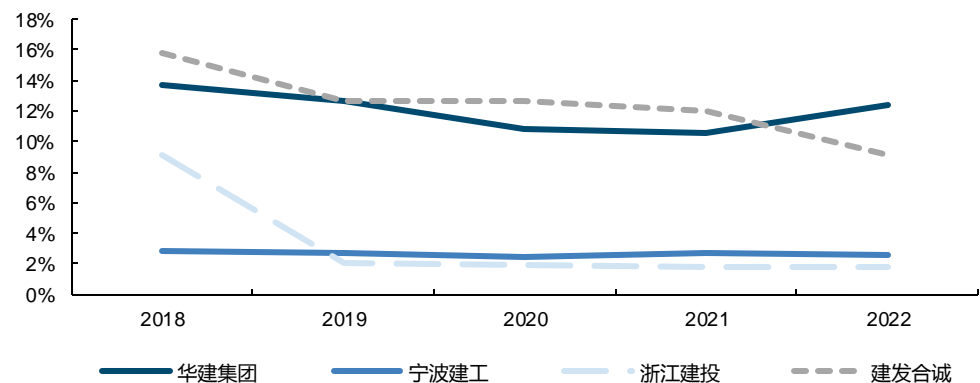
来源：wind，国金证券研究所

公司管理费用率持续下降，位列可比公司第二

公司 2022 年管理费用率为 9.1%，相较 2021 年下降 2.9 个百分点，主要因为施工业务促使收入快速增长。

公司 2022 年管理费用率位列可比公司第二，我们预计未来随着施工业务收入占比提升，公司管理费用率有望向宁波建工和浙江建投看齐。

图表40：公司和可比公司 2022 年管理费用率对比

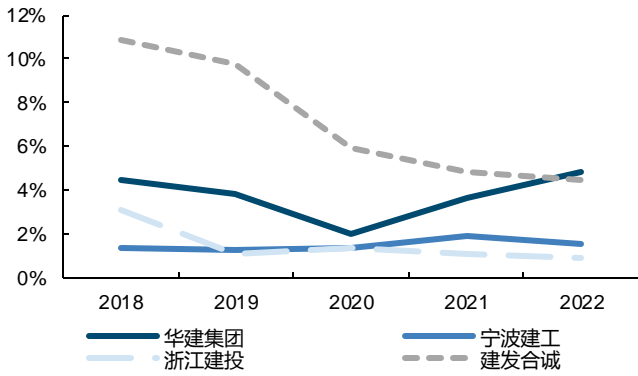


来源：wind，国金证券研究所

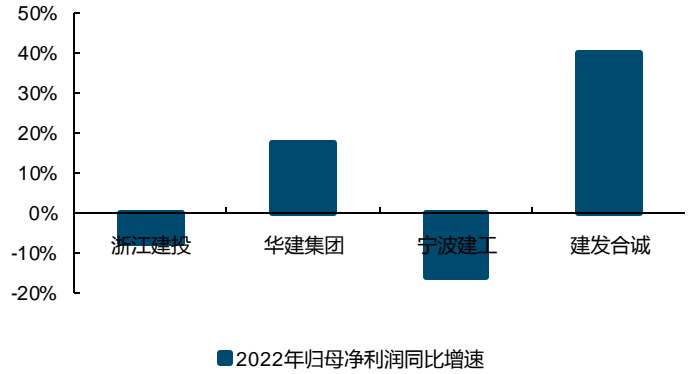
公司 2022 归母净利润增速位列可比公司第一

公司 2022 年实现归母净利润 5670 万元，同比增长 40%，增速位列可比公司第一；归母净利润率 4.5%，位列可比公司第二。随着施工业务收入占比扩大，我们预计公司归母净利润率还将进一步下降。

