



Research and
Development Center

双轮驱动六大业务发力，股东协同蓄势业绩突破

—建发合诚（603909.SH）公司首次覆盖深度报告

2023年8月19日

江宇辉 地产行业首席分析师
执业编号：S15005220100002
联系电话：+86 18621759430
邮箱：jiangyuhui@cindasc.com

证券研究报告

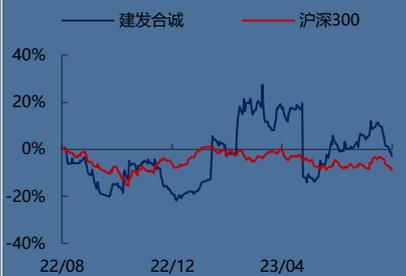
公司研究

公司深度报告

建发合诚（603909.SH）

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	12.91
52周内股价波动区间(元)	16.94-10.41
最近一月涨跌幅(%)	-8.37
总股本(亿股)	2.61
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	33.65

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

双轮驱动六大业务发力，股东协同蓄势业绩突破

2023年08月19日

本期内容提要：

◆**领先的工程全生命周期服务品牌。**建发合诚工程咨询股份有限公司成立于1995年，是A股主板上市的国企控股企业、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。

◆**国资入股背景壮大，协同发展蓄势业绩突破。**2021年建发国际集团通过附属子公司厦门益悦收购公司股份，收购后当年末厦门益悦合计持有公司5818万股，占公司总股本的29.01%，是公司单一拥有表决权股数占总股本比例最大的股东，厦门市国资委成为公司的实际控制人。2021年8月公司及全资子公司厦门合诚水运工程咨询有限公司收购天成华瑞，补齐建筑施工板块空白。目前建筑施工业务落地情况良好，截至2022年末共承接厦门5个房地产开发项目，新签订建筑施工合约18.3亿元，占总新签订合同规模的62.7%，2022年建筑施工实现营收3.81亿元，占总营收的30.3%，为公司带来了新的业绩增长动力来源。2023年上半年建筑施工业务在华东、华南、华中等福建省外区域市场落地新签合同超58亿元。截至2023年上半年，公司建筑施工业务新签合同额85.81亿元，实现营业收入7.01亿元，占总营收比重的66.20%。2023年5月公司调整日常关联交易额度，由60亿元提高63亿元至123亿元。中性假设下，假设建发国际集团2023年全年实现销售面积增速15%，建发合诚承接合约占比35%，预计2023年建发合诚建筑施工新签订合同123亿元，收入规模47亿元。

◆**双轮驱动两域建设，六大业务板块发力。**公司在新一轮的发展规划期内，聚焦“双轮驱动”，深耕“两域建设”。2022年公司加强存量业务各板块产业现状及优劣势分析，对标具有行业标杆性质的优秀企业，综合研判市场发展形势，稳定拓展勘察设计、工程管理、试验检测、综合管养、工程新材料等存量业务，重点布局建筑施工及建筑设计等增量业务，加速产业结构调整。2023年上半年公司新签合同额、营收规模和效益增长显著，完成新签合同额91.58亿元，同比增长1546%；实现营业收入10.59亿元，同比增长231%；实现归属于母公司所有者的净利润0.21亿元，同比增长99%。

◆**预计2023-2025年公司EPS分别为0.39/0.57/0.70元/股。**随着增量业务快速发展，存量业务提质增效，我们预计公司2023-2025年公司EPS分别为0.39/0.57/0.70元/股，对应当前股价PE分别为33.42/22.67/18.46倍，选取苏交科、华设集团、设计总院为可比公司，考虑到公司增量业务成长性较高，选取PEG估值方法，给予公司2023年PEG 1.00倍，对应目标价18.42元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**房地产行业销售下行幅度扩大，建筑施工业务新项目签订情况不及预期；建筑施工业务落地进度不及预期；应收账款支付延期导致工程回款不及预期。

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,261	5,495	11,376	18,650
同比(%)	49.9%	335.8%	107.0%	64.0%
归属母公司净利润(百万元)	57	101	148	182
同比(%)	40.2%	77.6%	47.4%	22.8%
毛利率(%)	22.6%	8.4%	6.0%	5.0%
ROE(%)	6.1%	9.8%	12.6%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.39	0.57	0.70
P/E(倍)	59.35	33.42	22.67	18.46
P/B(倍)	3.60	3.28	2.87	2.48
EV/EBITDA(倍)	18.03	17.94	10.84	5.27

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年08月18日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

投资聚焦	5
1. 领先的工程全生命周期服务品牌	6
2. 国资入股背景壮大，协同发展蓄势业绩突破	8
3. 双轮驱动两域建设，六大业务板块发力	13
3.1. 勘察设计：增长势头良好，利润率较高	14
3.2. 工程管理：业务增速放缓，毛利率提升明显	16
3.3. 试验检测：营收保持稳定增长，利润有望企稳回升	17
3.4. 综合管养：整体规模保持稳定，新技术应用有望带动毛利率回升	18
3.5. 工程新材料：大力发展加固材料，培育期产品合约存在波动	20
3.6. 建筑施工：依托丰富房建监理经验，打造快速成长增量业务	21
4. 财务分析：营收净利快速增长，管理优化效能提升	22
4.1. 盈利高速增长，费用率下降效能提升	22
4.1. 多措并举推动应收款管理，经营性现金流净额稳定	23
5. 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.39/0.57/0.70 元/股	25
风险因素	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 董事、监事和高级管理人员	8
图表 4: 公司调整 2023 年度日常关联交易额度 (万元)	10
图表 5: 建发国际集团历年销售金额及同比增速	11
图表 6: 建发国际集团历年销售面积及同比增速	11
图表 7: 建发国际集团历年拿地面积	11
图表 8: 建发国际集团历年土地储备	11
图表 9: 公司 2023 年建筑施工承接合同规模敏感性分析	12
图表 10: 公司 2023 年建筑施工承接收入规模敏感性分析	12
图表 11: 公司建筑施工业务 2023-2025 年收入测算	12
图表 12: 公司“双轮驱动”发展格局	13
图表 13: 公司新签合同金额及同比增速	13
图表 14: 公司 2023 年上半年新签合同额构成	13
图表 15: 公司营业收入及同比增速	14
图表 16: 公司各业务构成占比	14
图表 17: 公司勘察设计业务营收及同比增速	14
图表 18: 公司勘察设计业务毛利率	14
图表 19: 公司勘察设计业务资质	15
图表 20: 公司勘察设计核心技术	15
图表 21: 大连湾海底隧道示意图	16
图表 22: 厦门翔安国际机场示意图	16
图表 23: 公司工程管理业务营收及同比增速	16
图表 24: 公司工程管理业务毛利率	16
图表 25: 公司工程管理业务资质	17
图表 26: 公司试验检测业务营收及同比增速	17
图表 27: 公司试验检测业务毛利率	17
图表 28: 公司检测服务业务资质	18
图表 29: 合诚检测的钢结构无损检测智慧管理平台专利证书及著作权登记证书	18
图表 30: 公司材料检测业务	18
图表 31: 公司综合管养业务营收及同比增速	19
图表 32: 公司综合管养业务毛利率	19
图表 33: “白改黑”水泥路面超薄罩面-文勤路试验段	19
图表 34: 2022 年福州机场高速二期 (站外) 路面预防养护工程	19
图表 35: 公司综合管养业务资质	19
图表 36: 公司工程新材料业务产品	20
图表 37: 公司工程新材料业务营收及同比增速	20
图表 38: 公司工程新材料业务毛利率	20
图表 39: 公司泡沫轻质混凝土介绍	21
图表 40: 厦沙高速上涌匝道路基加固使用公司泡沫混凝土	21
图表 41: 公司建筑施工资质	21
图表 42: 公司营业收入及同比增速	22

图表 43: 公司归母净利润及同比增速.....	22
图表 44: 公司历年毛利率.....	22
图表 45: 公司历年净利率.....	22
图表 46: 公司各项业务毛利率水平.....	23
图表 47: 公司销售费用率.....	23
图表 48: 公司管理费用率.....	23
图表 49: 公司员工人数.....	23
图表 50: 公司人均营收.....	23
图表 51: 公司应收账款周转率.....	24
图表 52: 公司经营性现金流净额.....	24
图表 53: 公司业绩预测.....	25
图表 54: 可比公司估值测算.....	26

投资聚焦

投资逻辑

2021 年建发国际集团通过附属子公司厦门益悦收购公司股份，建发国际集团成为公司控股股东，厦门国资委成为公司实际控制人。纳入建发体系后，公司做出了一系列人事调整，调整兼顾了原有业务稳定和协同业务的发展，控制权方面保证了控股股东对公司董事会的控制，在经营管理层面，一方面保持大部分管理层结构不变，保证公司原有业务的稳定发展，另一方面在协同业务方面加强了与建发国际集团的联系，有望形成更好的协同效应。

并购整合天成华瑞补齐建筑施工板块空白，打造业务协同带来的业绩增长点。2021 年 8 月公司及全资子公司厦门合诚水运工程咨询有限公司以 2100 万元收购天成华瑞装饰有限公司 100% 的股权，天成华瑞主要经营范围包括房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包、建筑智能化工程施工、各类工程建设活动、建筑工程设计、工程造价咨询业务等，并获批建筑工程施工总承包壹级资质，补齐公司建筑施工板块空白。随后公司整合天成华瑞股权，为加快业务协同落地打好基础。

