

建发合诚 (603909)

证券研究报告

2024年04月13日

受益股东协同与区域景气，增/存量业务奠基持续增长

海峡西岸经济区建设工程咨询行业龙头，首次覆盖给予“增持”评级

公司业务涵盖勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料六大板块，具备工程全生命周期技术服务能力。我们认为公司核心看点有：1) 依托建发体系资源，业务协同空间可期，23 年来自建发体系收入占比达 78.92%；2) 新签订单保持较快增长支撑公司业绩释放，21-23 年订单复合增速 250.23%，持续强化应收款管理，经营现金净流量连续两年增速超 100%；3) 产业链优势+海峡西岸区域景气，区域龙头将充分受益。我们预计公司 24-26 年归母净利润 0.85、1.08、1.27 亿元，认可给予公司 24 年 35 倍 PE，对应目标价为 11.4 元，给予“增持”评级。

股权转让融入建发体系，业务协同推动公司迅速扩张

2021 年公司完成控制权转让，厦门益悦成为公司控股股东。随后，在厦门市政府一系列鼓励建筑业高质量发展的政策下，公司通过承接建发体系及其他关联方投资建设项目的施工业务稳步拓展市场，实现与控股股东在业务层面的协同发展。2022-2023 年，建发体系关联交易授权额度分别为 25、131 亿元，公司实际完成 19.58、120.24 亿元，2024 年关联交易授权额度预计 125 亿元，相较 2023 年下降 4.58%，但整体仍维持较大体量，公司所承接业务占建发体系的比例仍然较小，仍有较大提升空间。2022-2023 年建发体系贡献营业收入分别为 4.2、31.14 亿元，占公司当年的总收入比例为 33.27%、78.92%，营收占比显著提高。凭借建发体系在地产、工程等领域具备的优质产业资源，公司与控股股东在业务层面的协同发展预计有望在 2024-2026 年继续保持显著增长。

建筑施工业务快速拓展，新签合同额大幅增长

2023 年，公司实现营业收入 39.46 亿元，同比增长 212.9%，2021-2023 年复合增速 116.56%，相较于建发入股前实现大幅增长。在“区域聚焦，城市深耕”的经营策略下，公司业务辐射全国 90%以上省市，新签合同量迎来大幅增长。2023 年公司新签合同金额达到 126.22 亿元，同比增长 332.7%，2021-2023 年复合增速达 250.23%，控股股东业务协同促使公司订单迅速增加。其中，2023 年建筑施工业务新签合同量占比达 89.6%，成为公司主要收入来源。

全产业链优势+海峡西岸区域景气，保障公司中长期发展

公司以“工程医院”理念为指引，形成了检测设计维养一体化服务“道路、钢结构、城市桥隧、水下结构物、地下管网、建筑”等专业 6 项核心技术能力，在建养并重时代具有先发优势。23 年福建省交通基建投资实际完成 1022 亿元，连续四年超过千亿元，24 年计划完成交通基建投资 1000 亿元，仍维持较高景气度，政府主导的交通基建投资持续发力，叠加福建建设两岸融合发展示范区，公司作为区域内工程咨询龙头有望充分受益。

风险提示：地产行业持续下行，公司建筑施工业务不及预期；应收账款回收不及预期；承接项目建设进度不及预期；市值较小风险；测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,261.02	3,945.95	5,610.52	7,954.02	9,963.21
增长率(%)	49.87	212.92	42.18	41.77	25.26
EBITDA(百万元)	174.29	218.82	224.46	262.88	296.85
归属母公司净利润(百万元)	56.70	65.92	84.64	108.08	126.88
增长率(%)	40.25	16.27	28.39	27.69	17.40
EPS(元/股)	0.22	0.25	0.32	0.41	0.49
市盈率(P/E)	44.55	38.32	29.84	23.37	19.91
市净率(P/B)	2.70	2.54	2.40	2.24	2.08
市销率(P/S)	2.00	0.64	0.45	0.32	0.25
EV/EBITDA	10.74	10.40	7.09	5.18	3.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 建筑装饰/工程咨询服务 II

6 个月评级 增持 (首次评级)