图表41: 和可比公司的归母净利润率对比



图表42: 公司 2022 归母净利润增速位列可比公司第一



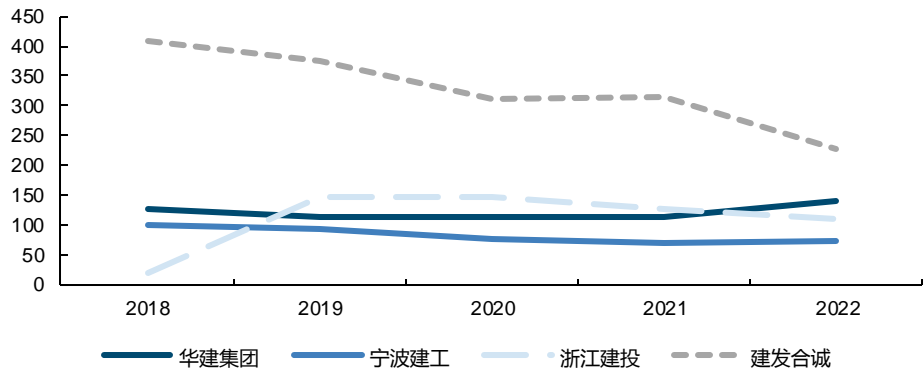
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

贸易应收账款周转天数位列可比公司第一

公司 2022 年贸易应收账款周转天数为 227 天, 相较 2021 年大幅下降 88 天, 但在可比公司中仍为最长。我们预计随着施工业务收入快速增长, 周转天数还将继续下降。