控股股东实力雄厚，协同合作双赢可期。建发国际集团是头部国有房地产开发企业，在 2022 年行业深度调整的背景下，仍能实现销售金额同比增长 3% 的稳定销售规模，在 32 个城市销售额进入市场前 10 名，在主流城市市场份额也进一步提升，作为稳健国企的优势有望进一步凸显。2023 年上半年建发国际集团累计实现合约销售面积 333.8 万平，同比增加 34.4%，随着房地产市场企稳回升，建发国际集团有望保持销售规模的稳步增长。同时，随着建发合诚的建筑施工业务团队不断扩大，公司承接业务能力提升，来自建发国际集团的建筑施工合约规模有望快速增长。

建筑施工业务落地情况良好，2023 年开始，异地拓展规模快速成长。完成股权结构调整及报送国资备案后，公司建筑施工子公司天成华瑞从 2022 年 8 月开始承接业务，截至 2022 年末共承接厦门 5 个房地产开发项目，新签订建筑施工合约 18.3 亿元，占总新签订合同规模的 62.7%，2022 年建筑施工实现营收 3.81 亿元，占总营收的 30.2%，为公司带来了新的业绩增长动力来源。2023 年上半年建筑施工业务在华东、华南、华中等福建省外区域市场落地新签合同超 58 亿元，建筑设计业务在宁波、苏州、丽水等市场实现从“0”到“1”的突破。截至 2023 年上半年，公司建筑施工业务新签合同额 85.81 亿元，实现营业收入 7.01 亿元，占总营收比重的 66.20%，实现净利润 650.93 万元。

我们按照中性假设对公司 2023-2025 年建筑施工业务收入进行测算，预计 2023-2025 年建发合诚建筑施工收入规模分别为 46.99/104.83/176.49 亿元。

双轮驱动两域建设，六大业务板块发力。公司在新一轮的发展规划期内，聚焦“双轮驱动”，深耕“两域建设”。2022 年公司加强存量业务各板块产业现状及优劣势分析，对标具有行业标杆性质的优秀企业，综合研判市场发展形势，稳定拓展勘察设计、工程管理、试验检测、综合管养、工程新材料等存量业务，重点布局建筑施工及建筑设计等增量业务，加速产业结构调整。2023 年上半年公司新签合同额、营收规模和效益增长显著，完成新签合同额 91.58 亿元，同比增长 1546%；实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 231%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.21 亿元，同比增长 99%。

1. 领先的工程全生命周期服务品牌

建发合诚工程咨询股份有限公司成立于 1995 年，是 A 股主板上市的国企控股企业、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、检验检测、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。

追溯公司发展历程，经历了所有制和股份制改革、挂牌上市延伸产业链和再次拥抱国有资本三个阶段：

图表 1：公司发展历程



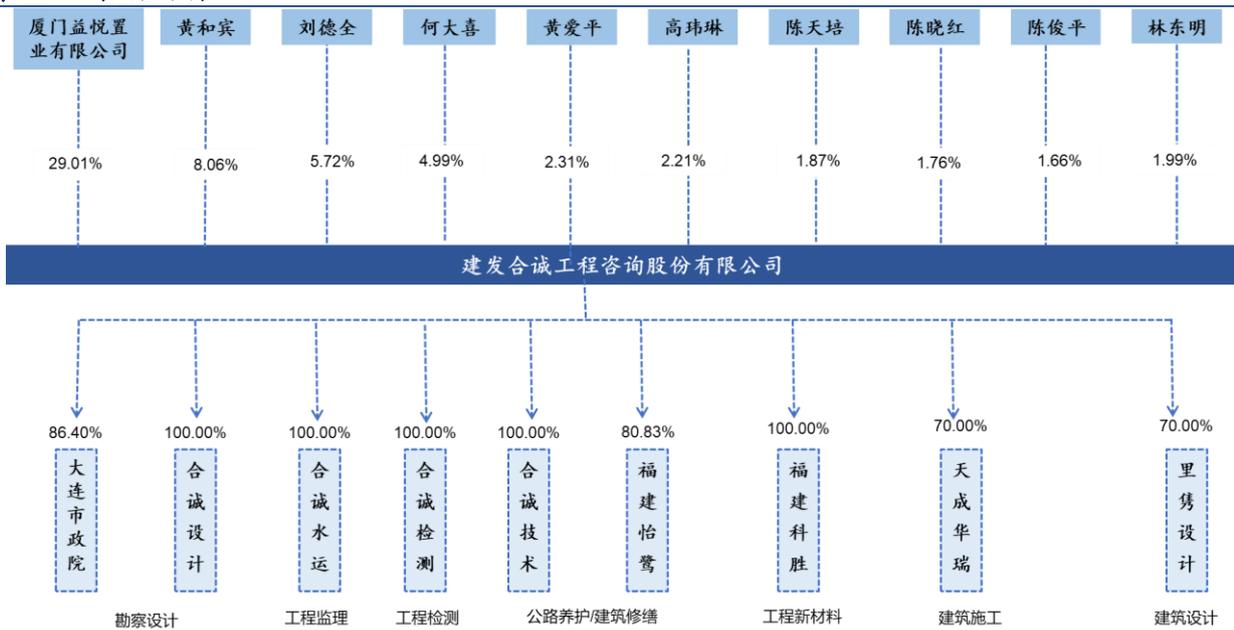
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1) 1995 年-2012 年：从“路桥工程监理”到“合诚工程咨询”，所有制和股份制改革阶段。1995 年厦门市路桥建设投资总公司和厦门市路桥建设投资总公司工会委员会共同出资 20 万元组建公司前身厦门市路桥工程监理有限公司，当时公司是全民所有制的经济实体。公司当时的经营范围为对公路、桥梁、隧道、交通工程及其配套附属工程的监理、咨询及技术培训和技术服务。在经过 1 次增资、1 次股权转让后，2001 年公司实施第二次股权转让，并开始实施改制，12 名中高层员工成为公司新增自然人股东。2003 年第三次股权转让后，公司的 13 名自然人股东持股比例过半。2012 年在经历多次股权转让和增资后，公司整体由 45 名自然人股东持股，并在 2012 年更名为合诚工程咨询股份有限公司，完成公司的股份制改革。

2) 2012 年-2021 年：A 股挂牌上市，投资收购延伸产业链。2016 年公司成功在上交所上市，成为中国交通建设监理行业第一家上市的企业，也是工程行业内第一家以监理为主业的上市公司，从而进一步提升了公司的品牌影响力和市场竞争力。同时，公司充分利用资本市场平台，寻求产业链上下游的投资并购机会，通过投资合作或并购重组进行外延式发展，上市之初公司的主营业务包括监理业务、监测业务、咨询业务和加固业务，2018 年公司收购大连市政设计研究院、福建怡鹭工程有限公司，补强了设计资质和综合管养资质短板，延伸了产业链。

3) 2021 年至今：国资建发国际入主控股，重点布局建筑施工协同效益显现。2021 年 11 月厦门益悦完成收购 37 名公司股东合计 3.3 亿股，占公司总股本的 16.46%，过户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股东。12 月 7 日公司控股股东北京天象所持有的 1614.77 万股过户予厦门益悦，12 月 30 日厦门益悦向公司股东前海粤资、宝盈量化购入股份，自此厦门益悦持股比例为 29.01%。厦门益悦在公司第四届董事会中推荐 4 名非独立董事（含董事长）及 1 名独立董事，获得公司的控制权，厦门市国资委成为公司实际控制人。2021 年和 2022 年公司分别收购天成华瑞和里隽设计，开始重点布局与建发国际集团协同的建筑施工及建筑设计等增量业务。2022 年公司的新签合同额实现了同比 183% 的大幅增长，其中建发集团及其控股企业、建发集团其他关联方实际签订合同总额达到 19.58 亿元，2023 年上半年公司新签合同额同比增长 1546%，其中建发集团及其控股企业、建发集团其他关联方实际签订合同总额达到 86.74 亿元，协同效益逐步显现。

图表 2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心 (截至: 2023 年 6 月 30 日)

2. 国资入股背景壮大，协同发展蓄势业绩突破

2021 年建发国际集团通过附属子公司厦门益悦收购公司股份，厦门国资委成为公司实际控制人。2021 年 6 月 21 日，建发国际集团公告全资附属公司厦门益悦置业有限公司将以 6.527 亿元有条件收购公司 7 位核心团队股东及 31 位其他股东共 3948.58 万股股份，占公司总股本的 19.69%。2021 年 11 月 22 日厦门益悦以 5.46 亿元完成收购 33.01 万股公司股份，占公司总股本的 16.46%；12 月 7 日，厦门益悦以 2.67 亿元完成收购北京天象持有的 1614.7 万股公司股份，占公司总股本的 8.05%。收购完成后，厦门益悦合计持有公司 4915.62 万股，占公司总股本的 24.51%，2021 年 12 月 27 日及 2021 年 12 月 28 日，厦门益悦通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持公司股份 101.79 万股，占公司总股本 0.51%，2021 年 12 月 29 日，厦门益悦通过上海证券交易所交易系统以大宗交易方式分别受让深圳前海粤资基金管理有限公司、聚惠（深圳）基金管理有限公司各自持有的公司股份 200.52 股、600.07 万股，分别占公司总股本 1.00%、2.99%，最终持股 29.01%，成为公司单一拥有表决权股数占总股本比例最大的股东，成为公司的控股股东，厦门市国资委成为公司的实际控制人。

