

中国海诚（002116.SZ）

轻工工程设计龙头，总包转型驱动增长

买入

核心观点

轻工工程设计龙头，上下游议价能力突出。公司是轻工工程设计龙头，受益于行业投资回升，公司近年来营收实现较快速增长。公司在设计环节影响力强，根据公司官网援引《解放日报》报道，公司设计了国内超过 70% 的轻工行业大中型项目，垃圾焚烧发电设计业务市场占有率超过 40%。公司以轻资产模式运营，流动资产占总资产的比例保持在 90% 左右，应收账款规模占比持续下降。公司预收款比例明显高于行业平均水平，在手预收款和应付款规模较大，收现比与付现比稳定的差值为公司提供充足的流动性，体现公司较强的收款能力和对分包商较强的占款能力。

与国内外大型企业长期合作，有望跟随客户出海布局。2023 年公司海外新签合同 13.1 亿元，占比 16.3%，尚有较大提升空间。公司积极拓展海外市场，海外工程项目集中在东南亚、中亚、中东、非洲等一带一路地区，同时在美国、瑞士、新加坡等发达国家地区也有业务布局。公司主要合作伙伴中不乏如伊利、百威、金光集团、宝洁、费列罗等国内外跨国企业，受益于海外需求增长，公司有望跟随客户“借船出海”承接海外项目。

公司加速总包转型，改革红利有望持续释放。由于 EPC 模式具有低毛利高净利的特点，EPC 占比提升将有效会提升企业整体盈利能力。2021 年起，公司调整组织架构，促进本部与各子公司间的合理分工与有效合作，充分整合营销资源，强化重大总承包项目的获取和履约能力，总包收入占比和毛利率持续提升。

估值与投资建议：公司是轻工工程设计和总承包龙头，收入利润保持稳定增长。公司品牌力和客户资源扎实，有望跟随客户出海布局，开拓海外市场，同时公司加快推进总承包转型，有望充分发挥公司设计环节的专业优势，提升业务规模和盈利能力。预测公司 2023-2025 年归母净利润 3.17/3.63/3.71 亿元，每股收益 0.74/0.85/0.87 元，对应当前股价 13.75/11.99/11.74x。结合绝对估值法和相对估值法，公司合理每股价值区间为 13.71-15.54 元，较当前股价有 32.08%-49.71% 的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济形势变化的风险、政策变化的风险、总承包转型进展不及预期的风险、海外经营的风险等。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,265 | 5,720 | 8,198 | 6,818 | 7,936 |
| (+/-%) | 3.3% | 8.6% | 43.3% | -16.8% | 16.4% |
| 归母净利润(百万元) | 161 | 207 | 317 | 363 | 371 |
| (+/-%) | 151.8% | 28.8% | 52.8% | 14.6% | 2.2% |
| 每股收益(元) | 0.39 | 0.48 | 0.74 | 0.85 | 0.87 |
| EBIT Margin | 4.1% | 4.2% | 5.1% | 6.7% | 6.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.7% | 12.6% | 17.1% | 17.5% | 16.4% |
| 市盈率 (PE) | 26.4 | 21.0 | 13.7 | 12.0 | 11.7 |
| EV/EBITDA | 31.1 | 32.2 | 22.9 | 18.9 | 19.7 |
| 市净率 (PB) | 2.83 | 2.64 | 2.35 | 2.10 | 1.93 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

建筑装饰 · 专业工程

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiqi@guosen.com.cn

S0980524010001

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(首次评级) |
| 合理估值 | 13.71 - 15.54 元 |
| 收盘价 | 10.35 元 |
| 总市值/流通市值 | 4827/4698 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 15.96/8.42 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 193.07 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

| | |
|----------------------------|----|
| 中国海诚：轻工工程设计咨询与总承包龙头 | 5 |
| 行业：国内轻工投资降速，海外景气度回升 | 8 |
| 国内：轻工业高速增长后进入产能去化周期 | 8 |
| 海外：海外景气度回升，国际工程持续回暖 | 9 |
| 公司：龙头优势稳固，总包转型驱动增长 | 11 |
| 轻工工程龙头，品牌和资源优势稳固 | 11 |
| 加快推进总包转型，改革红利有望持续释放 | 13 |
| 财务：轻资产+快周转，上下游议价能力突出 | 15 |
| 盈利预测 | 19 |
| 营业收入预测 | 19 |
| 毛利率预测 | 19 |
| 费用和减值预测 | 20 |
| 未来 3 年业绩预测 | 20 |
| 估值与投资建议 | 21 |
| 绝对估值：13.71-17.65 元 | 21 |
| 相对估值：12.58-15.54 元 | 22 |
| 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 | 23 |
| 风险提示 | 24 |
| 附表：财务预测与估值 | 26 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 中国海诚发展历程 | 5 |
| 图 2: 中国海诚股权结构 | 5 |
| 图 3: 2023H1 公司业务收入结构 (单位: %) | 6 |
| 图 4: 2023 年公司新签订单结构 (单位: %) | 6 |
| 图 5: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %) | 6 |
| 图 6: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %) | 6 |
| 图 7: 公司阿联酋项目事件始末 | 7 |
| 图 8: 股权激励计划下目标 ROE 变化 (单位: %) | 7 |
| 图 9: 股权激励计划下营业利润增长目标 (单位: 亿元, %) | 7 |
| 图 10: 轻工主要行业投资额及增速 (单位: 亿元, %) | 8 |
| 图 11: 轻工业主要行业投资增速和社零增速对比 (单位: %) | 8 |
| 图 12: 造纸行业产成品存货和 PPI 同比变动 (单位: %) | 8 |
| 图 13: 食品制造行业产成品存货和 PPI 同比变动 (单位: %) | 8 |
| 图 14: 轻工工程设计各行业甲级资质企业数量 (单位: 家) | 9 |
| 图 15: 轻工主要行业投资结构占比 (单位: %) | 9 |
| 图 16: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿美元, %) | 9 |
| 图 17: 对外承包工程完成额及增速 (单位: 亿美元, %) | 9 |
| 图 18: 越南国内投资及增速 (单位: 十亿越南盾, %) | 10 |
| 图 19: 一带一路国家基础设施发展指数 (单位: 点) | 10 |
| 图 20: 中国非金融对外直接投资及增速 (单位: 亿美元, %) | 10 |
| 图 21: 2023H2 中国纸制品出口增速下滑同时东南亚国家纸制品出口提速 (单位: %) | 10 |
| 图 22: 按业务模式分类新签金额及增速 (单位: 亿元, %) | 11 |
| 图 23: 按下游行业分类新签金额结构 (单位: %) | 11 |
| 图 24: 公司营收增速与轻工业投资增速相关性高 (单位: %) | 11 |
| 图 25: 公司轻工设计收入及估算市占率 (单位: 亿元, %) | 11 |
| 图 26: 公司海外订单金额及海外订单占比 (单位: 亿元, %) | 12 |
| 图 27: 公司海外营收及占比 (单位: 亿元, %) | 12 |
| 图 28: 公司各下游行业主要客户 | 12 |
| 图 29: 公司海外项目一览 | 13 |
| 图 30: 中冶南方按业务模式分类营业收入 (单位: 亿元) | 14 |
| 图 31: 中冶南方净利润及净利率变化 (单位: 亿元, %) | 14 |
| 图 32: 组织变革后公司总包收入快速提升 (单位: 亿元, %) | 14 |
| 图 33: 组织变革后公司总包毛利率明显修复 (单位: %) | 14 |
| 图 34: 公司毛利率变化 (单位: %) | 15 |
| 图 35: 公司净利率变化 (单位: %) | 15 |
| 图 36: 公司期间费用率变化 (单位: %) | 15 |
| 图 37: 公司各项费用率变化 (单位: %) | 15 |

| | |
|--|----|
| 图 38: 公司减值及减值对利润的影响 (单位: 亿元, %) | 16 |
| 图 39: 可比公司近五年减值金额占营收比例 (单位: %) | 16 |
| 图 40: 公司资产结构变化 (单位: %) | 16 |
| 图 41: 公司广义应收款规模及周转率 (单位: 亿元, %) | 16 |
| 图 42: 公司负债结构变化 (单位: %) | 17 |
| 图 43: 公司产业链净占款及其与营收的比例 (单位: 亿元, %) | 17 |
| 图 44: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元) | 18 |
| 图 45: 公司收现比与付现比变化 (单位: %) | 18 |
| 图 46: 公司与可比公司 ROE (平均) 变化 (单位: %) | 18 |
| 图 47: 公司期末未分配利润和股利支付率 (单位: 亿元, %) | 18 |
| 表 1: 工程总承包 (EPC) 与传统 “设计-建造” 模式 (DB) 的对比 | 13 |
| 表 2: 与同业相比公司预收比例较高, 结算节奏更快 | 17 |
| 表 3: 公司营业收入预测 (单位: 亿元) | 19 |
| 表 4: 公司毛利率预测 (单位: 亿元) | 19 |
| 表 5: 公司费用率及减值预测 (单位: 亿元) | 20 |
| 表 6: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元) | 20 |
| 表 7: 公司盈利预测假设条件 | 21 |
| 表 8: 资本成本假设 | 21 |
| 表 9: 公司 FCFF 估值表 (单位: 百万元) | 21 |
| 表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元) | 22 |
| 表 11: 公司与可比公司对比 | 22 |
| 表 12: 可比公司估值情况 (截止 3 月 30 日) | 22 |

中国海诚：轻工工程设计咨询与总承包龙头

轻工工程国家队，业务遍布全球。中国海诚全称“中国海诚工程科技股份有限公司”，是轻工及相关行业提供工程设计咨询和工程总承包服务的大型综合性工程公司。公司由原国家轻工业部八家部属设计院经整体改制后于 2002 年合并成立，通过持续延伸全工程服务全产业链，为客户提供从咨询设计、采购研发、施工安装、项目运维等工程服务，工程项目覆盖全国各地及全球 60 多个国家和地区。