图表43: 和可比公司的贸易应收账款周转天数对比

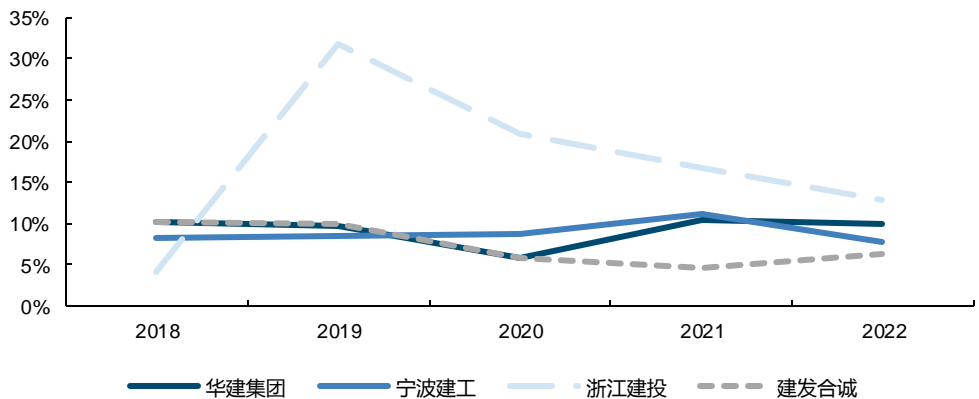


来源: wind, 国金证券研究所 注: 贸易应收账款周转天数=当期贸易应收账款/当期收入*365

公司 ROE 持续提升, 位列可比公司末位

公司 2022 年 ROE 为 6.2%, 相较 2021 年提升 1.6 个百分点, 但在可比公司中仍处最后一名。

图表44: 和可比公司的 ROE 对比

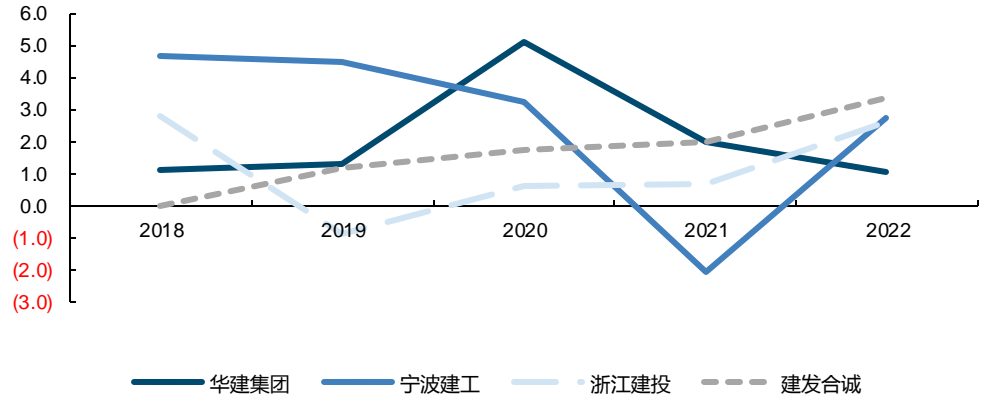


来源: wind, 国金证券研究所

经营性现金流净额/净利润位列可比公司第一

公司 2022 年经营性现金流净额/净利润为 3.4 倍，相较 2021 年 2.0 倍进一步提升，在可比公司中位列第一。

图表45：和可比公司的经营性现金流净额/净利润的对比



来源：wind，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

历史新签约金额是后续业绩增长的领先指标，建筑施工以外的业务 2021 年及之前缺乏子分类新签约合同金额数据，故作为一个整体进行预测。考虑到建筑施工新签约体量较大且毛利率相较此前业务利润率有明显差距，故我们将公司六大业务板块分成建筑施工业务和建筑施工以外的业务两大块去进行预测。我们盈利预测各项假设如下：

建筑施工业务：①新签约金额的预测假设：考虑到公司提高了关联交易上限，预计 2023 年新签约金额为关联交易额度上限的 90%，2024-25 年仍将维持 30% 和 20% 的增长。根据上述假设，2025 年施工业务合同金额预计达 183 亿元，仍只占建发国际一年建安支出（按 350 亿元预估）的 52%，可实现性较高。②结合正常结转节奏，我们预计施工业务签约金额到结算收入的时间假设：第一年结转 15%、第二年结转 40%、第三年结转 30%、第四年结转 15%。③参考施工业务的行业平均毛利率，结合调研反馈，我们预计公司 2023-25 年该块业务毛利率保持在 3.5% 左右的水平，略低于 4Q22 主要因为去年 Q4 该块业务并未完整运营一年收入成本确认方面略有区别。

建筑施工以外的业务：①考虑到占大头的勘察设计和综合管养所处行业均持续增长，叠加建筑设计方面有了建发国际项目的增量支持，而收入占比相对较小的工程新材料略有下滑也不改变整体的收入保持小幅增长，预计每年整体新签约金额保持 10% 的增幅。②签约金额到收入的结转节奏为分三年结转，每年各 1/3。③毛利率方面预计保持 2022 年的水平。

销售费用率：随着施工业务收入占比快速提升，销售费用率预计将持续下行，向可比公司中以施工业务为主的宁波建工（2022 年销售费用率为 0.02%）和浙江建投（销售费用率为 0.03%）的销售费用率靠近。我们预计公司 2023-25 年分别为 1.0%、0.6%、0.6%。

管理费用率：随着施工业务收入占比快速提升，管理费用率预计将下行，向可比公司中的宁波建工（2022 年管理费用率为 2.6%）和浙江建投（2022 年管理费用率为 1.8%）靠近，我们预计公司 2023-25 年分别为 4.3%、2.8%、2.3%。

有效税率：随着施工业务收入占比快速提升，有效税率预计有所提升，预计 2023-25 年均均为 18%。

综上所述，我们预计公司 2023-25 年收入分别为 34 亿元、84 亿元、137 亿元，同比增速分别为 +171%、+147% 和 +63%；预计 2023-25 年归母净利润分别为 0.7 亿元、1.1 亿元、1.5 亿元，同比增速分别为 +24%、+63% 和 +29%。