更名“建发合诚”纳入建发体系，人事调整兼顾原有业务稳定和协同业务发展。厦门悦益成为公司控股股东后，向公司董事会推荐 4 名董事，并推荐曾任厦门建发建设运营管理有限公司副总经理的方建新先生担任建发合诚的副总裁兼任天成华瑞董事长。国资入股后公司的人事变动在控制权方面保证了控股股东对公司董事会的控制，在经营管理层面，一方面保持大部分管理层结构不变，保证公司原有业务的稳定发展，另一方面在协同业务方面加强了与建发国际集团的联系，有望形成更好的协同效应。

图表 3: 董事、监事和高级管理人员

姓名	职务	主要工作经历
林伟国	董事长	2007 年加入建发房产工作，历任建发房产财务总监、总经理助理、副总经理等职务。现任建发集团党委委员，建发房产党委副书记、董事、总经理，建发国际（HK. 1908）执行董事兼行政总裁，建发物业（HK. 2156）董事会主席，建发合诚（SH. 603909）董事长等职务。
黄和宾	副董事长、总裁	1986 年参加工作，曾任厦门公路建设管理处项目负责人、厦门市路桥建设投资总公司（现更名为厦门路桥建设集团有限公司）工程部经理、厦门路桥股份有限公司董事、副总经理等职务。2000 年加入建发合诚工作，历任建发合诚董事、总经理、董事长等职务。现任建发合诚（SH. 603909）副董事长兼总裁，大连市政院董事长，合诚技术、福建怡鹭董事等职务。
刘静	董事	1999 年加入建发房产工作，历任建发房产总经理助理、副总经理等职务。现任建发房地产集团有限公司副总经理，建发合诚（SH. 603909）董事等职务。
彭勇	董事	1996 年加入建发房产工作，历任建发房产海西区域公司、华南区域公司董事长，建发房产副总经理等职务。现任建发房产副总经理、海西集群董事长，建发合诚（SH. 603909）董事等职务。
康明旭	董事、副总裁	2001 年加入建发合诚工作，历任建发合诚监理部经理助理、监理部副经理、合诚检测副总经理、合诚技术总经理、建发合诚总经理助理、副总裁等职务。现任建发合诚（SH. 603909）董事兼副总裁，合诚检测、合诚技术、福建科胜、福建怡鹭董事长，里隽设计、合诚设计院、大连市政院董事等职务。
田美坦	董事	2012 年加入建发房产工作，历任建发房产上海事业部副总经理、苏州事业部总经理、华东区域公司总经理、董事长等职务。现任建发房产副总经理、华东集群董事长，建发国际（HK. 1908）执行董事、建发合诚（SH. 603909）董事等职务。
唐炎钊	独立董事	曾于武汉冶金设备制造公司党委组织部及车间从事组织管理、基层管理工作，于中国科技开发院医药科技开发所从事风险投资的理论研究及评估工作。现任教于厦门大学，期间赴纽卡斯尔大学、伊利诺伊大学香槟分校学习，并于曼彻斯特大学、百森商学院作访问学者，同时兼任鹭燕医药股份有限公司、厦门光莆电子股份有限公司独立董事。2019 年 11 月至今任建发合诚（SH. 603909）独立董事。

林朝南	独立董事	现任教于厦门大学管理学院会计系副教授，主要从事财务会计、财务管理与公司治理领域的教学与研究工作。同时兼任深圳市安奈儿股份有限公司、恒锋信息科技股份有限公司独立董事、欣贺股份有限公司监事会主席。2021年2月至今任建发合诚（SH. 603909）独立董事。
张光辉	独立董事	现任福建信实律师事务所高级合伙人、福建省律师协会第十一届证券法律专业委员会副主任、厦门市律师协会第八届证券与资本市场专业委员会主任、厦门市金融法学研究会理事、厦门市法学会证券法学研究会常务理事、广州仲裁委员会仲裁员、厦门市中级人民法院及思明区人民法院律师调解员等职务。2022年4月至今任职建发合诚（SH. 603909）独立董事。
曹馨予	监事会主席	2001年加入建发房产工作，历任建发房产人力总监、副总经理、纪委书记、党委副书记等职务。现任建发房产纪委书记、党委副书记，建发合诚（SH. 603909）监事会主席等职务。
沈明华	监事	2011年加入建发合诚工作，历任建发合诚财务管理中心副总经理、总经理、内控审计中心总经理等职务。现任建发合诚（SH. 603909）运营数字中心总经理，建发合诚监事等职务。
张小明	监事	2013年加入建发合诚工作，历任建发合诚项目总监、房建事业部总经理助理、副总经理、总经理等职务，现任建发合诚（SH. 603909）房建事业部总经理、建发合诚监事等职务。
刘志勋	副总裁	1998年加入建发合诚工作，历任建发合诚项目专业监理工程师、总监理工程师、公路事业部总经理、机电事业部总经理、总裁助理等职务。现任建发合诚（SH. 603909）副总裁，合诚水运执行董事，合诚检测董事等职务。
方建新	副总裁	2005年加入建发房产工作，历任建发地产厦门事业部副总经理、长沙事业部总经理、厦门建发建设运营管理有限公司副总经理等职务。2021年加入建发合诚工作，现任建发合诚（SH. 603909）副总裁，合诚检测、合诚技术、合诚设计院、福建怡鹭、福建科胜、大连市政院董事等职务。
徐辉	副总裁	1998年加入大连市政院工作，历任大连市政院工程师、主任工程师、所长、分院院长、总经理助理、副总经理、总经理、董事长等职务。现任建发合诚（SH. 603909）副总裁，大连市政院董事兼总经理，合诚设计院董事长等职务。
高玮琳	董事会秘书	2000年加入建发合诚工作，历任建发合诚行政与人力资源部副经理及经理、综合部经理、证券事务代表、董事会秘书、董事等职务。现任建发合诚（SH. 603909）董事会秘书。
郭梅芬	财务总监	2000年加入建发合诚工作，历任建发合诚财务部经理助理、财务部副经理、内控审计中心总经理、监事会主席、董事等职务。现任建发合诚（SH. 603909）财务总监，合诚检测、合诚技术、合诚设计院、福建科胜、大连市政院、福建怡鹭、里隽设计董事等职务。

注：以上为公司现任董事、监事和高级管理人员，控股股东2021年委派董事在2022年做出调整；截至2022年末

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

并购整合天成华瑞补齐建筑施工板块空白，打造业务协同带来的业绩增长点。1）收购天成华瑞补齐建筑施工业务资质。2021年8月公司及全资子公司厦门合诚水运工程咨询有限公司以2100万元收购天成华瑞装饰有限公司100%的股权，9月和12月分别向天成华瑞增加注册资本金4000万元和6000万元，天成华瑞主要经营范围包括房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包、建筑智能化工程施工、各类工程建设活动、建筑工程设计、工程造价咨询业务等，并获批建筑工程施工总承包壹级资质。**2）整合天成华瑞股权，为加快业务协同落地打好基础。**2020年8月，厦门市政府印发了《厦门市促进建筑业高质量发展的若干意见》。意见中的第七条“推动企业多元化经营改革”措施中提出，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**。2020年11月，厦门市建设局、厦门市国资委共同印发的《关于国有企业投资项目直接委托设计施工若干问题的通知》中具体明确了若**建设单位拥有设计、施工企业50%股权**，且通过协议等方式实际控制该设计、施工企业并承担主要管理责任的情形，属于建设单位占主导地位的单位。因此2022年4月公司及全资子公司合诚水运分别将所持有天成华瑞25%、5%的股权转予控股股东厦门益悦，

整合调整后，厦门益悦直接持有天成华瑞 30%股权，通过公司间接持有 20.31%股权，直接间接合计持有天成华瑞超过 50%以上股权，符合国有企业投资项目直接委托设计施工条件。股权调整为公司承接控股股东建发国际集团投资建设项目的施工业务打通渠道，为公司建筑施工业务的快速发展、与控股股东业务层面的协同发展落地打好基础。

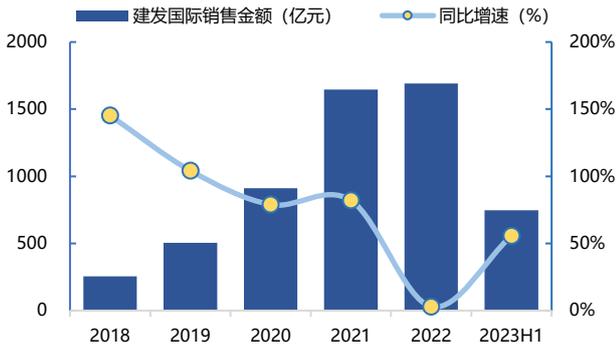
2023 年上半年建筑施工业务异地拓展规模快速成长，新签合同额及营收实现重大突破。完成股权结构调整及报送国资备案后，公司建筑施工子公司天成华瑞从 2022 年 8 月开始承接业务，截至 2022 年末共承接厦门 5 个房地产开发项目，新签订建筑施工合约 18.3 亿元，占总新签订合同规模的 62.7%，2022 年建筑施工实现营收 3.81 亿元，占总营收的 30.2%，为公司带来了新的业绩增长动力来源。2023 年公司建筑施工业务向异地积极拓展，除福建省外，开始走向浙江、川渝和两广等区域，2023 年上半年建筑施工业务在华东、华南、华中等福建省外区域市场落地新签合同超 58 亿元，建筑设计业务在宁波、苏州、丽水等市场实现从“0”到“1”的突破。截至 2023 年上半年，公司建筑施工业务新签合同额 85.81 亿元，实现营业收入 7.01 亿元，占总营收比重的 66.20%，实现净利润 650.93 万元。2023 年 5 月公司调整日常关联交易额度，将公司向建发集团及其控制企业、建发集团及其他关联方交易建筑施工业务的关联交易合同额度由 60 亿元提高 63 亿元至 123 亿元。如果关联交易额度全额落地，2023 年全年公司建筑施工业务新签订合同额有望实现 527.1%的同比增长。