当前价格 9.69 元

目标价格 11.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	260.67
流通 A 股股本(百万股)	260.67
A 股总市值(百万元)	2,525.92
流通 A 股市值(百万元)	2,525.92
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	62.63
一年内最高/最低(元)	16.29/7.65

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

蹇青青 联系人
jianqingqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 海峡西岸经济区建设工程咨询行业龙头，持续并购实现业务扩张.....	4
2. 六大业务协同发展，一体化服务竞争优势突出.....	5
2.1. 建筑施工：依托建发体系资源，打造增长新引擎	6
2.2. 其他业务：整体实现稳步增长，巩固“检测设计维养一体化”的核心竞争力	8
3. 财务分析：营收大幅增长，现金流持续改善.....	12
4. 全产业链优势+海峡西岸区域景气，保障公司中长期发展.....	14
4.1. 全产业链业务协同优势构建核心壁垒.....	14
4.2. 区域高景气+海峡两岸融合发展，保障成长空间.....	16
5. 盈利预测与投资建议.....	18
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截止 2023 年年报）.....	5
图 3：公司六大业务示意图	6
图 4：分业务收入及占比.....	6
图 5：建筑施工业务相关股权结构及其资质	7
图 6：2023 年中国房地产销售额百亿企业排行榜.....	7
图 7：建发国际权益销售金额及同比.....	7
图 8：2023 年建发国际在各城市的销售金额.....	7
图 9：建发国际土地储备可售面积及同比.....	8
图 10：建发国际分地区土地储备可售面积	8
图 11：其他主营业务介绍	9
图 12：大连湾海底隧道.....	9
图 13：厦门翔安新机场填海造地及配套项目.....	9
图 14：海沧大桥	10
图 15：翔安隧道.....	10
图 16：厦门国际会议中心	10
图 17：厦门轨道交通 1 号线.....	10
图 18：试验检测相关资质	11
图 19：厦门太古翔安机场维修基地项目.....	11
图 20：厦门翔安大桥	11
图 21：综合管养业务资质	12
图 22：公司工程新材料产品系列.....	12
图 23：公司营收及同比.....	13
图 24：公司归母净利润及同比.....	13

图 25: 新签合同金额及同比	13
图 26: 2023 年新签合同结构	13
图 27: 公司毛利率、净利率	14
图 28: 公司期间费用率	14
图 29: 经营性现金净流量及同比	14
图 30: 近五年应收账款周转率、分红率和加权 ROE	14
图 31: 公司“工程医院”示意图	15
表 1: 公司资质	6
表 2: 公司关联交易进展	8
表 3: 各省 2023-2024 年交通基建投资情况	17
表 4: 公司分业务收入预测	19
表 5: 核心费用率预测	20
表 6: 可比公司估值	20

1. 海峡西岸经济区建设工程咨询行业龙头，持续并购实现业务扩张

海峡西岸经济区建设工程咨询行业龙头，业务覆盖项目决策、工程建设、项目运营等工程项目全生命周期。公司前身为厦门市路桥工程监理有限公司，由厦门市路桥建设投资总公司及其下的工会委员会共同出资设立于 1995 年 9 月，此时为全民所有制。此后经历三次股权转让公司于 2003 年完成改制，并于当年更名为“厦门市路桥咨询监理有限公司”，同年兼并重组漳州新闻华建设监理有限公司（合诚水运前身）。2012 年，公司经历数次增资、股权转让后，完成股权所有制改革，并更名为“合诚工程咨询股份有限公司”。2016 年，公司在上海证券交易所主板挂牌上市，随后通过资本市场运作，不断吸纳和补强业务板块，产业链条更趋完善，为推动公司成为国内领先的工程全生命周期服务品牌奠定坚实基础。