图表46: 盈利预测核心假设及结果

科目	2022	2023E	2024E	2025E
新签合同金额 (亿元)				
建筑施工	18.3	117.0	152.1	182.5
建筑施工以外	10.9	12.0	13.2	14.5
合计	29.2	129.0	165.3	197.0
新签合同金额同比增速				
建筑施工		539%	30%	20%
建筑施工以外		10%	10%	10%
合计		342%	28%	19%
收入 (亿元)				
建筑施工	3.81	24.87	74.19	125.91
建筑施工以外	8.76	9.25	10.04	11.04
其他业务	0.04	0.04	0.04	0.04
合计	12.61	34.17	84.27	137.00
收入同比增速				
建筑施工	-	553%	198%	70%
建筑施工以外	5%	6%	8%	10%
其他业务	12%	3%	3%	3%
合计	50%	171%	147%	63%
毛利率				
建筑施工	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%
建筑施工以外	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
其他业务	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%
综合毛利率	22.6%	10.8%	6.7%	5.7%
销售费用率	1.3%	1.0%	0.6%	0.6%
管理费用率	9.1%	4.3%	2.8%	2.3%
实际税率	14.1%	18.0%	18.0%	18.0%
归母净利润 (亿元)	0.57	0.70	1.14	1.48
归母净利润同比增速	40.2%	23.8%	62.8%	29.2%
归母净利润率	4.5%	2.1%	1.4%	1.1%

来源: wind, 国金证券研究所

投资建议

我们选取华建集团、设计总院、华设集团作为可比公司（宁波建工和浙江建设缺乏盈利预测）。可比公司 2024 年 PEG 平均值为 0.51 倍。考虑到公司未来业绩增速相较可比公司更高，且确定性也较强，我们给予公司 0.50 倍 2024 年 PEG，对应目标价 13.75 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表47: 公司和可比公司估值对比

代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润同比增速			PEG		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600629.SH	华建集团	78.2	37%	53%	31%	0.40	0.18	0.24
603357.SH	设计总院	64.4	14%	15%	13%	0.89	0.72	0.76
603018.SH	华设集团	67.4	13%	12%	13%	0.65	0.64	0.53
	平均值		22%	27%	19%	0.6	0.51	0.51
603909.SH	建发合诚	30.6	24%	63%	29%	1.84	0.43	0.71

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 可比公司盈利预测为 wind 一致预期, 建发合诚盈利预测为国金预测; 2) 股价数据截至 2023.5.19