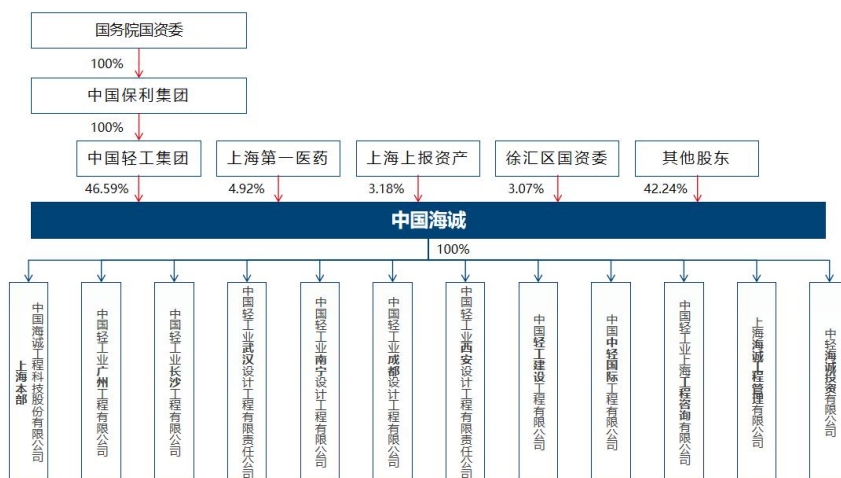
图1：中国海诚发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

背靠保利集团，股权结构集中。公司控股股东中轻集团持股 46.59%，中国轻工集团（简称“保利中轻”）是中国保利集团的全资子公司，中国海诚为保利集团旗下六大上市平台之一。保利中轻旗下有 4 家国家级行业研究院，是轻工行业的重要“智库”，共计主导制修订并发布 20 项国际标准。

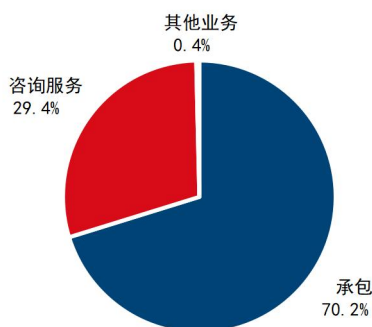
图2：中国海诚股权结构



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

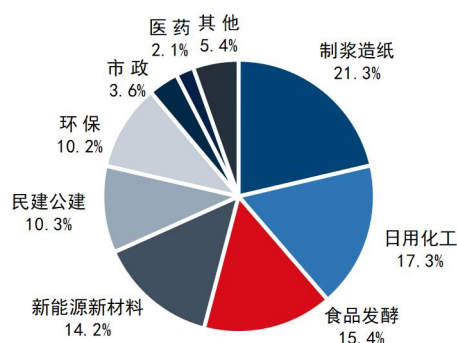
承包收入占7成，轻工工程占比过半。公司业务主要可分为承包和咨询服务两种模式，2023H1 公司承包业务实现收入 19.0 亿元，占比 70.2%，咨询服务业务实现收入 8.0 亿元，占比 29.4%。咨询服务中可分为设计/监理/咨询，分别实现收入 5.2/1.9/0.8 亿元，占比 19.3%/7.1%/3.0%。公司工程业务对应下游行业广泛，2023 年轻工行业（制浆造纸、日用化工、食品发酵）订单占比 54.1%，新能源/公民建/环保订单占比分别为 14.2%/10.3%/10.2%。

图3：2023H1 公司业务收入结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

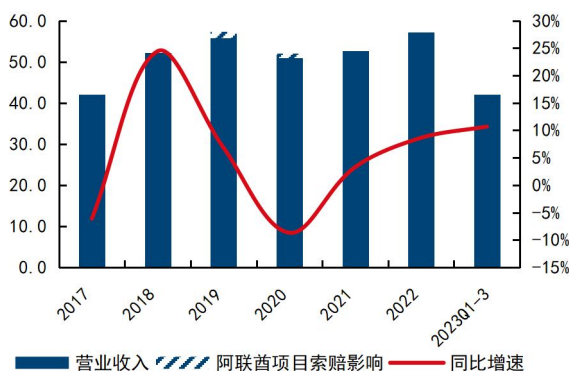
图4：2023 年公司新签订单结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

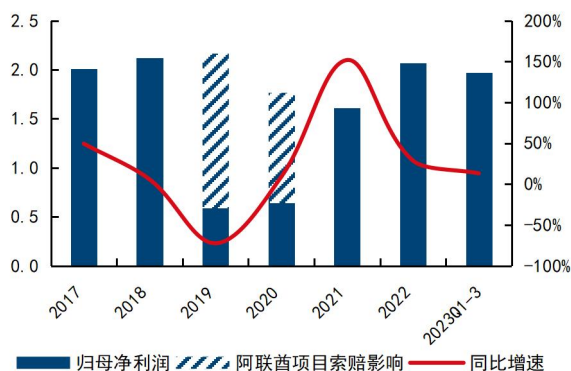
收入利润保持稳定，阿联酋项目影响消除后业绩重回正轨。近五年公司营业收入保持在 50-60 亿之间波动，净利润受阿联酋项目（2020 年公司在阿联酋的总包项目由于工程延期被业主索赔，导致 2019-2020 年收入和业绩减少。）和疫情影响，于 2019-2021 年出现阶段性下滑，随着阿联酋项目于 2020 年 7 月签订最终结算协议和 2022 年底疫情管控政策优化，公司经营业绩重新回归正常水平。

图5：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图6：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

海外风险事件后公司积极优化风险管控，加强总包业务管理。2016 年中国海诚子公司中轻国际与阿联酋 ITTIHAD 公司签订《年产 33 万吨文化纸工程》总承包合同，合同额 2.555 亿美元，计划工期 22 个月，实际完工确认日期为 2020 年 3 月，延期约 16 个月。2020 年 4 月公司支付 2235 万美元索赔款，2020 年 7 月公司与业主 ITTIHAD 公司签订结算协议，最终实际获得结算价款 2.086 亿美元，合同损失 4691 万美元，根据适用汇率，分别冲减 2019/2020 年利润 1.58/1.13 亿元人民币。2020 年公司领导班子调整，2021 年进行组织架构调整，分设为总部与上海本部，设立

风险管理中心和海外市场管理中心。公司经过一系列调整后，预计总包管理能力和风险管控能力将得到有效提升。

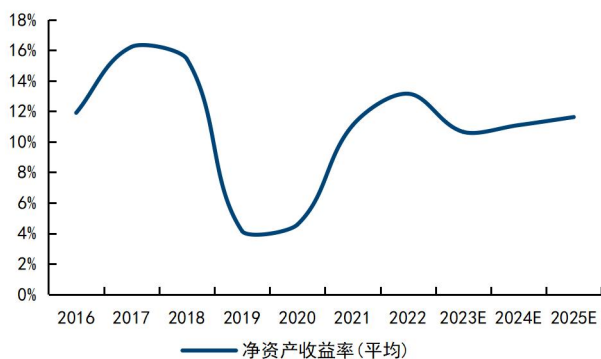
图7：公司阿联酋项目事件始末



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

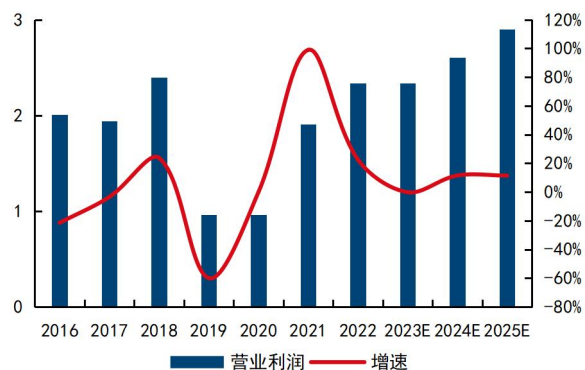
股权激励目标引导盈利能力稳健增长。2022年8月公司发布完整的股权激励计划，激励对象共计不超过84人，约占公司2022年上半年末员工总数4,767人的1.76%。包括董事、高级管理人员以及其他重要管理人员和核心业务骨干。业绩考核目标为2023/2024/2025年分别实现净资产收益率不低于10.65%/11.09%/11.62%，以2021年为基准，实现营业利润复合增速10.58%/10.88%/11.00%。

图8：股权激励计划下目标ROE变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图9：股权激励计划下营业利润增长目标（单位：亿元，%）



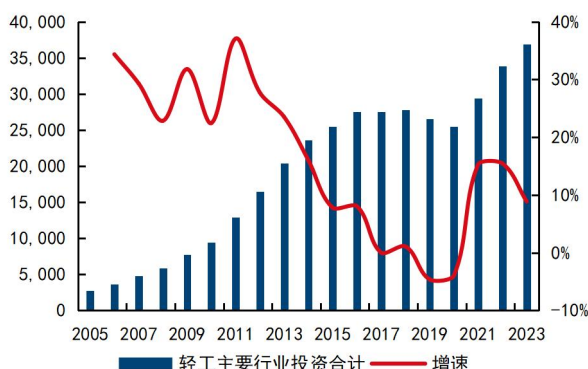
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

行业：国内轻工投资降速，海外景气度回升

国内：轻工业高速增长后进入产能去化周期

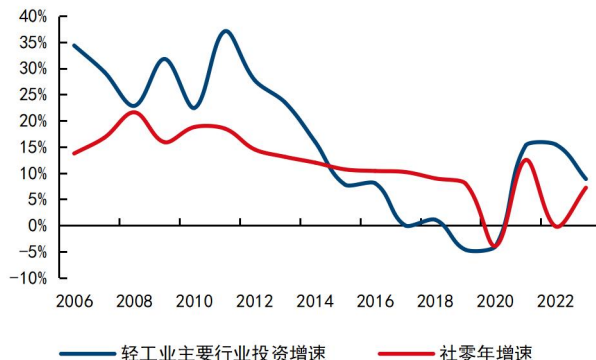
轻工工程下游分布广泛，近三年投资显著回升。轻工工程下游行业分布广泛，主要包括制浆造纸、食品发酵、烟草、制糖、日化、制盐及盐化工、皮革制品、家电电子及日用机械等行业，其中对工程专业化程度较高的主要为食品发酵、造纸印刷、日用化工、烟草四个行业。随着中国城镇化率突破 60%，社零增速逐渐趋缓，轻工业中上述四个主要行业行业投资自 2017 年后有所下滑，2021 年受益于疫后消费复苏和出口景气，轻工企业资本开支显著回暖，近三年投资额复合增长率达到 13.2%，2023 年四个行业投资额合计达到 3.69 万亿元。