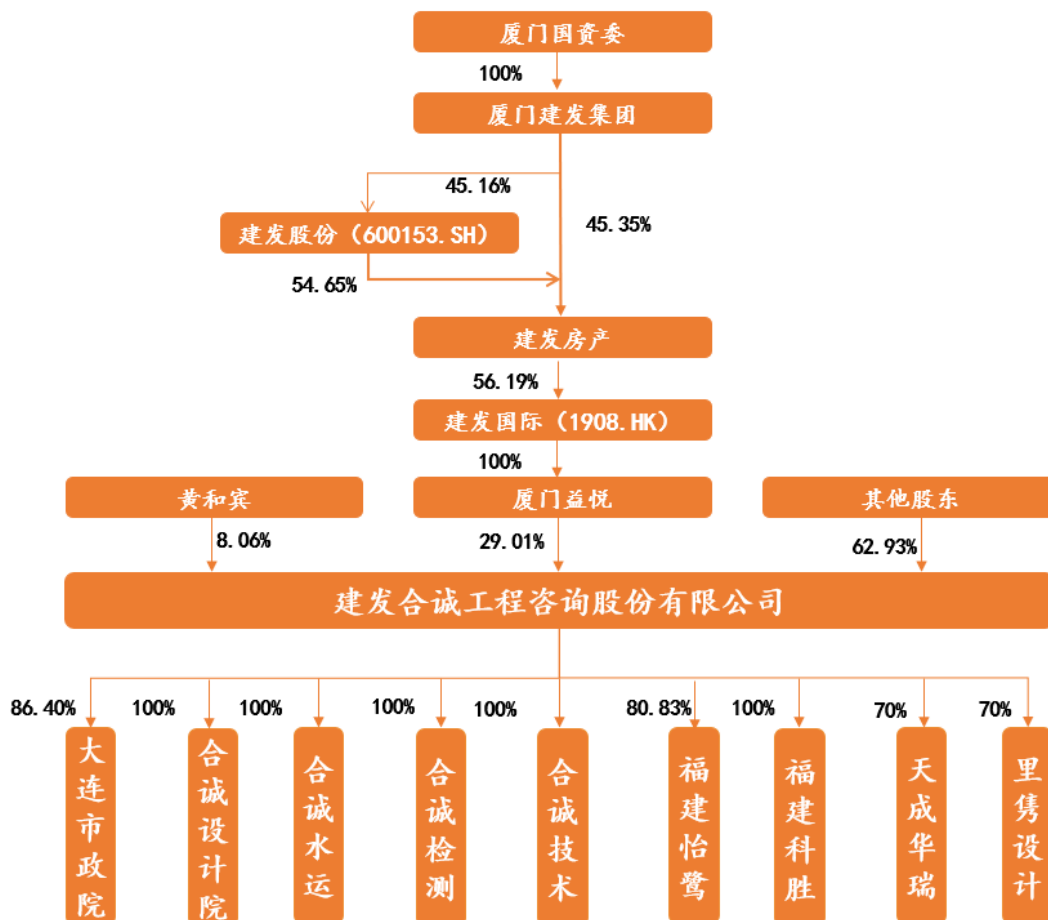
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司控股股东是厦门益悦（持股 29.01%），实际控制人为厦门市国资委。截止 2023 年底，厦门益悦合计持有公司股份约 7563.39 万股，占总股本的 29.01%，系单一拥有表决权股份数占总股本比例最大的股东，厦门益悦是厦门国资房企建发国际下属的全资子公司，实际控制人为厦门市国资委。厦门国资入主，有助于优化公司股权结构。同时，厦门益悦作为建发国际的重要子公司，在成为公司控股股东后，可以协调其自身及建发房产在地产、工程等领域的优质产业资源，有助于公司增强核心竞争力、推动高质量发展。

图 2：公司股权结构（截止 2023 年年报）

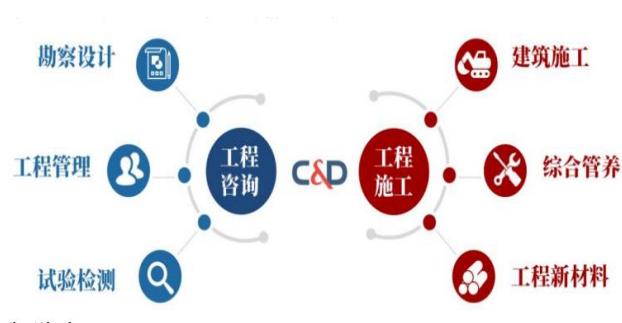


注：建发房产持有建发国际 56.19% 股权为建发国际 2023 年中期报告数据；厦门益悦是建发国际的间接全资附属公司，此处省略其他持股环节
 资料来源：Wind，公司公告，建发国际 2023 中期报告，天风证券研究所