图表 4：公司调整 2023 年度日常关联交易额度（万元）

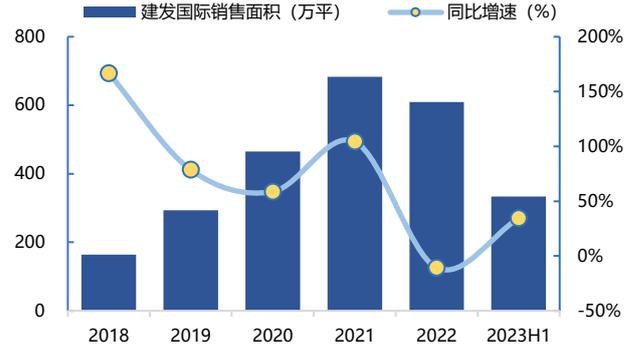
关联交易类别	关联交易对象	关联交易内容	调整前 2023 年 预计日常关联交 易合同金额	本次调整日常 关联交易金额	调整后 2023 年预 计日常关联交易合 同金额	调整原因
向关联人销售商品、提供劳务	建发集团及其控制企业、建发集团其他关联方	勘察设计、工程管理、检测服务、综合管养等	30,000	—	30,000	—
		建筑施工	600,000	630,000	1,230,000	业务量增加
小计			630,000	630,000	1,260,000	—
向关联人采购商品、接受劳务	建发集团及其控制企业、建发集团其他关联方	购买日常消费品及服务、购买与生产经营相关商品	30,000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

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与建发体系协同与融合仍在继续，合作双赢增长可期。目前公司持续积极推进与控股股东在企业文化、业务协同方面的融合，管理方面根据上市公司及国企管理要求，做好组织对接和归口管理，推动内控合规一体化，业务方面依托控股股东的战略引领和资源，加快业务协同和产业结构转型升级。公司凭借多年深耕工程监理等相关产业以及完整的工程全产业链，能为控股股东建发国际集团的房地产开发项目提供勘察设计、代建监理一体化、施工等技术服务，不仅能更有力地保障建发国际的建筑质量把控，也能保证资金安全、提升开发效率，从而增强建发国际集团的竞争力和经营效率。对建发合诚而言，一方面建发国际作为头部国有房地产开发企业，在 2022 年行业深度调整的背景下，仍能实现销售金额同比增长 3%的稳定销售规模，在 32 个城市销售额进入市场前 10 名，在主流城市市场份额也进一步提升，随着行业持续出清、市场企稳恢复，建发国际作为稳健国企的优势有望进一步凸显，随着建发国际市占率和规模进一步成长，建发合诚的建筑施工业务也有望实现稳定增长；另一方面，与建发体系的深度融合，有望进一步赋能公司品牌价值，实现除建筑施工外其他传统业务的增长。

图表 5: 建发国际集团历年销售金额及同比增速


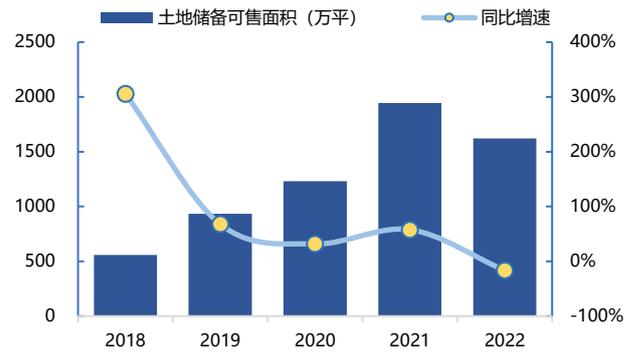
资料来源: 建发国际集团公告, 信达证券研发中心

图表 6: 建发国际集团历年销售面积及同比增速


资料来源: 建发国际集团公告, 信达证券研发中心

图表 7: 建发国际集团历年拿地面积


资料来源: 建发国际集团公告, 信达证券研发中心

图表 8: 建发国际集团历年土地储备


资料来源: 建发国际集团公告, 信达证券研发中心

2022 年末建发国际集团土地储备 1620 万平, 可覆盖公司 2.66 年销售面积, 同时在行业下行阶段保持拿地节奏, 2022 年金额口径拿地强度 48.7%, 2023 年上半年建发国际集团累计实现合约销售面积 333.8 万平, 同比增加 34.4%, 随着政策逐步落地, 市场企稳回升, 建发国际集团有望保持销售规模的稳步增长。同时, 随着建发合诚的建筑施工业务团队不断扩大, 公司承接业务能力提升, 来自建发国际集团建筑施工合约规模有望快速增长。

保守假设下, 假设建发国际集团 2023 年全年实现销售面积增速 5%, 单方施工成本 5000 元/平 (考虑到建发国际集团项目布局于高能级城市、产品系列偏改善等因素单方施工成本略高), 建发合诚承接合约占比 25%, 结算周期按 3 年计算, 预计 2023 年建发合诚建筑施工新签订合同 80 亿元, 收入规模 33 亿元。

中性假设下, 假设建发国际集团 2023 年全年实现销售面积增速 15%, 建发合诚承接合约占比 35%, 预计 2023 年建发合诚建筑施工新签订合同 123 亿元, 收入规模 47 亿元。

乐观假设下, 假设建发国际集团 2023 年全年实现销售面积增速 25%, 建发合诚承接合约占比 50%, 预计 2023 年建发合诚建筑施工新签订合同 191 亿元, 收入规模 70 亿元。

图表 9: 公司 2023 年建筑施工承接合同规模敏感性分析

2023 年 承接合同规模 (亿元)		建发国际集团合同销售面积增速 (%)				
		5%	10%	15%	20%	25%
建发合诚承接比例 (%)	25%	80	84	88	91	95
	30%	96	101	105	110	114
	35%	112	117	123	128	133
	40%	128	134	140	146	152
	45%	144	151	158	165	171
	50%	160	168	175	183	191

资料来源: 建发国际集团公告、建发合诚公司公告、信达证券研发中心测算

图表 10: 公司 2023 年建筑施工承接收入规模敏感性分析

2023 年 建筑施工收入规模 (亿元)		建发国际集团合同销售面积增速 (%)				
		5%	10%	15%	20%	25%
建发合诚承接比例 (%)	25%	33	34	35	37	38
	30%	38	40	41	43	44
	35%	43	45	47	49	51
	40%	49	51	53	55	57
	45%	54	56	59	61	63
	50%	59	62	65	67	70

资料来源: 建发国际集团公告、建发合诚公司公告、信达证券研发中心测算

我们按照中性假设对公司 2023-2025 年建筑施工业务收入进行测算: 中性假设下, 假设建发国际集团 2023-2025 年销售面积增速分别为 15%/10%/10%, 单方施工成本 5000 元/平 (考虑到建发国际集团项目布局于高能级城市、产品系列偏改善等因素单方施工成本略高), 建发合诚 2023-2025 年承接合约占比 35%/45%/55%, 承接合约规模分别为 122.68/173.51/233.27 亿元, 按照 3 年结算周期计算, 预计 2023-2025 年建发合诚建筑施工收入规模分别为 46.99/104.83/176.49 亿元。

图表 11: 公司建筑施工业务 2023-2025 年收入测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
交付物业总建筑面积 (万平)	348.14	464.62	531.55	555.14	618.78
合同销售面积 (万平)	682.69	609.60	701.04	771.14	848.26
单位施工成本 (元/平)	5000	5000	5000	5000	5000
建发施工成本 (亿元)	341.35	304.80	350.52	385.57	424.13
建发合诚承接建筑施工业务比例 (%)	-	6.0%	35.0%	45.0%	55.0%
建发合诚承接合同规模 (亿元)	-	18.3	122.68	173.51	233.27
结转收入 (亿元)	-	3.8	46.99	104.83	176.49

资料来源: 建发国际集团公告、建发合诚公司公告、信达证券研发中心测算

3.双轮驱动两域建设，六大业务板块发力

基于行业发展趋势和公司近三十年发展积淀，公司在新一轮的发展规划期内，聚焦“双轮驱动”，深耕“两域建设”，其中，“双轮驱动”即构建“工程咨询”与“工程施工”双主业的新发展格局，加快发展勘察设计、工程管理、试验检测等工程咨询业务，实现提质增效，并快速扩张建筑施工和综合管养等工程施工业务，实现提量增效，发挥全产业链业务协同优势。

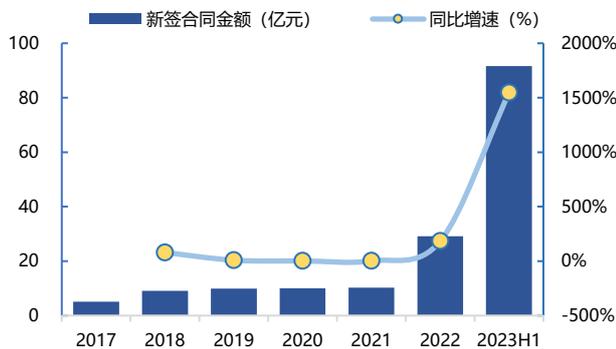
图表 12：公司“双轮驱动”发展格局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