图10：轻工主要行业投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：轻工业主要行业投资增速和社零增速对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进入库存去化周期，预计轻工业投资短期放缓。基于疫情期间海外需求增长和对国内需求修复的预期，造纸行业 2021 年起投资快速增长，预计 2024 年起将进入新一轮产能去化周期。供给端产能增加，需求端外需下滑，内需缓慢修复的背景下，纸制品价格拐点可能延后出现。食品制造业需求端更多依赖内需，2023 年下半年食品制造业 PPI 下滑趋势有所放缓，库存增速放缓，进入主动去库阶段。因此未来几年行业同时面对需求弹性偏低和供给增加，预计企业资本开支倾向下降，投资将明显降速。

图12：造纸行业产成品存货和 PPI 同比变动（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

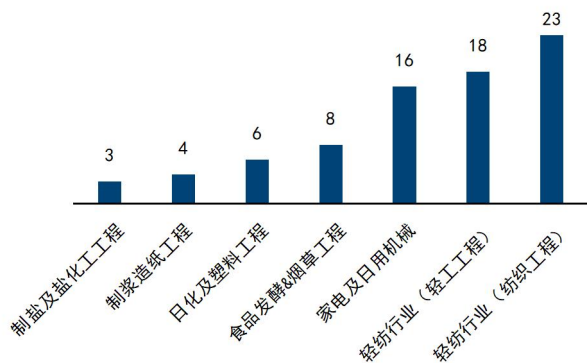
图13：食品制造业产成品存货和 PPI 同比变动（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

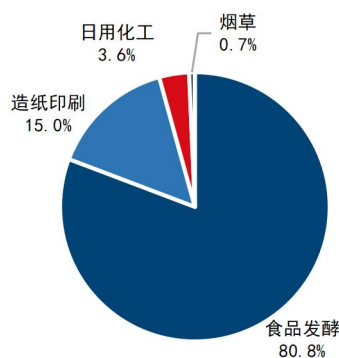
轻工工程建安投资大约占 6 成，细分赛道专业化强。根据历史数据经验，在轻工业固定资产投资中设备投资大约占 4 成，建筑安装工程投资大约占 6 成，约合 2.2 万亿元。从建筑设计企业资质上可以看出轻工工程细分赛道专业性较强：全国“工程设计建筑行业（建筑工程）甲级”资质超过 3000 家，而制盐及盐化工/制浆造纸/日化及塑料/食品发酵工程设计甲级资质仅 3/4/6/8 家。从建安市场规模看，食品发酵行业投资规模最大，2023 年占比 80%，造纸、盐化工次之，分别占 15.0% 和 3.6%。

图14：轻工工程设计各行业甲级资质企业数量（单位：家）



资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

图15：轻工主要行业投资结构占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外：海外景气度回升，国际工程持续回暖

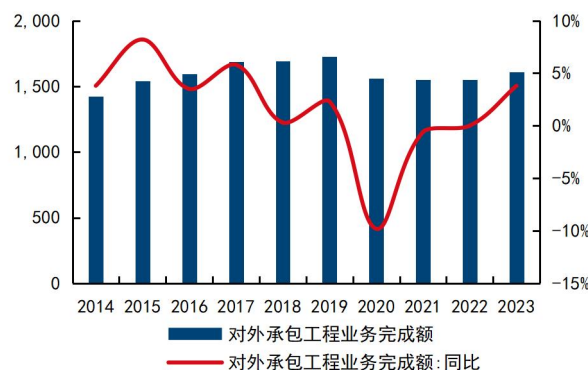
2023 年海外工程订单和营收持续回暖。2023 年对外承包工程新签合同 2645 亿美元，同比+4.5%，业务完成额 1609 亿美元，同比+3.8%，二者均实现 2020 年以来最高增速，其中业务完成额首次实现增速回正。2023 年随着疫情管控正常化，海外商务活动重回正轨，工程存量订单加速履约，推动国际工程企业新签订单和收入业绩持续复苏。

图16：对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind，商务部，国信证券经济研究所整理

图17：对外承包工程完成额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind，商务部，国信证券经济研究所整理

重点海外市场经济恢复明显，基础设施发展需求增加。“一带一路”沿线重点国家疫后经济持续恢复，投资需求持续增长，越南 2023 年国内投资总额达到 3428 万亿越南盾（合人民币约 1 万亿元），同比+22.5%。2023 年一带一路基础设施发展指数为 118 点，达到 2020 以来最高值，菲律宾、马来西亚、越南等东南亚国家

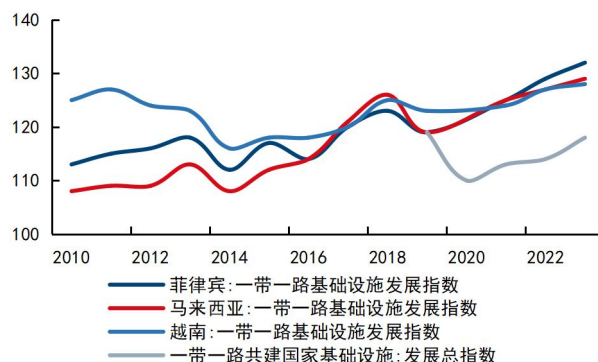
基础设施发展指数显著高于总指数，反映基础设施投资需求旺盛。

图18: 越南国内投资及增速（单位：十亿越南盾，%）



资料来源: Wind, 越南统计局, 国信证券经济研究所整理

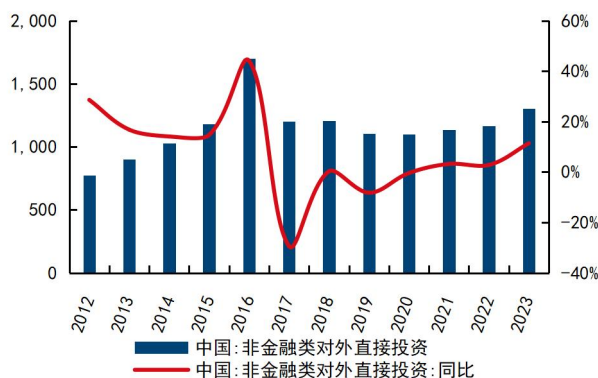
图19: 一带一路国家基础设施发展指数（单位：点）



资料来源: Wind, 中国对外承包工程商会, 国信证券经济研究所整理

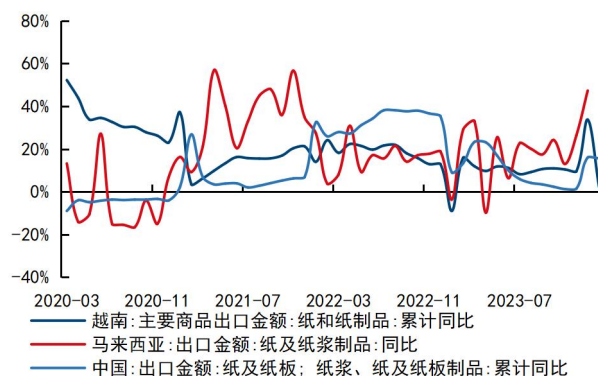
产业转移有望持续带动新兴市场国家建设需求。由于中国国内去库存压力相对较大，人力成本持续上升，企业对外投资快速增长，2023 年中国非金融类对外直接投资 1301 亿美元，同比+11.4%。一带一路沿线部分国家同时具备地理交通优势和劳动力成本优势，有望承接中国的产能溢出。产能转移将带动承接国经济增长，释放基建和工业化建设需求。

图20: 中国非金融对外直接投资及增速（单位：亿美元，%）



资料来源: Wind, 商务部, 国信证券经济研究所整理

图21: 2023H2 中国纸制品出口增速下滑同时东南亚国家纸制品出口提速（单位：%）



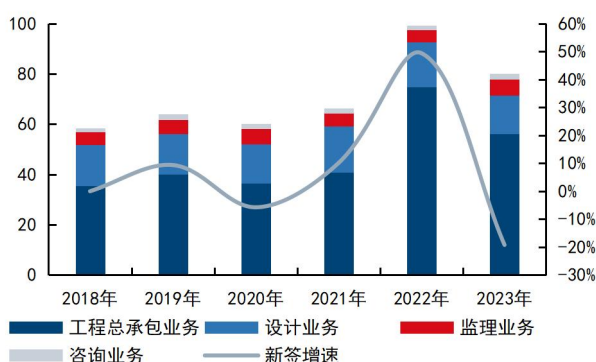
资料来源: Wind, 联合国贸易和发展会议, 国信证券经济研究所整理

公司：龙头优势稳固，总包转型驱动增长

轻工工程龙头，品牌和资源优势稳固

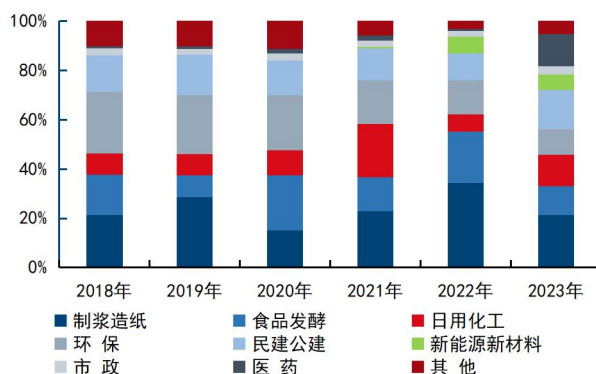
新签合同稳健，新兴领域订单初见规模。2023 年公司实现新签合同额 80.2 亿元，同比-19.2%，新签合同下滑主要是受到上年高基数的影响。2021 年以前公司新签合同相对稳定，公司组织架构调整后工程总包合同增长显著，成为新签合同增长的主要推动力，2023 年新签订单规模站上 80 亿台阶。从订单下游行业看，2023 年传统轻工领域（造纸、食品、日化）订单占比 45.9%，新能源新材料/环保/医药新签订单分别占 6.2%/10.2%/12.8%。