2. 六大业务协同发展，一体化服务竞争优势突出

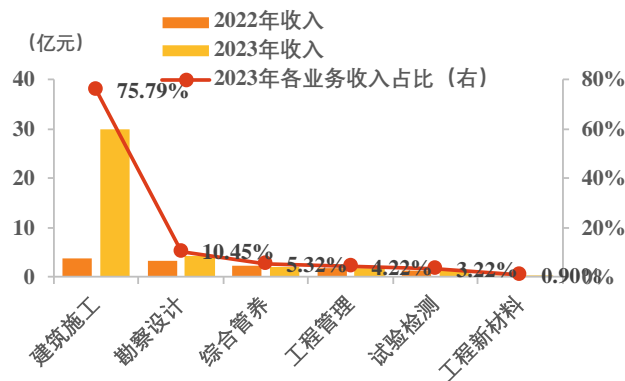
主营六大业务，建发入股后建筑施工业务大幅增长。公司业务已覆盖项目决策、工程建设、项目运营等工程项目全生命周期，涵盖勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程新材料六大板块，聚焦交通、市政、房建工程领域，细分领域主要集中在公路、桥梁、隧道、市政、房建、水运、城市轨道交通等。2023 年公司实现营业收入 39.46 亿元，其中，建筑施工业务实现收入 29.91 亿元，占总收入比例达到 75.79%，是公司第一大业务。

图 3：公司六大业务示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：分业务收入及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

专业资质齐全，具备一体化的工程技术服务能力。公司已取得公路、水运、市政、建筑等土木工程行业资质共 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、维养等全类别资质，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。

表 1：公司资质

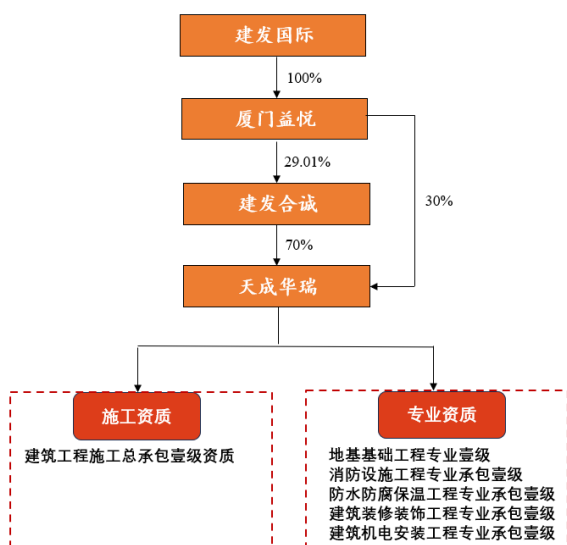
业务类别	勘察设计		工程管理	试验检测	综合管养/建筑施工	
	咨询	勘察	设计	监理	检测	施工
建筑行业	甲级		甲级	甲级		建筑工程施工总承包壹级
市政行业	甲级	甲级	甲级	甲级	建设工程专项检测资质	特种工程专业承包（结构补强、建筑物纠偏和平移）
公路行业	乙级		乙级	甲级	综合甲级、桥隧专项	养护施工全套资质
水运行业	乙级		乙级	甲级	结构甲级、材料甲级	路面专业承包壹级

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 建筑施工：依托建发体系资源，打造增长新引擎

并购合诚建设获得建筑施工资质，股权转让融入建发体系。2021 年 8 月，公司及其全资子公司合诚水运收购天成华瑞（现已更名：合诚建设）100% 股权，填补了建筑施工板块的空白，同年公司完成控制权转让，厦门益悦成为公司控股股东。合诚建设持有《建筑工程施工总承包壹级资质证书》，具备承接建筑工程施工业务的能力。2022 年 4 月，公司及全资子公司合诚水运分别将其持有的合诚建设 25%、5% 的股权转让给了控股股东厦门益悦，转让后公司仍持有合诚建设 70% 股权。通过此次股权转让，公司有望通过承接建发体系及其他关联方投资建设项目的施工业务稳步拓展市场，实现与控股股东在业务层面的协同发展。