风险提示

工程事故风险。如果公司在施工业务开展过程中未能把控好工程质量，发生工程事故，则会影响建发国际的品牌，后续或将无法继续承接更多控股股东的业务，影响业绩增长。

新签约项目不及预期。若施工以外的项目新签约减少，会影响后续的业绩增长。

应收账款减值风险。公司应收账款较多，若回款不及预期，减值程度或超预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	797	841	1,261	3,417	8,427	13,700	货币资金	213	285	327	658	1,651	2,701
增长率	4.5%	5.6%	49.9%	170.9%	146.7%	62.6%	应收款项	703	752	812	1,279	1,696	1,944
主营业务成本	-532	-588	-976	-3,046	-7,860	-12,921	存货	23	16	16	33	63	104
%销售收入	66.8%	69.9%	77.4%	89.2%	93.3%	94.3%	其他流动资产	183	173	252	424	860	1,117
毛利	265	253	285	370	567	779	流动资产	1,123	1,227	1,407	2,394	4,271	5,867
%销售收入	33.2%	30.1%	22.6%	10.8%	6.7%	5.7%	%总资产	75.0%	75.3%	77.4%	85.7%	91.4%	93.5%
营业税金及附加	-6	-5	-7	-17	-42	-69	长期投资	54	57	55	55	55	55
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	115	115	105	106	104	100
销售费用	-17	-19	-17	-34	-51	-82	%总资产	7.7%	7.1%	5.8%	3.8%	2.2%	1.6%
%销售收入	2.2%	2.2%	1.3%	1.0%	0.6%	0.6%	无形资产	153	165	172	228	234	239
管理费用	-100	-101	-114	-147	-232	-315	非流动资产	373	403	410	401	404	405
%销售收入	12.5%	12.0%	9.1%	4.3%	2.8%	2.3%	%总资产	25.0%	24.7%	22.6%	14.3%	8.6%	6.5%
研发费用	-28	-31	-34	-48	-67	-110	资产总计	1,496	1,630	1,816	2,795	4,675	6,271
%销售收入	3.5%	3.7%	2.7%	1.4%	0.8%	0.8%	短期借款	72	252	89	477	1,283	1,636
息税前利润 (EBIT)	114	98	113	124	175	203	应付款项	203	202	429	831	1,380	2,087
%销售收入	14.3%	11.6%	8.9%	3.6%	2.1%	1.5%	其他流动负债	188	198	237	380	835	1,277
财务费用	-10	-9	-5	-2	-14	-16	流动负债	463	652	756	1,689	3,497	5,001
%销售收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	长期贷款	137	8	0	0	0	0
资产减值损失	-52	-43	-43	-31	-16	-1	其他长期负债	3	8	15	6	5	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	603	667	770	1,695	3,502	5,004
投资收益	0	0	4	0	0	0	普通股股东权益	854	880	935	983	1,051	1,140
%税前利润	n.a	0.0%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	143	201	201	261	261	261
营业利润	60	54	75	92	146	186	未分配利润	445	475	521	578	646	735
营业利润率	7.6%	6.4%	6.0%	2.7%	1.7%	1.4%	少数股东权益	40	82	112	117	122	127
营业外收支	-1	-3	-3	0	0	0	负债股东权益合计	1,496	1,630	1,816	2,795	4,675	6,271
税前利润	59	51	72	92	146	186	比率分析						
利润率	7.4%	6.0%	5.7%	2.7%	1.7%	1.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-7	-6	-10	-17	-26	-34	每股指标						
所得税率	12.1%	11.3%	14.1%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.33	0.20	0.28	0.27	0.44	0.57
净利润	52	45	62	75	119	153	每股净资产	5.96	4.39	4.66	3.77	4.03	4.37
少数股东损益	5	5	5	5	5	5	每股经营现金净流	0.62	0.44	1.05	0.22	1.16	3.27
归属于母公司的净利润	47	40	57	70	114	148	每股股利	0.07	0.04	0.06	0.05	0.18	0.23
净利率	5.9%	4.8%	4.5%	2.1%	1.4%	1.1%	回报率						
							净资产收益率	5.5%	4.6%	6.1%	7.1%	10.9%	13.0%
							总资产收益率	3.2%	2.5%	3.1%	2.5%	2.4%	2.4%
							投入资本收益率	9.1%	7.1%	8.5%	6.5%	5.8%	5.7%
							增长率						
							主营业务收入增长率	4.5%	5.6%	49.9%	170.9%	146.7%	62.6%
							EBIT增长率	-18.3%	-14.5%	15.6%	10.3%	40.8%	16.1%
							净利润增长率	-36.4%	-14.3%	40.2%	23.8%	62.8%	29.2%
							总资产增长率	4.6%	8.9%	11.5%	53.9%	67.3%	34.1%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	331.0	301.5	216.7	130.0	70.0	50.0
							存货周转天数	26.2	12.3	6.1	4.0	3.0	3.0
							应付账款周转天数	101.9	106.6	107.9	80.0	45.0	40.0
							固定资产周转天数	52.9	50.0	30.5	11.3	4.5	2.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-0.5%	-2.6%	-22.7%	-16.4%	-31.4%	-84.1%
							EBIT利息保障倍数	11.4	11.0	22.1	72.4	12.7	12.7
							资产负债率	40.3%	40.9%	42.4%	60.7%	74.9%	79.8%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806