图22：按业务模式分类新签金额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

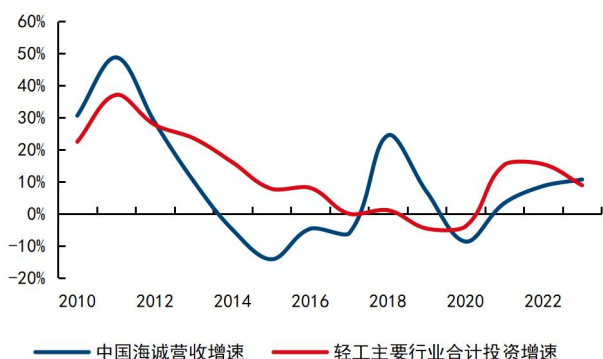
图23：按下游行业分类新签金额结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司收入受下游投资影响显著，设计咨询业务品牌优势稳固。公司作为轻工工程龙头，营收增速与行业投资增速相关性强，受益于行业投资回升，公司近年来营收实现较快速增长。公司在设计环节影响力强，根据公司官网援引《解放日报》报道，公司设计了国内超过 70%的轻工行业大中型项目，垃圾焚烧发电设计业务市场占有率超过 40%，按照轻工投资中 60%的建安投资占比和 1%的设计费率计算，公司设计业务市占率稳定在 10%左右。

图24：公司营收增速与轻工业投资增速相关性高（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：公司轻工设计收入及估算市占率（单位：亿元，%）

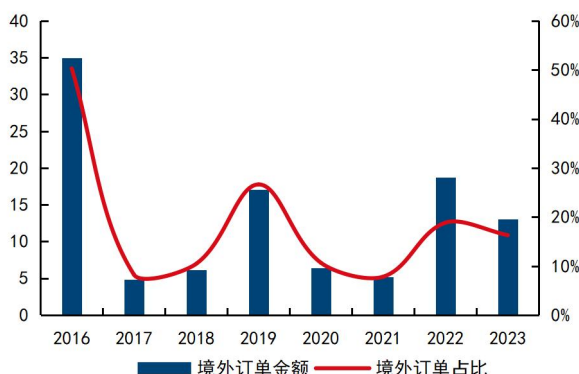


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外订单和收入占比尚有提升空间。2016 年海外订单曾达到 35 亿元人民币，在新签订单中占比超过 50%，主要受埃塞俄比亚 PVC 项目和阿联酋 ITTIHAD 文化纸

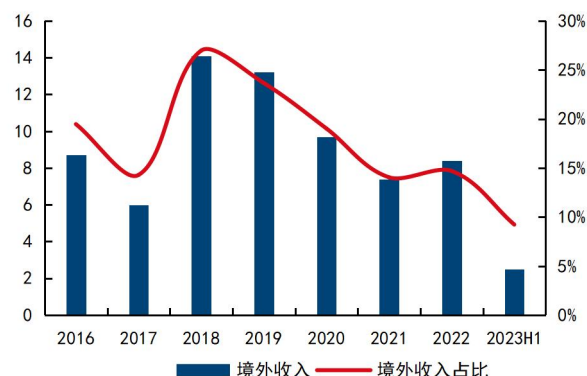
项目合计 4.66 亿美元的大订单驱动。2023 年公司海外新签合同 13.1 亿元，占比 16.3%，尚有较大提升空间。

图26: 公司海外订单金额及海外订单占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 公司海外营收及占比 (单位: 亿元, %)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

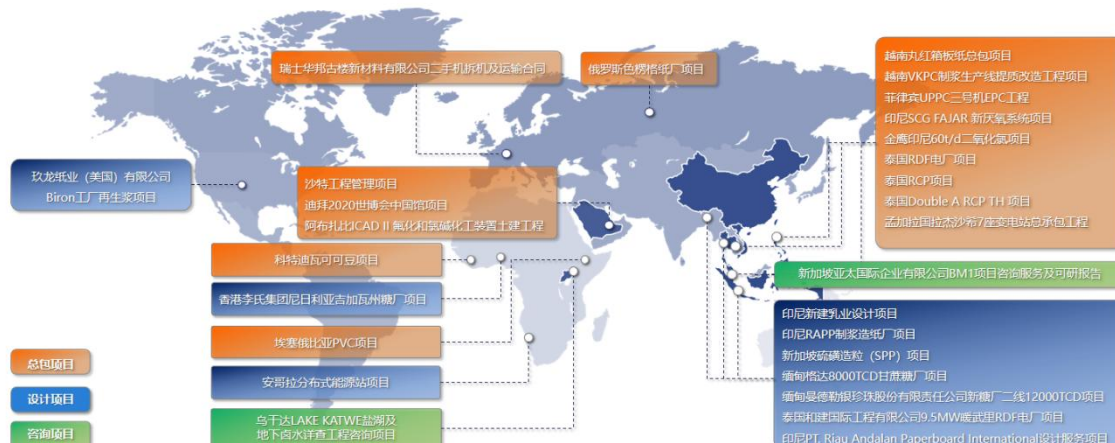
与国内外大型企业长期合作，有望跟随客户出海布局。公司积极拓展海外市场，海外工程项目集中在东南亚、中亚、中东、非洲等一带一路地区，同时在美国、瑞士、新加坡等发达国家地区也有业务布局。公司主要合作伙伴中不乏如伊利、百威、金光集团、宝洁、费列罗等国内外跨国企业，受益于海外需求增长，公司有望跟随客户“借船出海”承接海外项目。

图28: 公司各下游行业主要客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：公司海外项目一览



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

加快推进总包转型，改革红利有望持续释放

工业 EPC 项目壁垒更高，利润空间更大。工程总承包模式即设计-采购-建造模式（EPC, Engineering-Procurement-Construction），相较于设计-招标-施工的传统模式（DB, Design and Build），总承包商负责工程项目整体的设计方案、工期、设备采购安装、质量控制，具有技术难度更高、管理难度更高、利润空间更大的特点。EPC 模式一般适用于大型工业类投资项目，这类工程设备和材料占总投资比例高，采购过程长，很多设备需要单独订制，甚至需要设计并制造全新的设备，业主对工程可靠性和工期敏感性高，而对价格相对不敏感，因此需要具有较强专业技术的设计单位统筹项目的设计、采购、施工全过程并分担项目实施期间的部分风险，相应的 EPC 模式能够给承包商带来更大的利润空间。

表1：工程总承包（EPC）与传统“设计-建造”模式（DB）的对比

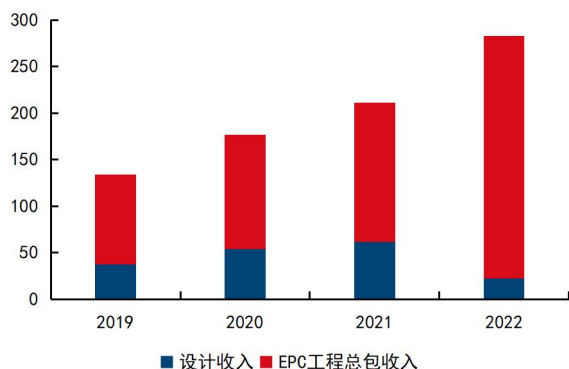
| 对比要素 | 传统模式 | EPC 模式 |
|--------------|--------------------------|-----------------------------|
| 适用范围 | 房屋建筑工程和土木工程适用范围广泛 | 规模较大的工业投资项目，如石油、化工、电站等 |
| 主要特点 | 设计、采购、施工交由不同的承包商承担，按顺序进行 | EPC 总承包商承担设计、采购和施工任务，有序交叉进行 |
| 设计的主导作用 | 难以充分发挥 | 能充分发挥 |
| 设计采购施工之间的协调 | 由业主协调，属外部协调 | 由总承包商协调，属内部协调 |
| 工程总成本 | 比 EPC 模式高 | 比传统模式低 |
| 设备采购和安装费/总成本 | 所占比例较低 | 所占比例较高 |
| 投资效益 | 比 EPC 模式差 | 比传统模式好 |
| 招标形式 | 主要采用公开招标 | 采用邀请招标或议标 |
| 承包商投标竞争 | 竞争性强 | 竞争性不足 |
| 风险承担方式 | 双方共同承担风险 | 主要由承包商承担风险 |
| 业主承担的风险 | 风险较大 | 风险较小 |
| 业主项目管理费用 | 较高 | 较低 |
| 承包商承担的风险 | 承担风险小 | 承担绝大部分风险 |
| 对承包商的专业要求 | 般不需要特殊的技术、设备 | 需要特殊的技术、设备，而且要求很高 |
| 承包商的利润空间 | 相对于 EPC 模式较小 | 相对于传统模式较大 |

资料来源：《EPC 总承包模式与传统模式之比较》¹，国信证券经济研究所整理

¹ 孟宪海, 次仁顿珠, 赵启. EPC 总承包模式与传统模式之比较[J]. 国际经济合作, 2004, (11): 49-50.