图 5：建筑施工业务相关股权结构及其资质



资料来源：公司公告，天风证券研究所；数据截止 2023 年年报

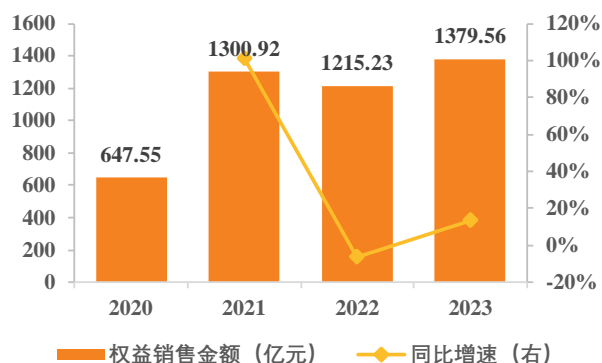
图 6：2023 年中国房地产销售额百亿企业排行榜

排名	企业名称	权益销售额 (亿元)	排名	企业名称	权益销售面积 (万m²)
1	保利发展	3057.0	1	碧桂园	2146.7
2	中海地产	2919.6	2	万科	1842.0
3	万科	2816.6	3	保利发展	1660.8
4	华润置地	2179.2	4	中海地产	1333.1
5	招商蛇口	1852.0	5	绿地控股	963.5
6	碧桂园	1720.6	6	华润置地	948.1
7	建发房产	1379.7	7	招商蛇口	845.0

资料来源：中指研究院公众号，天风证券研究所

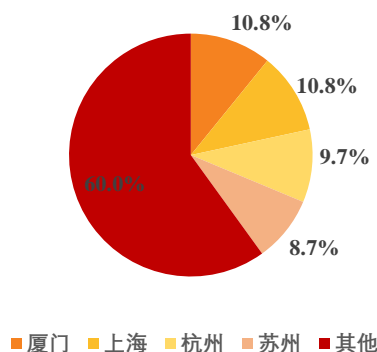
控股股东销售排名靠前，业务协同空间可期。建发国际是建发房产的控股子公司，隶属厦门建发集团，主营业务为房地产开发、房地产产业链投资服务及新兴产业投资业务等。近年来，房地产市场整体销售趋于疲软，据国家统计局数据，2023 年中国商品房销售额同比下降 6.5%，其中住宅销售额下降 6%，建发国际实现权益销售金额 1379.56 亿元，同比增长 13.52%，是当前地产行业里少有实现销售正增长的企业之一。根据中指研究院地产销售额百亿企业排行榜，建发房产 2023 年权益销售金额排名第七。控股股东及其他关联方在地产、工程等领域具备优质的产业资源，为公司与控股股东在业务层面的协同发展奠定坚实基础。

图 7：建发国际权益销售金额及同比



资料来源：建发国际公司公告，天风证券研究所

图 8：2023 年建发国际在各城市的销售金额

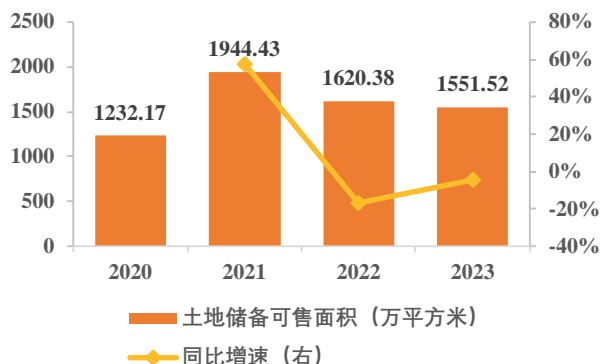


资料来源：建发国际公司公告，天风证券研究所

控股股东持续拓展核心城市，公司有望借力迅速壮大建筑施工业务规模。建发国际布局主要集中在长三角和大湾区，其中，厦门、上海、杭州和苏州的权益销售在 2023 年贡献均超百亿，占总公司当年销售额的 40%。截至 2023 年末，建发国际的土地储备可售面积约 1552 万平方米，同比下降 4%，在中国合计 311 个项目。土地储备下滑，主要原因是无锡、