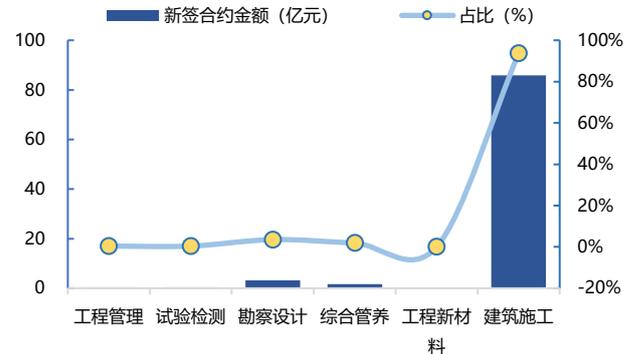
存量业务提质增效，增量业务快速扩张。2022 年公司加强存量业务各板块产业现状及优劣势分析，对标具有行业标杆性质的优秀企业，综合研判市场发展形势，稳定拓展勘察设计、工程管理、试验检测、综合管养、工程新材料等存量业务，重点布局建筑施工及建筑设计等增量业务，加速产业结构调整。2022 年公司新签合同额 29.17 亿元，同比增长 183%，其中建筑施工新签合同约 18.3 亿元，占比达到 63%；实现营业收入 12.61 亿元，同比增长 49.87%，其中建筑施工占比达到 30.3%。2023 年上半年公司新签合同额、营收规模和效益增长显著，完成新签合同额 91.58 亿元，同比增长 1546%；实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 231%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.21 亿元，同比增长 99%。

图表 13：公司新签合同金额及同比增速

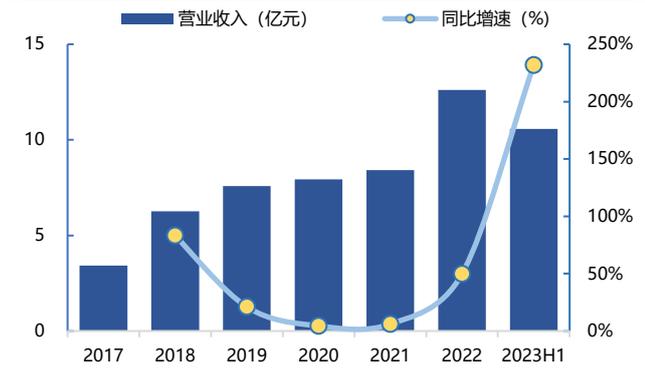


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

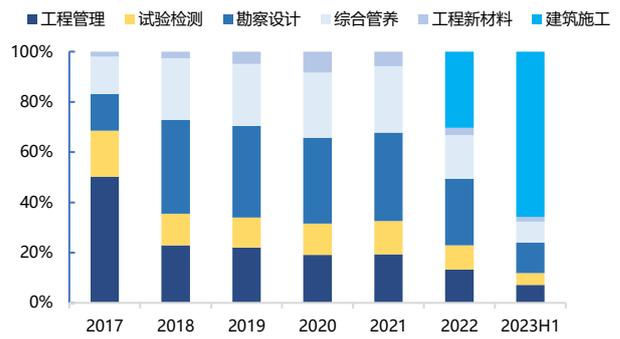
图表 14：公司 2023 年上半年新签合同额构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 15: 公司营业收入及同比增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 16: 公司各业务构成占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

围绕“双轮驱动”目前公司业务主要涵盖 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。

3.1. 勘察设计: 增长势头良好, 利润率较高

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, 主要包括: 项目建议书、可行性研究、方案设计、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的业务领域主要包括: 城乡交通、市政配套、工业与民用建筑、轨道交通、城市更新、环境治理、园林景观、水利水电等建设项目的策划、规划咨询、勘察设计、EPC 总承包、数字运维等。

勘察设计业务利润率较高, 近 2 年营收增长势头较好。在公司 2022 年开展建筑施工业务前, 勘察设计是公司传统业务中营收规模占比最高的, 2018 年-2021 年营收占比均在 30% 以上, 同时勘察设计也是公司六大业务板块中毛利率水平最高的, 2022 年公司勘察设计业务毛利率水平 39.00%。近两年来公司勘察设计业务的增长势头良好, 2021 年和 2022 年营收同比增速分别增长 8.4% 和 12.8%, 公司目前在针对存量业务的提质增效中, 对勘察设计的业务结构进行了调整, 持续发展市政工程设计, 大力发展建筑设计和岩土勘察, 重点培育 EPC 工程总承包业务、水利行业设计, 持续关注新基建、城市更新、指挥交通和智慧水务等领域。2023 年上半年, 公司勘察设计业务实现营收 12955.41 万元, 同比增长 18.2%, 增速进一步扩大。

图表 17: 公司勘察设计业务营收及同比增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 18: 公司勘察设计业务毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资质丰富, 专业齐全。公司勘察设计资质包括: 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。

图表 19：公司勘察设计业务资质

类型	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，信达证券研发中心

技术实力强，业绩储备丰富。公司在勘察设计领域掌握多项核心技术，包括海底隧道岩土工程勘察、山岭隧道岩土工程断层（破碎带）岩芯采取率勘察、国土空间规划、交通设计及道路工程总体方案设计、透水段（沿海）狭长深基坑围护结构设计、大跨度复杂结构桥梁设计、长距离小净距隧道设计、城市大型立交桥梁设计、直立式岩质高边坡围护结构设计、花园式污水处理厂等。同时，公司的业绩储备丰富，目前公司的勘察设计业务主要由大连市政府院、合诚设计院和里隽设计院开展。2022年大连市政府院凭借在隧道勘察设计方面的品牌优势和专业技术实力，参与到大连湾海底隧道和光明路延伸工程 PPP 项目的勘察、咨询、设计、报批、专题、后期服务等全过程咨询工作，创新性地提出多种工艺工法，技术创新赋能品质工程；合诚设计院及大连市政府院南方中心也参与了 4F 级海峡西岸区域国际枢纽机场厦门翔安国际机场的 14 项勘察设计项目。2023 年公司以联合体方式中标世界上最大的海上机场大连金州湾国际机场的主体工程勘察设计，实现了民航设计领域零的突破。

图表 20：公司勘察设计核心技术

核心技术	技术内容
交通设计及道路工程总体方案设计	在综合分析相关规划、交管需求、项目功能定位、建设条件等基础上，发挥院内交通、道路、桥梁、隧道、城市设计、勘测等多专业综合优势，提出有效可行的交通解决方案和工程总体设计方案。
隧道综合监控系统	隧道综合监控系统是隧道智能管理的核心，集数据管理、处理协调、控制指令、通信传输、图文显示为一体的综合信息应用系统，能在各种情况下准确、可靠、迅捷的做出反应，辅助管理人员决策，并协调综合监控各分系统间联动，达到实时合理监控的目的。服务器及各工作站均可向大屏幕发送显示信息（反映隧道内交通状况和电力、设备系统运行状况、人机界面和模拟图等），以便操作员直观地监视到交通、设备、电力、火灾等实时各工况。
透水段（沿海）狭长深基坑围护结构设计	沿海岸边段深基坑，在高水位、深度大以及沿线多建筑的情况下，采用咬合桩结合内支撑的形式保证明挖隧道施工安全，同时围护结构兼顾全线止水功能，即降低施工开挖占地，又满足周边环境保护要求。（大连湾海底隧道建设工程）
长距离小净距隧道设计	适应交通量的增长和道路扩建需要，在既有分离式双洞隧道之间新建一条隧道，与既有隧道岩柱最小净距可达 4.5 米。在不影响现有交通的情况下，增加了隧道段的通行能力。
大跨度复杂结构桥梁设计	完成了多座大跨度梁式桥、拱桥、斜拉桥和悬索桥的设计，工程成果遍及全国各地。在桥梁结构体系、结构构造、施工方法及建筑材料等方面进行了充分研究和设计实践。
直立式岩质高边坡围护结构设计	对于坡顶存在既有建筑的直立式岩质高边坡，运用桩锚结构结合施工工法，提高结构刚度，控制开挖时边坡水平位移，在保证该坡顶建筑安全的情况下进行围护结构设计。（遵义市风新快线建设工程）
城市大型立交桥梁设计	满足城市交通需求并充分考虑景观效果，桥梁结构形式多样，外形美观。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 21: 大连湾海底隧道示意图


资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

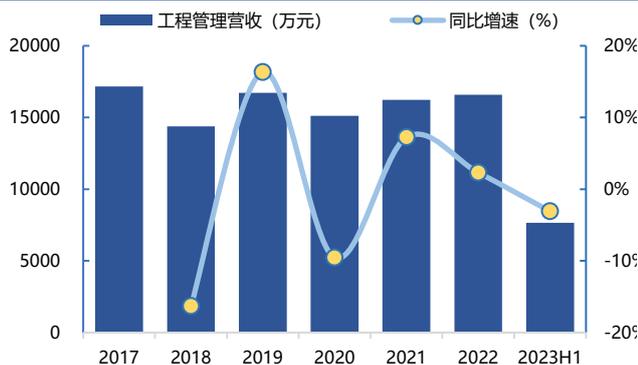
图表 22: 厦门翔安国际机场示意图


资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

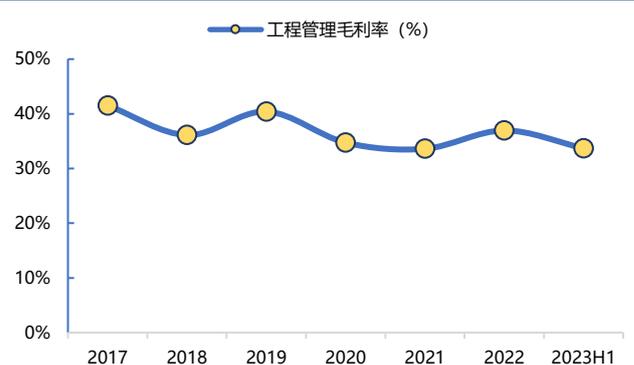
3.2. 工程管理: 业务增速放缓, 毛利率提升明显

工程管理业务是指具有相关资质的咨询单位受建设单位(或政府监督部门)委托, 依据国家有关法律法规、技术标准规范以及批准的工程建设文件, 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, 采用多种服务方式组合, 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。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为工程监理、项目管理、质量安全监督项目。