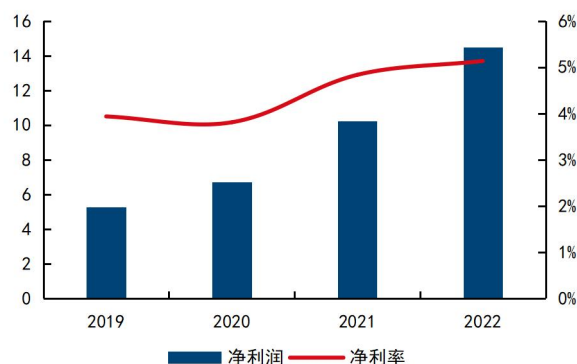
加速总包转型可推动收入和业绩双升。以中国中冶子公司中冶南方为例，2019-2022 年公司总包业务收入占比由 72%快速提升至 92%，同时期收入和业绩实现快速增长，2019-2022 年营收 CAGR+28.2%，业绩 CAGR+40.1%，净利率由 3.9% 提升至 5.1%。可以看到，工业建筑领域，即使企业身处成熟市场中，由设计向 EPC 模式转型仍然能够带动公司业绩快速成长。由于 EPC 模式具有低毛利高净利的特点，EPC 占比提升将有效会提升企业整体盈利能力。

图30: 中冶南方按业务模式分类营业收入（单位：亿元）



资料来源：中国勘察设计协会，国信证券经济研究所整理

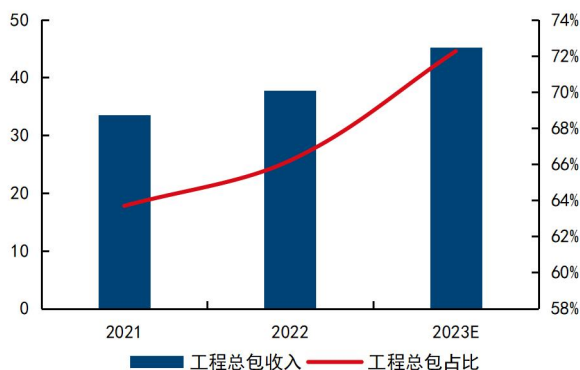
图31: 中冶南方净利润及净利率变化（单位：亿元，%）



资料来源：中国中冶年报，国信证券经济研究所整理

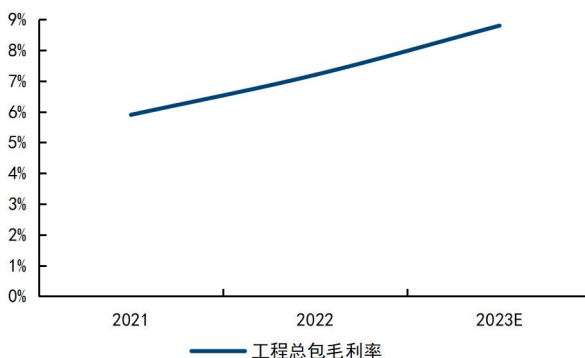
中国海诚积极推进组织架构变革，强化 EPC 营销和管理能力。2021 年起，公司调整组织架构，通过分设本部进一步明确总部功能定位，加强内部深层次的资源整合和融合，促进本部与各子公司间的合理分工与有效合作，充分整合营销资源，强化重大总承包项目的获取和履约能力。单独设立风险管理中心，加强总包业务的风险控制。

图32: 组织变革后公司总包收入快速提升（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图33: 组织变革后公司总包毛利率明显修复（单位：%）

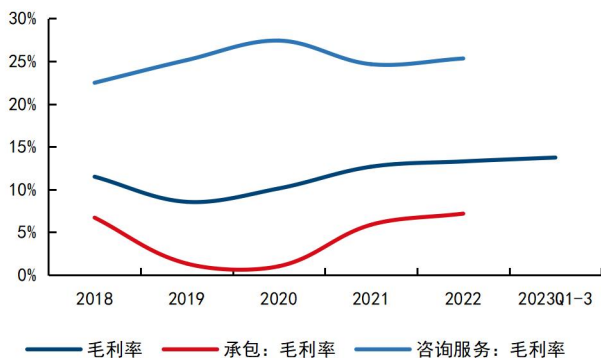


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

财务：轻资产+快周转，上下游议价能力突出

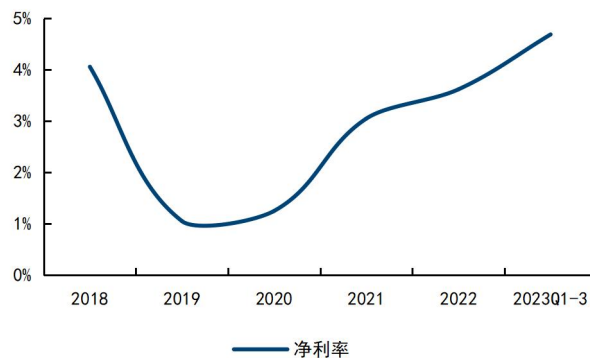
总承包业务盈利能力修复，带动利润率回升。2023 年前三季度，公司毛利率 13.7%，较上年同期提升 1.0pct，较 2022 年全年提升 0.4pct，净利率 4.7%，较 2022 年同期提升 0.1pct，较 2022 年全年提升 1.1pct。公司盈利能力逐年修复，主因 2021 年后阿联酋项目影响消退，公司加强总承包管理，承包业务毛利率明显提升。

图34：公司毛利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

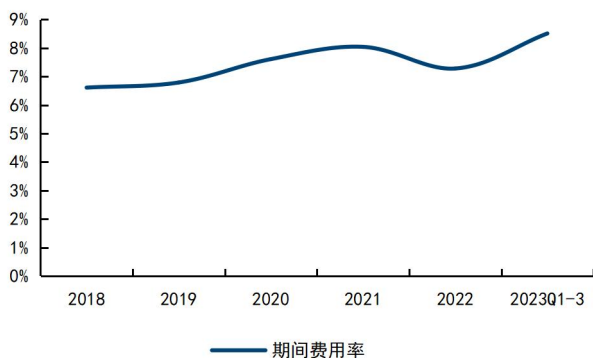
图35：公司净利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

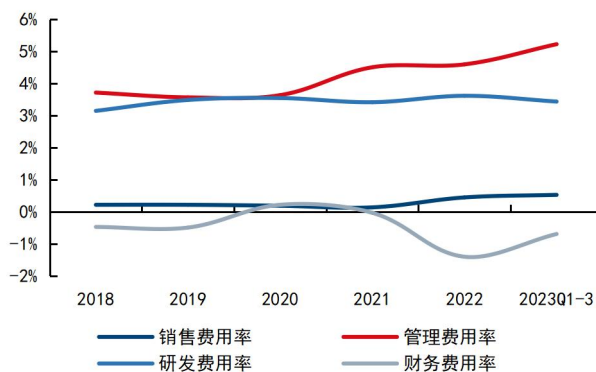
加快总包转型，管理费用率上行。2023 年前三季度公司期间费用率 8.5%，较上年同期上升 2.1pct，较 2022 年全年上升 1.2pct，主因管理费用率和销售费用率分别较上年同期上升 0.67pct/0.35pct，较 2022 年全年上升 0.63pct/0.08pct。公司进行组织架构调整，强化总部职能管控，疫情管控优化后加强营销力度，导致管理和销售费用率上升。

图36：公司期间费用率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

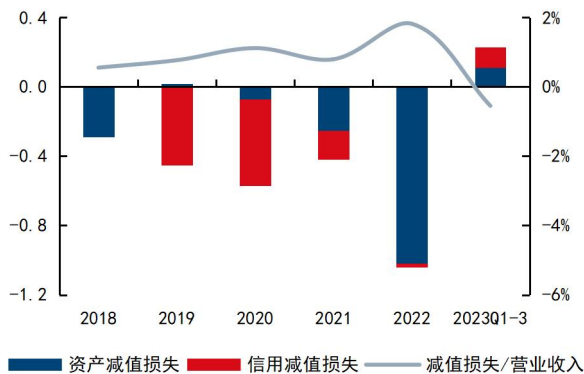
图37：公司各项费用率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

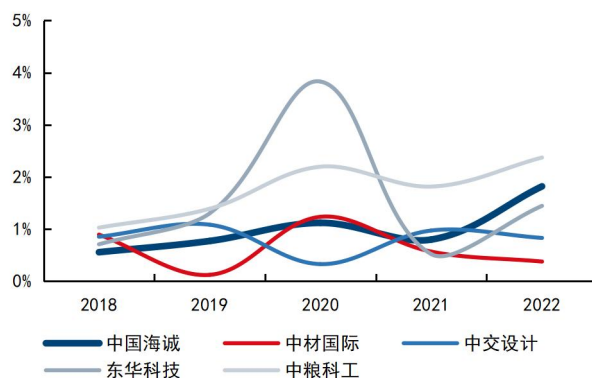
减值规模可控，2023 前三季度转回较多。公司减值主要由应收账款坏账减值和合同资产减值构成，随着总包业务占比持续提升，减值风险增加属于正常显现。2022 年公司减值规模为 1.04 亿元，占营业收入的 1.8%，接近行业平均水平。2023 年前三季度公司净转回减值 0.23 亿元，预计总体减值规模可控。

图38: 公司减值及减值对利润的影响 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

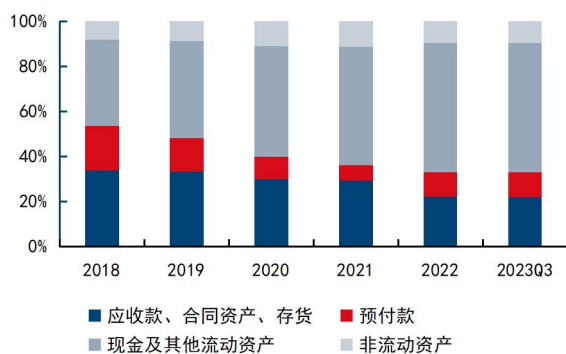
图39: 可比公司近五年减值金额占营收比例 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

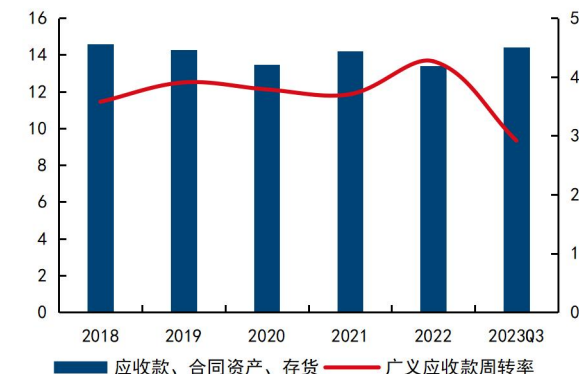
轻资产+快周转，经营效率保持较高水平。公司以轻资产模式运营，流动资产占总资产的比例保持在90%左右，其中现金及其他易变现的流动资产占比达到50%以上，应收账款规模占比持续下降。将应收票据及账款、合同资产、存货三项合并为“广义应收款”指标，则公司广义应收款近五年基本无增长，截至2023年Q3末，广义应收款规模14.42亿元，全年广义应收款周转率预计达到4以上。

图40: 公司资产结构变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

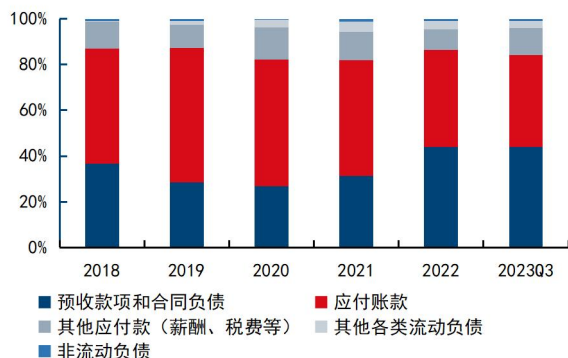
图41: 公司广义应收款规模及周转率 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

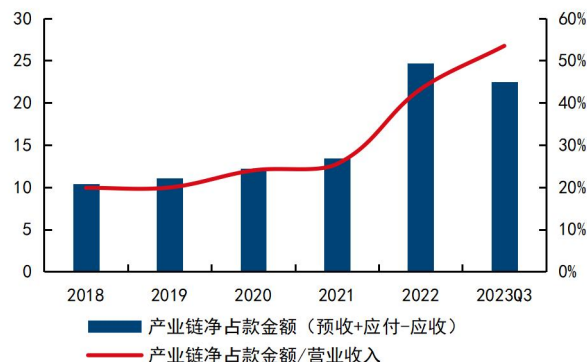
收款强势，上下游议价能力突出。公司负债主要以预收账款、合同负债、应付账款为主，三项合计占总负债的比例超过80%，带息债务占比不足1%，截至2023年Q3末，公司应付账款17.7亿元，预收账款19.22亿元。在工程项目启动时，公司总承包业务通常会收取10-15%的预收款，设计业务通常收取20%左右的预收款，高于行业平均水平，体现公司对下游客户在回款条件上较强的议价能力。随着公司加速推进总包转型，公司对上下游的占款金额（预收+应付-应收）大幅提升，较大的占款规模能够便于公司控制合同风险，降低自有资金占用，提升运营效率。2022年末公司在手应付账款18.52亿元，其中1年以上账期的仅0.65亿元，占比3.5%，应付账款账龄较短，其中大部分应为正常履约过程中的待支付款项。

图42: 公司负债结构变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 公司产业链净占款及其与营收的比例 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 与同业相比公司预收比例较高, 结算节奏更快

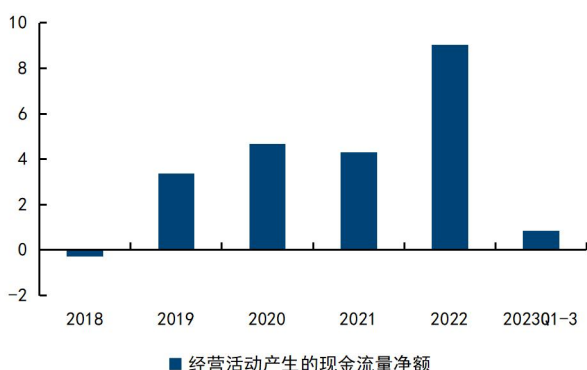
| 公司名称 | 工程承包业务结算方式 | 设计咨询业务结算方式 |
|------|--|---|
| 中国海诚 | <p>合同签订时, 支付合同总价的 10%-15%作为备料款; 合同进度款按月支付到已完工程量的 80%-90% (含备料款); 竣工结算时, 支付到竣工结算总价的 95%-97%; 质量保修期满一年时, 付清合同余款。</p> <p>工程总承包: 业主支付日期从监理工程师签署工程开工令的日期起计, 通常按 5 年分 10 次支付完毕, 每 6 个月为一个支付周期。每个周期内支付合同总额本金和同期利息的 10%。但业主支付累计金额不得超过公司实际完成累计金额, 相反, 如公司在某个支付周期内完成工程量超过合同总额的 10%, 则本次支付优先补足前期因工程量不足而少支付的部分, 同时考虑当期支付。如业主实际支付额与公司应得数额发生偏差时, 偏差额在支付的最后两个周期内按实调整支付数量。同时双方约定允许业主提前支付。</p> <p>其他工程承包合同: 工程开工后按当年计划完成建安工程量的 10%支付动员预付款, 在建阶段支付至工程进度款的 65%, 主体结束交工验收后计算至工程进度款的 80%, 竣工决算审计经市财政审核后计算至 95%, 缺陷责任期满计算至 100%。</p> | <p>设计合同签订生效后, 即要求业主支付 20%左右的定金, 在项目初步设计结束时, 要求业主累计付款达到合同金额的 50%, 而按照中国建筑设计协会制定的建筑设计行业管理标准, 该阶段工作量占整个设计阶段工作量的 30%左右。</p> |
| 苏文科 | 未查阅到公开披露信息 | 未查阅到公开披露信息 |
| 勘设股份 | 未查阅到公开披露信息 | <p>合同生效后, 客户支付合同金额的 10%左右; 初步设计后, 客户支付至 40%左右; 施工图设计文件经业主或者上级主管部门审查、修改批准后支付合同总价的 70%左右; 交工验收后支付至合同总价的 90%左右; 余款作为质量保证金在工程竣工验收、审计后支付。</p> |
| 设计总院 | 未查阅到公开披露信息 | <p>合同签署后支付签约合同价 5%-10%左右为预付款, 初步设计文件批准后支付至签约合同价的 30%左右, 施工图设计文件批准后支付至签约合同价的 70%左右, 工程交工验收后, 支付至签约合同价款的 90%左右, 竣工后一段时间内结清全部款项。</p> <p>初步设计业务合同一般约定付款进度为: 初步设计合同生效后, 客户支付合同金额的 10%左右; 初测外业结束后, 客户支付至 40%左右; 初步设计成果提交或审查完成后 (大多以初审完成作为支付节点), 客户支付至 70%左右; 初步设计成果根据审查意见修改完善并得到客户及政府部门批准后支付全款。施工图设计业务合同约定付款进度为: 施工图设计合同生效或者作为初步设计的后续工作开始施工图设计时, 客户支付合同金额的 10%左右; 定测外业结束后, 客户支付至 20%左右; 提交施工图设计文件并经客户组织审查完成后, 客户支付至 80%左右; 工程项目交工验收后, 客户支付至 90%左右; 工程项目竣工验收后, 客户结清全部款项。</p> |
| 中设集团 | 未查阅到公开披露信息 | <p>主要按照工程设计或咨询的进度分阶段与业主方进行结算并在业务合同中约定清晰。以工程设计业务为例, 一般而言, 第一次收费是在合同生效后半个月至一个月以内, 一般收取合同总金额的 20%左右作为项目预收款; 第二次收费是在提交的方案设计文件通过业主方审查后, 一般收取合同总金额的 20%作为项目进度款; 第三次收费一般是在提交全部详细设计文件并通过审查后, 收取合同总金额的 50%至 55%作为项目进度款; 最后在项目竣工验收后的一个月或者项目投产后 6-12 个月内支付合同的剩余款项, 比例一般为 5%至 10%之间。</p> |
| 中国中元 | <p>(1) 工程承包、分包按照合同和已完工程量向业主办理工程结算。标的公司一般在合同正式签订后的一段时间内收取 10%至 15%的项目预收款; 在后续的项目建设过程中, 主要根据合同具体约定按月或按季申请工程进度结算并收款, 一般在工程竣工后业主支付到合同总价款的 90%左右, 在工程竣工并结算审计后业主方一般会支付到合同价款的 95%, 最后预留合同总价款的 5%作为工程质保金, 一般会在正常运行 12 个月支付。(2) 成套设备供货标的公司按照合同要求进度与业主进行结算。一般正式合同签署后, 收取合同总价款 30%的项目预付款, 主体设备到</p> | |

达项目现场后收取合同总价款的 30%的作为项目进度款，安装调试验收完成后，收取合同总价款的 30%，剩余 10%作为质保金，在 1-3 年质保期后完成收取。

资料来源：《中工国际发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，国信证券经济研究所整理

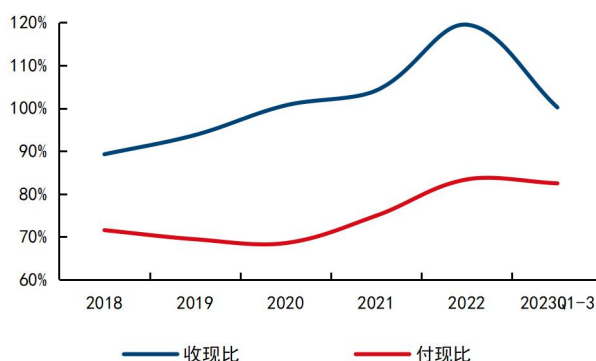
收付现比差值保证现金流充沛。公司收入增长稳定，项目履约周期较短，过往收现比维持在 100%左右，近两年收入增速提升，预收款增加，收现比有所提升，而付现比维持在 75%的较低水平。收现比与付现比稳定的差值保证了公司健康的经营性现金流，体现公司较强的收款能力和对分包商较强的占款能力。

图44: 公司经营活动产生的现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

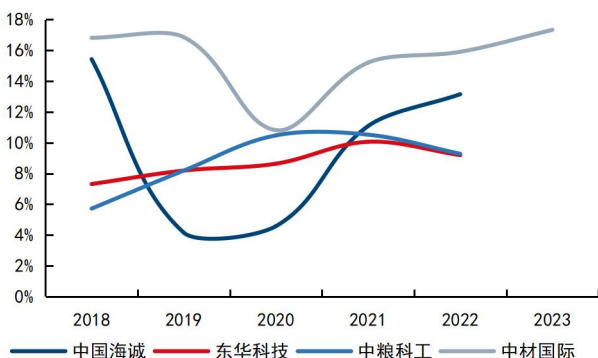
图45: 公司收现比与付现比变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

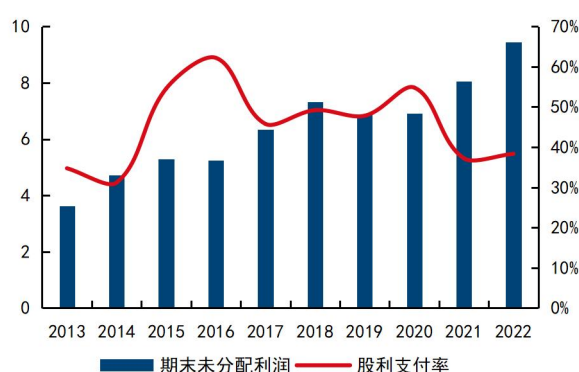
利润留存拖累 ROE，分红比率有提升空间。2022 年公司 ROE 为 13.15%，在阿联酋事件影响消退后，公司 ROE 快速恢复至行业较好水平。2023 年 Q3 末，公司在手货币资金 37.21 亿元，未分配利润 10.62 亿元，公司近十年累计分红比率 44.6%，考虑到公司较好的流动性情况和相对稳定的业绩增速，利润留存比率偏高而再投资效率偏低，对 ROE 分母端形成拖累。长期维度看，公司存在向央企控股股东加大分红力度的动力，若后续分红率提升，公司 ROE 存在较大上行空间。