工程管理业务营收增速放缓, 22 年毛利率提升明显。公司工程管理业务 2022 年实现营收 1.66 亿元, 同比上升 2.3%, 较 2021 年增速下降 4.9pct, 营收占比下降至 13.2%, 2023 年公司工程管理业务实现营业收入 0.77 亿元, 同比下降 3.08%, 主要由于公司优化传统业务结构, 维持交通监理业务规模, 大力发展房建监理, 重点培育代建监理一体化、工程管理、全过程咨询、第三方咨询(政府采购、飞检评估等), 后续随着公司对传统业务的进一步提质增效、结构优化, 公司的工程管理业务利润水平和规模均有望得以持续提升。

图表 23: 公司工程管理业务营收及同比增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 24: 公司工程管理业务毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司的工程管理资质包括: 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。公司的工程管理业务的代表业绩包括福宁高速公路福建段、海沧大桥、翔安隧道、厦门轨道交通 1 号线、厦门国际会议中心、海峡大剧院等。

图表 25: 公司工程管理业务资质

工程管理类型	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
住房和城乡建设部	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, 信达证券研发中心

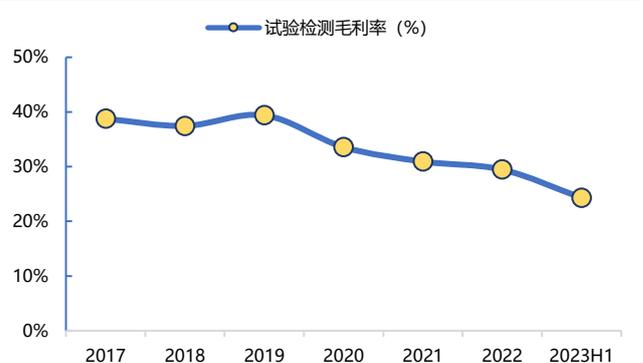
3.3. 试验检测: 营收保持稳定增长, 利润有望企稳回升

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, 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、隧道主体结构质量检测、隧道超前地质预报、隧道环境工程检测、道路工程及交通安全设施检测、地基基础工程检测、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测、见证取样检测, 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。

试验检测营收保持稳定增长, 近年毛利有所下降。2022 年公司试验检测业务实现营业收入 1.21 亿元, 同比增长 9.5%, 2019 年-2022 年营收同比增速分别为 14.1%/9.2%/12.4%/9.5%, 保持相对稳定增长。毛利率方面, 公司试验检测业务毛利率水平 2020 年以来出现下降, 2022 年试验检测业务毛利率水平 29.46%, 2023 年上半年试验检测业务毛利率水平 24.3%。目前公司对试验检测业务结构逐步进行调整, 对材料检测、公路工程工地实验室等业务维持规模, 大力发展结构检测与监测、运营管养检测与评估业务, 重点培育城市更新类检测, 随着业务结构的逐步调整, 公司的试验检测业务利润水平有望企稳回升。

图表 26: 公司试验检测业务营收及同比增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 27: 公司试验检测业务毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

检测服务资质包括: 公路工程试验检测综合甲级、公路工程桥梁隧道工程专项试验检测、水运工程材料试验检测甲级、水运工程结构(地基)甲级试验检测; 铁路工程质量监督检测机构名录; 水利工程混凝土工程乙级; 建设工程质量检测机构专项资质(地基基础工程检测、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测、见证取样检测); 计量认证证书。

拥有多项特色设施、特色技术: 公司检测实训基地拥有“地基基础工程、隧道工程、桥梁工程”模拟培训场地, 拥有华东地区最大量程的静态压剪试验机、海峡两岸最大量程的锚固静载试验、拥有福建省最大量程的电液伺服万能试验机等特色设施。拥有工程互联网检测系统、桥梁检测与健康监测、水下工程检测与监测等特色技术。同时, 公司的试验检测业务能力也在持续提升, 在智慧监测、桩基大吨位静载检测、水运结构检测、管道溯

源监测等领域取得新突破，公司已获得福建省质量技术监督局的资质认定，持有计量认证 CMA 证书、三体系认证、CNAS 国家认可资格，是福建省工程检测行业中检测资质全、业务范围广、规模大的专业检测机构，2022 年合诚工程检测顺利通过 2022 年度建筑业（检测机构）信用等级评审，获评 2022 年度建筑业（检测机构）AAA 级信用等级，成为最高信用等级 AAA 检测机构之一。

图表 28: 公司检测服务业务资质

试验检测类型	资质
计量认证	涵盖室内材料、地基基础、桥梁隧道、钢结构等各类产品标准、试验方法 1000 余种。
公路水运	公路工程综合甲级、公路工程桥梁隧道、工程专项、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、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测、见证取样检测
铁路水利	铁路工程质量监督、检测机构、水利工程混凝土、工程乙级

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 29: 合诚检测的钢结构无损检测智慧管理平台专利证书及著作权登记证书



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

图表 30: 公司材料检测业务



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

3.4.综合管养：整体规模保持稳定，新技术应用有望带动毛利率回升

综合管养是指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。包括对桥梁、隧道构造物的中修和大修加固维护；公路路基工程的中修和大修维护；公路路面大中修工程及再生改造；港口码头、房建工程的维修加固；建筑结构的病害处理、顶升、平移等综合性业务。公司综合管养业务目前主要集中在道路、桥梁、隧道、地铁、水工码头、房建等土木工程行业病害处治、结构补强、结构顶升、建筑物纠偏平移、综合维养、加固方案设计、监控，以及公路养护、沥青路面施工、园林景观施工等业务。

2023 年上半年营收增长较快，毛利率明显提升。2022 年公司综合管养实现营收 2.19 亿元，同比下降 1.3%，主要受到 2022 年疫情影响，2023 年上半年公司综合管养业务实现营收 0.88 亿元，同比上升 31.0%，利润水平来看，公司综合管养业务 2022 年毛利率 14.71%，较 2021 年有所下降。2023 年上半年公司综合管养业务毛利率 16.6%，较 2022 年有明显提升。公司后续将维持公路路面维修施工，大力发展公路养护绿化、桥隧结构维养等业务，重点培育建筑修缮业务。公司子公司福建怡鹭主要业务为综合管养，福建怡鹭

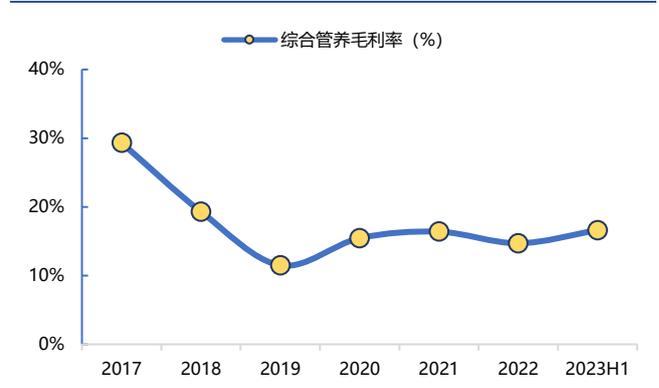
通过对高性能沥青材料、配合比设计、粘结材料及喷洒工艺、施工技术等的研究，开发出高性能沥青混合料超薄罩面技术，该技术对于恢复公路与城市道路表面功能、延长道路使用寿命、节约养护维修成本等具有很好的现实意义和推广价值，相较于传统养护技术，高性能沥青混合料超薄罩面技术更环保、更高效，施工速度快，对交通影响小，随着这类核心技术、重点创新成果的逐步推广和应用，公司的综合管养业务规模和利润水平均有望回升。

图表 31：公司综合管养业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 32：公司综合管养业务毛利率



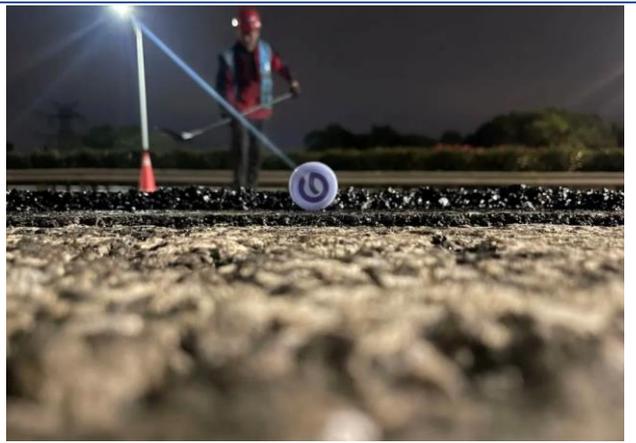
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 33：“白改黑”水泥路面超薄罩面-文勤路试验段



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

图表 34：2022 年福州机场高速二期（站外）路面预防养护工程



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

运维服务资质：拥有特种工程（结构补强）专业承包不分等级、特种工程（建筑物纠偏和平移）专业承包不分等级、公路养护工程施工从业资质一类、公路养护工程施工从业资质二类甲级、公路养护工程施工从业资质二类乙级、公路养护工程施工从业资质三类甲级、公路养护工程施工从业资质三类乙级、公路路面工程专业承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级、公路工程施工总承包叁级、桥梁工程专业承包叁级、公路交通工程（公路安全设施分项）专业承包贰级、公路路基工程专业承包叁级、地基基础工程专业承包叁级、城市及道路照明工程专业承包叁级。