图46: 公司与可比公司 ROE（平均）变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47: 公司期末未分配利润和股利支付率（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

营业收入预测

假设 2023-2025 年公司主营业务收入为 81.99/68.19/79.36 亿元，同比 +43.34%/-16.84%/+16.39%；其中总承包收入 63.39/49.85/60.11 亿元，同比 +67.69%/-21.36%/20.59%；咨询服务收入 18.50/18.24/19.15 亿元，同比 -4.12%/-1.43%/+5.00%。

以上测算结果基于两点核心假设：1) 当年收入中 90%由上年订单结转形成，10%由当年订单结转形成；2) 公司加快推进总包转型，部分咨询服务订单转化为总包模式，预计 2024/2025 年总包新签订单+20%/+25%，咨询服务订单+5%/+5%。

表3: 公司营业收入预测（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 总承包新签订单 | 39.98 | 36.62 | 40.83 | 74.75 | 56.20 | 67.44 | 84.30 |
| 增速 | | -8.41% | 11.50% | 83.09% | -24.81% | 20.00% | 25.00% |
| 总承包收入 | 38.8 | 33.4 | 33.5 | 37.8 | 63.39 | 49.85 | 60.11 |
| 增速 | | -13.92% | 0.30% | 12.84% | 67.69% | -21.36% | 20.59% |
| 咨询服务新签订单 | 24.02 | 23.69 | 25.61 | 24.48 | 23.96 | 25.15 | 26.41 |
| 增速 | | -1.36% | 8.10% | -4.42% | -2.13% | 5.00% | 5.00% |
| 咨询服务收入 | 16.70 | 17.40 | 19.10 | 19.30 | 18.50 | 18.24 | 19.15 |
| 增速 | | 4.19% | 9.77% | 1.05% | -4.12% | -1.43% | 5.00% |
| 其他业务 | 0.30 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 新签订单合计 | 64.00 | 60.31 | 66.44 | 99.23 | 80.16 | 92.59 | 110.71 |
| 新签订单增速 | | -5.76% | 10.16% | 49.36% | -19.22% | 15.52% | 19.57% |
| 收入合计 | 55.80 | 50.90 | 52.70 | 57.20 | 81.99 | 68.19 | 79.36 |
| 收入增速 | | -8.78% | 3.54% | 8.54% | 43.34% | -16.84% | 16.39% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

毛利率预测

假设 2023-2025 年公司主营业务毛利率为 14.15%/15.71%/15.03%，公司毛利润为 11.60/10.71/11.93 亿元，同比+30.41%/-7.69%/+11.37%。**核心假设：**假设公司总承包、咨询服务、其他业务毛利率保持不变，由于总包业务收入占比变化，短期整体毛利率波动，长期毛利率下降。

表4: 公司毛利率预测（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总承包 | 1.30% | 1.00% | 5.90% | 7.20% | 8.80% | 8.80% | 8.80% |
| 咨询服务 | 25.10% | 27.40% | 24.70% | 24.90% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 其他业务 | 20.00% | 37.40% | -7.60% | 81.50% | 37.00% | 37.00% | 37.00% |
| 整体毛利率 | 11.82% | 13.48% | 15.74% | 15.56% | 14.15% | 15.71% | 15.03% |
| 毛利润 | 6.59 | 6.86 | 8.29 | 8.90 | 11.60 | 10.71 | 11.93 |
| 毛利增速 | | 4.09% | 20.86% | 7.28% | 30.41% | -7.69% | 11.37% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

费用和减值预测

假设 2023-2025 年公司管理费用率由于总包收入占比提升较 2022 年略有上升, 之后保持不变, 研发/销售费用率维持在 2022 年水平。资产减值损失和信用减值损失与营收规模变化正相关。

表5: 公司费用率及减值预测 (单位: 亿元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 管理费用率 | 3.46% | 4.31% | 4.39% | 4.49% | 4.49% | 4.49% |
| 研发费用率 | 3.55% | 3.42% | 3.62% | 3.62% | 3.62% | 3.62% |
| 销售费用率 | 0.19% | 0.14% | 0.45% | 0.45% | 0.45% | 0.45% |
| 资产减值损失 | -0.07 | -0.25 | -1.02 | -0.82 | -0.68 | -0.79 |
| 信用减值损失 | -0.50 | -0.17 | -0.02 | -0.16 | -0.14 | -0.16 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 81.99/68.19/79.36 亿元, 归属母公司净利润 3.17/3.63/3.71 亿元, 归母净利增速分别为 +52.8%/+14.6%/+2.2%。每股收益 2023-2025 年分别为 0.74/0.85/0.87 元。

表6: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5265 | 5720 | 8198 | 6818 | 7936 |
| 营业成本 | 4598 | 4960 | 7038 | 5747 | 6743 |
| 销售费用 | 7 | 26 | 37 | 31 | 36 |
| 管理费用 | 237 | 263 | 371 | 309 | 359 |
| 研发费用 | 180 | 207 | 297 | 247 | 287 |
| 财务费用 | (1) | (80) | (60) | (65) | (66) |
| 营业利润 | 191 | 234 | 386 | 443 | 452 |
| 利润总额 | 190 | 227 | 386 | 443 | 452 |
| 归属于母公司净利润 | 161 | 207 | 317 | 363 | 371 |
| EPS (元/股) | 0.39 | 0.48 | 0.74 | 0.85 | 0.87 |
| ROE | 11% | 13% | 17% | 18% | 16% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 13.71-15.54 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 13.71-17.65 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表7: 公司盈利预测假设条件

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | -8.68% | 3.30% | 8.63% | 43.34% | -16.84% | 16.39% | 15.00% | 10.00% |
| 营业成本/营业收入 | 89.87% | 87.33% | 86.71% | 85.85% | 84.29% | 84.97% | 84.97% | 84.97% |
| 管理费用/营业收入 | 3.46% | 4.31% | 4.39% | 4.49% | 4.49% | 4.49% | 4.49% | 4.49% |
| 研发费用/营业收入 | 3.55% | 3.42% | 3.62% | 3.62% | 3.62% | 3.62% | 3.62% | 3.62% |
| 销售费用/销售收入 | 0.19% | 0.14% | 0.45% | 0.45% | 0.45% | 0.45% | 0.45% | 0.45% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.41% | 0.51% | 0.41% | 0.41% | 0.41% | 0.41% | 0.41% | 0.41% |
| 所得税税率 | 32.69% | 15.42% | 8.64% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 股利分配比率 | 44.50% | 21.81% | 28.90% | 35.00% | 40.00% | 50.00% | 60.00% | 70.00% |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表8: 资本成本假设

| | | | |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.1 | T | 18.00% |
| 无风险利率 | 2.35% | Ka | 12.25% |
| 股票风险溢价 | 9.00% | 有杠杆 Beta | 1.10 |
| 公司股价(元) | 10.16 | Ke | 12.27% |
| 发行在外股数(百万) | 428 | E/(D+E) | 99.77% |
| 股票市值(E, 百万元) | 4351 | D/(D+E) | 0.23% |
| 债务总额(D, 百万元) | 10 | WACC | 12.25% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率(10年后) | 0.5% |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得出公司每股价值为 15.37 元。

表9: 公司 FCFF 估值表(单位:百万元)

| | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | TV |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT | 421.8 | 456.6 | 478.0 | 550.1 | 605.3 | |
| 所得税税率 | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | |
| EBIT*(1-所得税税率) | 345.9 | 374.4 | 392.0 | 451.1 | 496.4 | |
| 折旧与摊销 | 39.7 | 44.2 | 47.5 | 50.8 | 54.2 | |
| 营运资金的净变动 | 942.7 | (659.8) | 474.0 | 463.0 | 355.1 | |
| 资本性投资 | (51.0) | (51.0) | (51.0) | (51.0) | (51.0) | |
| FCFF | 1,277.2 | (292.3) | 862.5 | 913.9 | 854.7 | 7310.0 |
| PV(FCFF) | 1,137.8 | (232.0) | 609.8 | 575.7 | 479.6 | 4000.3 |
| 核心企业价值 | 6,571.3 | | | | | |
| 减:净债务 | (10.3) | | | | | |
| 股票价值 | 6,581.6 | | | | | |
| 每股价值 | 15.37 | | | | | |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析，综合得出合理每股价值区间为 13.71–17.65 元。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元）

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------------------|-------|---------|-------|--------|-------|-------|
| | | 11.3% | 11.8% | 12.25% | 12.8% | 13.3% |
| 永续 增长 率变 化 | 1.5% | 17.65 | 16.76 | 15.95 | 15.22 | 14.55 |
| | 1.0% | 17.25 | 16.41 | 15.65 | 14.95 | 14.31 |
| | 0.5% | 16.89 | 16.10 | 15.37 | 14.70 | 14.09 |
| | 0.0% | 16.56 | 15.81 | 15.11 | 14.48 | 13.89 |
| | -0.5% | 16.26 | 15.54 | 14.88 | 14.27 | 13.71 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：12.58–15.54 元

选取各工业领域设计和总承包龙头企业作为可比公司：电子工程设计和总承包龙头太极实业、粮油工程设计和总承包龙头企业中粮科工、化工工程设计和总承包龙头企业东华科技。其与公司的可比性在于，可比公司虽然与中国海诚面向不同的下游行业，但商业模式与公司类似：均以设计牵头的工程总包为业务主体，在各自的细分专业领域有较强的品牌力和影响力。

与可比公司相比，公司下游行业估值相对偏低（轻工制造板块市盈率中位数 22.66x），总承包收入占比较太极实业、东华科技仍有提升空间，总承包毛利率高于太极实业，低于中粮科工和东华科技。公司应收账款和合同资产与营收的比值显著低于可比公司，反映公司对上下游的占款能力更强，现金流稳定性更强。