图表 35：公司综合管养业务资质

综合管养类型	施工资质
特种工程专业承包	结构补强、建筑物纠偏和平移
施工总承包	市政二级、建筑三级、公路三级
专业承包	公路路面一级、公路路基三级、地基基础三级、城市及道路照明三级
公路护养施工	一类、二类甲乙级、三类甲乙级

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3.5.工程新材料：大力发展加固材料，培育期产品合约存在波动

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。

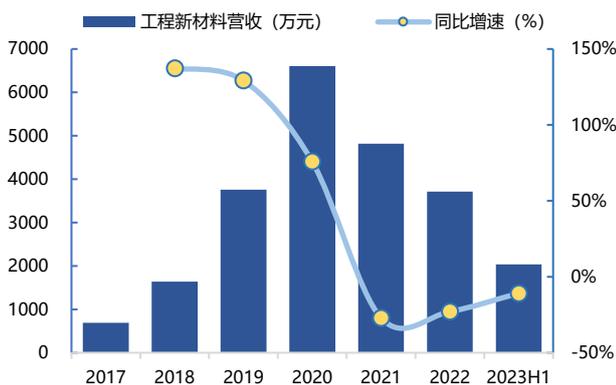
大力发展加固材料，重点培育轻质泡沫土、石膏基材料。2017年4月公司全资子公司合智新材料注资800万元设立控股子公司福建科胜加固材料有限公司，并完成了材料业务规划、加固材料生产线投建、产品核心技术体系升级、材料销售及工程技术服务拓展等一系列工作，确定了以“工程维修加固材料”、“路面养护材料”和“绿色建筑材料”为主导的新材料板块业务发展方向。公司2017年新增工程新材料业务，2017年至2020年营收保持较高增速，2021年至今，受到公司培育期产品泡沫轻质土订单波动影响，公司工程新材料业务的营收规模和毛利率水平出现一定波动。目前公司大力发展的是建筑加固材料，同时后续重点培育轻质泡沫土、石膏基材料。公司是福建省内唯一一家具备建筑加固材料一站式采购的供应商，在海西经济区工程加固材料制造行业具有较高知名度，掌握泡沫轻质土核心配方，具有可远程移动的工程设备，泡沫轻质混凝土已经应用于厦门翔安国际机场快速路南段、厦沙高速上涌匝道路基加固等，随着泡沫轻质混凝土的市场认可度不断提高，公司的工程新材料业务规模有望提升。

图表 36: 公司工程新材料业务产品

新材料类型	产品概述	产品系列
新建工程材料	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。	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、装配置建筑套筒灌浆料
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，产品能适应极寒、高温、水下等恶劣环境工况。	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

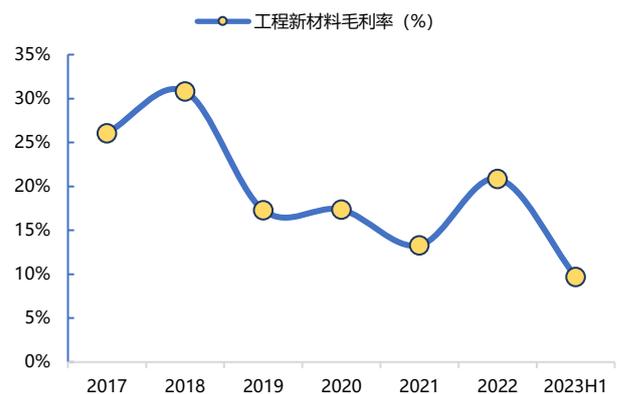
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 37: 公司工程新材料业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 38: 公司工程新材料业务毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 39: 公司泡沫轻质混凝土介绍

01 产品说明: 泡沫轻质混凝土是通过发泡机的发泡系统将发泡剂用机械方式充分发泡, 并将泡沫与必须组分的水泥基胶凝材料、水及可选组分的集料、外加剂等按照一定的比例均匀混合, 然后经过发泡机的泵送系统进行现浇施工或模具成型, 经自然养护所形成的一种含有大量封闭气孔的新型轻质保温材料。

02 主要应用: 用于路基路段减载、道路改扩建(拼宽)、桥台背填筑、结构物覆土减载、建筑基坑填筑、跨线桥减跨、塌陷处置、狭小空间回填注浆、房建墙体屋面保温、体育场田径跑道、隧洞路段路基填筑。




资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图表 40: 厦沙高速上涌匝道路基加固使用公司泡沫混凝土


资料来源: 科胜加固官网, 信达证券研发中心

3.6. 建筑施工: 依托丰富房建监理经验, 打造快速成长增量业务

建筑施工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, 依据国家有关法律法规、技术标准规范以及批准的工程建设文件, 综合利用各种建筑材料、机械设备按照特定的设计蓝图在一定的空间、时间内进行的为建造各式各样的建筑产品而进行的生产活动。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。

补齐专项资质, 依托丰富房建监理经验, 打造快速成长增量业务。公司的建筑施工包括房产项目住宅及配套、医疗健康和旅游会展等涉及的建筑工程项目的施工。通过收购天成华瑞, 公司建筑施工业务拥有建筑工程施工总承包壹级、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等专项资质。除了专项资质, 公司凭借拥有超 20 年工程咨询管理经验, 不断完善建筑施工管理体系、搭建专业化的信息系统平台、探索创新的管理模式, 整合市场优势资源, 支持公司建筑施工增量业务的快速扩张。

图表 41: 公司建筑施工资质

类型	资质
施工资质	建筑工程施工总承包壹级资质
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, 信达证券研发中心

4. 财务分析：营收净利快速增长，管理优化效能提升

4.1. 营利高速增长，费用率下降效能提升

增量业务快速拓展，营收净利高速增长。2023年上半年公司实现营业收入10.59亿元，同比增长231.21%，主要由于公司新增建筑施工业务快速增长，上半年贡献7.07亿元收入，除存量业务外，公司其他五项传统业务实现营收3.65亿元，同比增长11.55%，实现较好增长；2023年上半年公司实现归母净利润0.21亿元，同比增长99.1%，主要受到建筑施工业务快速拓展带来的利润增量、存量业务利润水平改善及销售管理费用率下降。

图表 42: 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

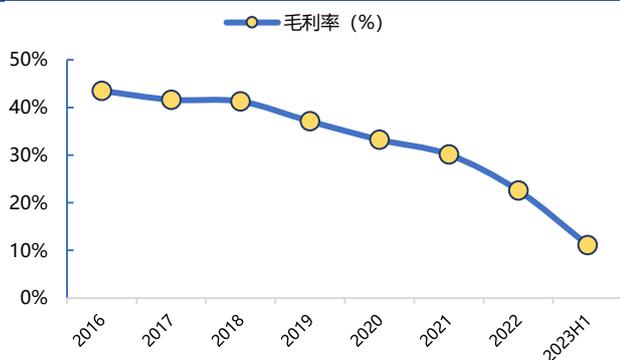
图表 43: 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

建筑施工带动毛利率下降，存量业务利润水平有望改善。公司2022年毛利率22.57%，同比下降7.54pct，净利率4.91%，同比下降0.44pct，主要由于公司新增的建筑施工业务毛利率水平较低（4.31%）且营收占比较大，为公司带来1.64亿元毛利润的同时，导致整体毛利率水平较2021年下降，2023年上半年公司毛利率受到建筑施工业务影响下降至11.13%，净利率下降至2.33%。其他业务情况来看，2016年-2018年公司整体毛利率水平相对稳定在40%以上，2019年后受到勘察设计、综合管养等占比较大的业务利润水平下降影响，2019年毛利率降至37.10%，2020-2021年受到疫情影响、业务结构调整等因素影响，整体毛利率水平持续下降，2022年公司业务结构持续调整，试验检测业务、勘察设计业务、综合管养业务毛利率相对保持稳定，5项存量业务整体毛利率水平较2021年回升0.25pct，2023年上半年公司工程管理、试验检测、勘察设计和工程新材料业务毛利率水平下降，综合管养业务毛利率水平提升，我们认为后续随着公司业务结构持续调整，公司存量业务毛利率有望有一定改善。

图表 44: 公司历年毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 45: 公司历年净利率



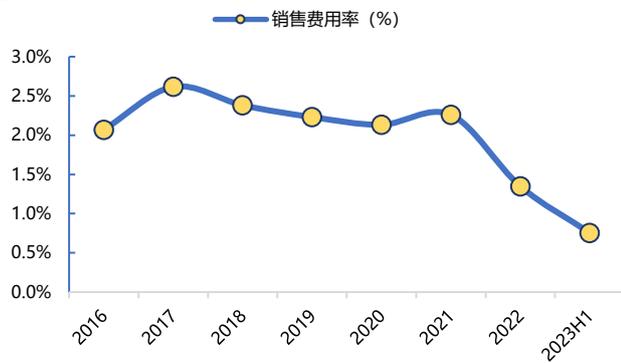
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 46: 公司各项业务毛利率水平