表11: 公司与可比公司对比

| 公司名称 | 下游领域 | 下游主要行业市盈率中位数 | 总承包收入占比 | 总承包毛利率 | 应收账款/营业收入 | 合同资产/营业收入 |
|------|----------|------------------------|---------|--------|-----------|-----------|
| 太极实业 | 电子、医药、光伏 | 34.80 (801080.SL 电子) | 78.6% | 1.9% | 14.0% | 16.1% |
| 中粮科工 | 粮油、仓储、物流 | 28.00 (801010.SL 农林牧渔) | 50.3% | 12.5% | 24.0% | 14.4% |
| 东华科技 | 化工、环保 | 18.93 (801140.SL 基础化工) | 94.5% | 11.3% | 15.2% | 37.5% |
| 中国海诚 | 造纸、日化、食品 | 22.66 (801140.SL 轻工制造) | 66.1% | 7.2% | 10.0% | 7.4% |

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

注：中粮科工的总包统计口径包含机电工程系统交付，中粮科工设备制造业务收入占比 25%左右，可能在一定程度上拉高了整体估值。

表12: 可比公司估值情况(截止 3 月 30 日)

| 公司简称 | 收盘价 | 市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 太极实业 | 6.75 | 142 | 0.38 | 0.49 | 17.76 | 13.78 |
| 中粮科工 | 9.36 | 48 | 0.39 | 0.49 | 24.10 | 19.10 |
| 东华科技 | 7.86 | 56 | 0.49 | 0.58 | 16.18 | 13.63 |
| 平均 | | | | | 19.35 | 15.50 |
| 中国海诚 | 10.38 | 48 | 0.74 | 0.85 | 13.75 | 11.99 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

可比公司 2023/2024 年平均预期市盈率为 19.35x/13.63x，高于中国海诚的 13.75x/11.99x。若给予中国海诚 2023 年 17x-21x 的市盈率，则公司总市值合理区间为 59.9-74.0 亿元，**相对估值法下目标股价 12.58-15.54 元。**

结合绝对估值法和相对估值法，公司每股合理估值区间为 13.71-15.54 元，较当前股价有 32.08%-49.71%的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是轻工工程设计和总承包龙头，收入利润保持稳定增长。公司品牌力和客户资源扎实，有望跟随客户出海布局，开拓海外市场，同时公司加快推进总承包转型，有望充分发挥公司设计环节的专业优势，提升业务规模和盈利能力。预测公司 2023-2025 年归母净利润 3.17/3.63/3.71 亿元，每股收益 0.74/0.85/0.87 元，对应当前股价 13.75/11.99/11.74x。**结合绝对估值法和相对估值法，公司合理每股价值区间为 13.71-15.54 元，较当前股价有 32.08%-49.71%的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 13.71-15.54 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了主观判断，因此存在估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.35%、风险溢价 9.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 0.5%，不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司，但公司自身业务仍然具有一定的特殊性，可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测 2024/2025 年总包新签订单+20%/+25%，咨询服务订单+5%/+5%，存在订单增长不及预期的风险；
- ◆ 我们假设公司总承包、咨询服务、其他业务毛利率保持不变，存在市场竞争加剧，毛利率下行的风险；
- ◆ 我们假设 2023-2025 年公司费用率维持稳定，存在员工工资等成本上升快于收入增速，导致费用率上行的风险；
- ◆ 我们假设资产减值损失和信用减值损失与营收规模变化正相关，存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

宏观经济形势变化的风险

全球和国内经济增长的不确定性可能影响公司下游领域的投资意愿和投资能力。国际局势可能影响中国轻工业企业的出海投资进程，可能提升公司海外业务开展，与当地企业竞争的难度。宏观经济环境变化可能导致人工成本、原材料价格、设备价格波动，增加公司成本控制的难度，影响公司利润率。

政策变化的风险

政府对轻工业领域的支持政策、环保法规、土地使用政策等的变化，可能影响公司项目的审批流程，进而影响公司工程项目工期、成本等。政府推动产业升级和转型的政策可能导致轻工工程领域技术标准和市场需求发生变化，公司需要不断加大研发和营销投入以维持竞争优势。

总承包转型进展不及预期的风险

2021 年起，公司调整组织架构，通过分设本部进一步明确总部功能定位，加强内部深层次的资源整合和融合，促进本部与各子公司间的合理分工与有效合作，充分整合营销资源，强化重大总承包项目的获取和履约能力。存在公司总包转型遭遇内外部阻力，各部门间协同难度大，各方利益难以平衡，导致总包订单获取不及预期，总包收入占比提升不急于，进而导致公司收入增长低于预期的风险。

海外经营风险

2016 年中国海诚子公司中轻国际与阿联酋 ITTIHAD 公司签订《年产 33 万吨文化纸工程》总承包合同，合同额 2.555 亿美元，计划工期 22 个月，实际完工确认日期为 2020 年 3 月，延期约 16 个月。2020 年 4 月公司支付 2235 万美元索赔款，2020 年 7 月公司与业主 ITTIHAD 公司签订结算协议，最终实际获得结算价款 2.086 亿美元，合同损失 4691 万美元，根据适用汇率，分别冲减 2019/2020 年利润 1.58/1.13 亿元人民币。公司过往存在海外项目延期交付导致被业主索赔的情况，虽然公司已经积极采取措施加强总承包管理能力，但未来公司总承包业务仍需要面对较大履约风险，存在海外项目盈利不及预期甚至亏损的风险。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 2539 | 3428 | 4565 | 4115 | 4769 | 营业收入 | 5265 | 5720 | 8198 | 6818 | 7936 |
| 应收款项 | 659 | 665 | 966 | 822 | 957 | 营业成本 | 4598 | 4960 | 7038 | 5747 | 6743 |
| 存货净额 | 6 | 2 | 4 | 3 | 4 | 营业税金及附加 | 27 | 24 | 34 | 28 | 33 |
| 其他流动资产 | 1122 | 1379 | 1976 | 1643 | 1912 | 销售费用 | 7 | 26 | 37 | 31 | 36 |
| 流动资产合计 | 4327 | 5479 | 7515 | 6588 | 7646 | 管理费用 | 237 | 263 | 371 | 309 | 359 |
| 固定资产 | 221 | 288 | 286 | 292 | 295 | 研发费用 | 180 | 207 | 297 | 247 | 287 |
| 无形资产及其他 | 56 | 61 | 60 | 58 | 57 | 财务费用 | (1) | (80) | (60) | (65) | (66) |
| 投资性房地产 | 269 | 233 | 233 | 233 | 233 | 投资收益 | 3 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 资产减值及公允价值变动 | (1) | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4873 | 6061 | 8093 | 7171 | 8234 | 其他收入 | (209) | (296) | (395) | (329) | (383) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 32 | 10 | 10 | 10 | 10 | 营业利润 | 191 | 234 | 386 | 443 | 452 |
| 应付款项 | 1707 | 1874 | 2656 | 2164 | 2541 | 营业外净收支 | (1) | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1587 | 2481 | 3527 | 2877 | 3376 | 利润总额 | 190 | 227 | 386 | 443 | 452 |
| 流动负债合计 | 3325 | 4366 | 6192 | 5052 | 5927 | 所得税费用 | 29 | 20 | 69 | 80 | 81 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 46 | 47 | 47 | 48 | 50 | 归属于母公司净利润 | 161 | 207 | 317 | 363 | 371 |
| 长期负债合计 | 46 | 47 | 47 | 48 | 50 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 3371 | 4413 | 6239 | 5099 | 5976 | 净利润 | 161 | 207 | 317 | 363 | 371 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (14) | 61 | 15 | 2 | 1 |
| 股东权益 | 1502 | 1648 | 1854 | 2072 | 2257 | 折旧摊销 | 30 | 32 | 40 | 44 | 48 |
| 负债和股东权益总计 | 4873 | 6061 | 8093 | 7171 | 8234 | 公允价值变动损失 | 1 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 财务费用 | (1) | (80) | (60) | (65) | (66) |
| 每股收益 | 0.39 | 0.48 | 0.74 | 0.85 | 0.87 | 营运资本变动 | 223 | 901 | 943 | (660) | 474 |
| 每股红利 | 0.08 | 0.14 | 0.26 | 0.34 | 0.43 | 其它 | 14 | (61) | (15) | (2) | (1) |
| 每股净资产 | 3.60 | 3.85 | 4.33 | 4.84 | 5.27 | 经营活动现金流 | 414 | 1137 | 1299 | (253) | 892 |
| ROIC | 13% | 19% | 23% | 22% | 21% | 资本开支 | 0 | (152) | (51) | (51) | (51) |
| ROE | 11% | 13% | 17% | 18% | 16% | 其它投资现金流 | 0 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 13% | 13% | 14% | 16% | 15% | 投资活动现金流 | 0 | (156) | (51) | (52) | (53) |
| EBIT Margin | 4% | 4% | 5% | 7% | 6% | 权益性融资 | (7) | 56 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 5% | 5% | 6% | 7% | 7% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 3% | 9% | 43% | -17% | 16% | 支付股利、利息 | (35) | (60) | (111) | (145) | (185) |
| 净利润增长率 | 152% | 29% | 53% | 15% | 2% | 其它融资现金流 | 22 | (29) | (0) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 69% | 73% | 77% | 71% | 73% | 融资活动现金流 | (55) | (93) | (111) | (145) | (185) |
| 股息率 | 0.8% | 1.4% | 2.5% | 3.3% | 4.3% | 现金净变动 | 359 | 889 | 1137 | (450) | 654 |
| P/E | 26.4 | 21.0 | 13.7 | 12.0 | 11.7 | 货币资金的期初余额 | 2181 | 2539 | 3428 | 4565 | 4115 |
| P/B | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 货币资金的期末余额 | 2539 | 3428 | 4565 | 4115 | 4769 |
| EV/EBITDA | 31.1 | 32.2 | 22.9 | 18.9 | 19.7 | 企业自由现金流 | 0 | 1001 | 1277 | (292) | 863 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 973 | 1326 | (239) | 917 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032