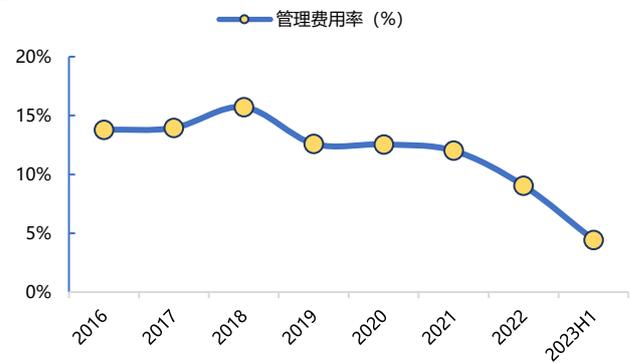
毛利率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
工程管理	41.52%	36.11%	40.41%	34.73%	33.60%	36.95%	33.70%
试验检测	38.75%	37.45%	39.39%	33.58%	30.93%	29.46%	24.31%
勘察设计	60.24%	60.92%	54.32%	49.79%	41.22%	39.00%	37.63%
综合管养	29.33%	19.31%	11.51%	15.45%	16.39%	14.71%	16.61%
工程新材料	26.07%	30.81%	17.29%	17.35%	13.30%	20.87%	9.71%
建筑施工	-	-	-	-	-	4.31%	2.86%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

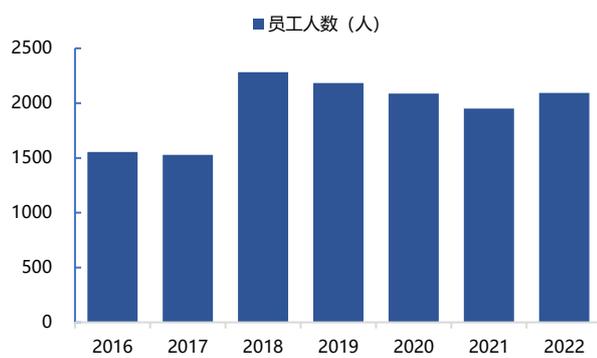
数字化建设提升管理效能, 强化人力资源人均营收提升。公司 2023 年上半年销售费用率 0.76%, 较去年同期下降 1.35pct, 管理费用率 5.92%, 下降 12.76pct, 公司销售和管理费用率下降主要由于: 公司 2023 年上半年营收大幅增长, 来自于控股股东关联项目所需销售费用较少, 因此公司整体销售费用下降, 销售费用率下降; 管理费用虽然上升, 但营收增速较快, 因此费用率也有所下降。同时, 公司也在加快数字化建设, 提升数字化管理水平, 持续优化管理架构, 2022 年末公司拥有在职员工 2094 人, 人均营收 60.22 万元, 近年来人均营收持续提升。

图表 47: 公司销售费用率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 48: 公司管理费用率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 49: 公司员工人数


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 50: 公司人均营收

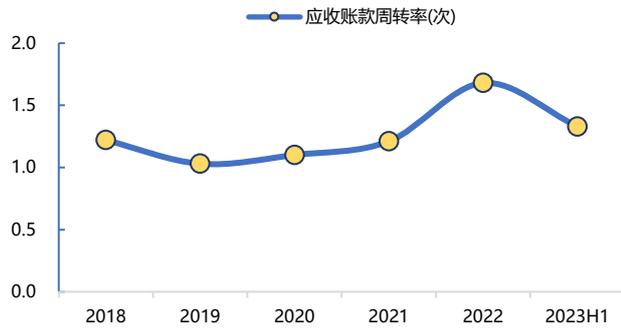

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.1. 多措并举推动应收款管理, 经营性现金流净额稳定

多措并举推动应收款管理, 经营性现金流净额稳定。2022 年公司重点推进应收款催收工作, 设立回款管理中心安排专人负责制定应收账款催收方案和奖惩措施, 多措并举推动应收账款管理工作, 2022 年度回款总额 11.73 亿元, 同比增加 42.99%, 应收账款周转率 1.68 次, 较 2021 年提升 0.47 次, 自 2019 年以来就持续上升趋势。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.1 亿元, 同比增长 135.96%, 2023 年上半年经营活动产生的现金流量净额 0.51 亿元, 同比增加 1.03 亿元, 主要受到的天成华瑞工程款和里隽设计设计款增加的影响。公司整体经营性现金流自 2019 年起保持稳定, 随着公司应收款管理工作持续推

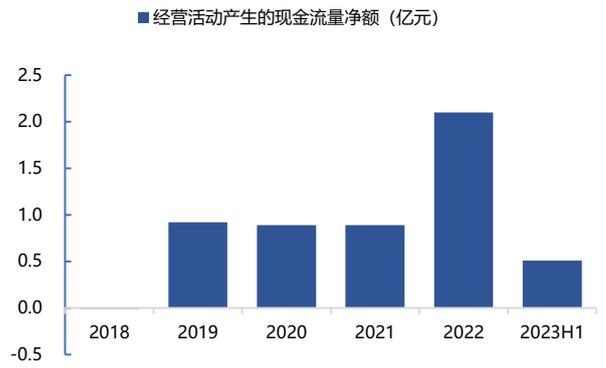
进，叠加公司与控股股东合作项目增加，有望进一步提升公司应收款周转率、保持经营性现金流稳定。

图表 51: 公司应收账款周转率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 52: 公司经营性现金流净额



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5. 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.39/0.57/0.70 元/股

存量业务方面，公司的存量业务工程管理、试验检测、勘察设计、综合管养和工程新材料业务，随着疫情影响逐步消退工程进度逐步恢复正常、新增订单开展顺利，我们预计公司各项存量业务营收有望保持稳定增长。我们预计 2023-2025 年，公司工程管理/试验检测/综合管养和工程新材料业务营业收入增速分别为：5%/10%/10%/5%，毛利率水平分别为 37%、30%、15%、18%，其中勘察设计业务考虑到 2023 年开始增加建筑设计业务，营收有望提升，但毛利率水平可能受建筑设计业务影响拉低，我们预计 2023-2025 年，公司勘察设计业务营收增速分别为 15%/15%/15%，毛利率水平分别为 35%/33%/31%。

增量业务方面，按照前文对建筑施工业务营收测算，我们预计建筑施工业务 2023-2025 年营收增速分别为 1133.21%/123.07%/68.36%，考虑到后续公司涉及省外的施工业务增加，我们预计毛利率水平会有一定程度下降，分别为 3.8%/3.6%/3.4%。

随着存量业务结构调整提质增效，增量业务规模加速成长，我们预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 335.78%/107.01%/63.95%，我们预计毛利率水平分别为 8.4%/6.0%/5.0%。

图表 53：公司业绩预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程管理						
营业收入 (万元)	15125.66	16219.53	16595.10	17424.85	18296.09	19210.90
同比增速 (%)	-9.54%	7.23%	2.32%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	34.73%	33.60%	36.95%	37%	37%	37%
试验检测						
营业收入 (万元)	9857.81	11081.09	12128.34	13341.18	14675.29	16142.82
同比增速 (%)	9.24%	12.41%	9.45%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	33.58%	30.93%	29.46%	30%	30%	30%
勘察设计						
营业收入 (万元)	27177.05	29464.15	33247.48	38234.60	43969.79	50565.26
同比增速 (%)	-2.12%	8.42%	12.84%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	49.79%	41.22%	39.00%	35%	33%	31%
综合管养						
营业收入 (万元)	20517.69	22202.10	21912.01	24103.21	26513.53	29164.88
同比增速 (%)	10.10%	8.21%	-1.31%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	15.45%	16.39%	14.71%	15%	15%	15%
工程新材料						
营业收入 (万元)	6607.62	4819.19	3717.27	3903.13	4098.28	4303.20
同比增速 (%)	75.78%	-27.07%	-22.87%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	17.35%	13.30%	20.87%	18%	18%	18%
建筑施工						
营业收入 (万元)	0.00	0.00	38107.14	469940.00	1048298.00	1764868.20
同比增速 (%)				1133.21%	123.07%	68.36%
毛利率 (%)			4.31%	3.80%	3.60%	3.40%
整体						
营业收入 (万元)	79674.48	84138.28	126101.93	549522.11	1137554.90	1865044.36
同比增速 (%)	4.50%	5.68%	49.87%	335.78%	107.01%	63.95%
毛利率 (%)	33.3%	30.2%	22.5%	8.4%	6.0%	5.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

随着增量业务快速发展，存量业务提质增效，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.39/0.57/0.70 元/股，对应当前股价 PE 分别 33.42/22.67/18.46 倍，选取苏文科、华设集团、设计总院为可比公司，考虑到公司增量业务成长性较高，选取 PEG 估值方法，可比公司 2023 年 PEG 均值为 1.00 倍，给予公司 2023 年 PEG1.00 倍，对应目标价 18.42 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值测算

公司	股价 (元)	EPS				PE			23-25 年归 母净利润 CAGR	2023 年 PEG (倍)
		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
苏文科	6.24	0.47	0.54	0.61	0.70	11.61	10.19	8.86	14.4%	0.80
华设集团	8.62	1.00	1.14	1.27	1.43	7.58	6.79	6.01	12.8%	0.59
设计总院	9.59	0.97	0.90	1.04	1.18	10.62	9.21	8.16	6.6%	1.61
平均值		0.81	0.86	0.97	1.10	9.94	8.73	7.68	11%	1.00
建发合诚	12.91	0.22	0.39	0.57	0.70	33.42	22.67	18.46	47.6%	0.70

资料来源: Wind, 信达证券研发中心测算

注: 建发合诚预测数据为信达证券研发中心测算, 其余预测数据为 Wind 一致预期; 股价为 8 月 18 日收盘价

风险因素

行业风险: 房地产行业销售下行幅度扩大, 导致控股股东建发国际集团销售面积不及预期。

业务风险: 1) 建筑施工业务新项目签订情况不及预期; 2) 建筑施工业务落地进度不及预期; 3) 应收账款支付延期导致工程回款不及预期。

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。