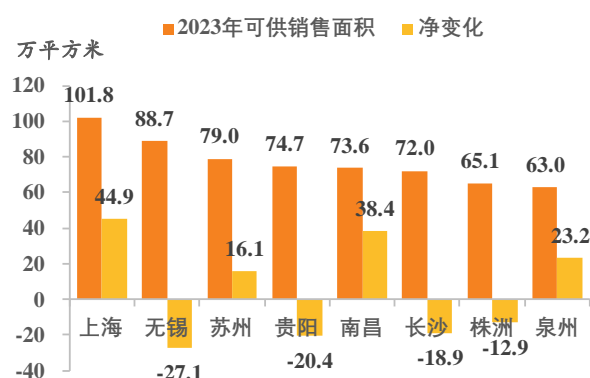
贵阳等地下降较快，但上海、南昌等城市仍然保持净增加。

图 9：建发国际土地储备可售面积及同比



资料来源：建发国际公司公告，天风证券研究所

图 10：建发国际分地区土地储备可售面积



资料来源：建发国际公司公告，天风证券研究所

关联交易额度超百亿，公司短期业绩增长预期较强。2022-2023 年，建发体系关联交易授权额度分别为 25、131 亿元，公司实际完成 19.58、120.24 亿元，2024 年关联交易授权额度预计 125 亿元，相较 2023 年下降 4.58%，但整体仍维持较大体量，公司所承接业务占建发体系的比例仍然较小，仍有较大提升空间。2022-2023 年建发体系贡献营业收入分别为 4.2、31.14 亿元，占公司当年的总收入比例为 33.27%、78.92%，营收占比显著提高。凭借建发体系在地产、工程等领域具备的优质产业资源，预计公司与控股股东在业务层面的协同发展有望在 2024-2026 年继续保持显著增长。

表 2：公司关联交易进展

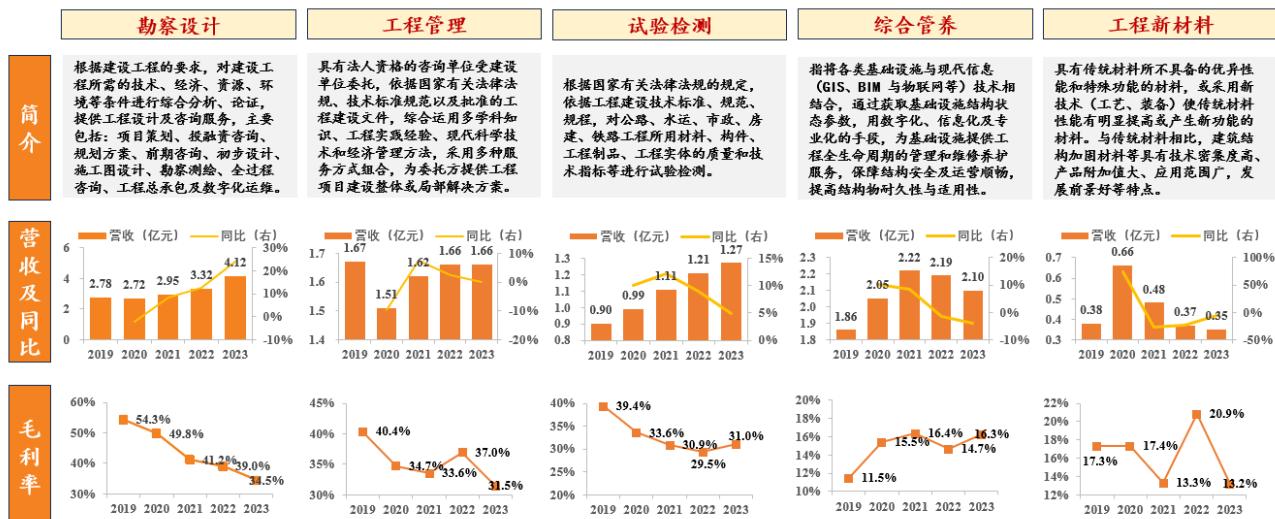
	2022	2023	2024
关联交易授权额度 (亿元)	25.00	131.00	125.00
关联交易实际发生 (亿元)	19.58	120.24	-
关联交易指标完成度	78.34%	91.79%	-
关联方销售额 (亿元)	4.20	31.14	-
占公司当年总销售额比例	33.27%	78.92%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 其他业务：整体实现稳步增长，巩固“检测设计维保一体化”的核心竞争力

除建筑施工业务外，公司其他主营业务包含勘察设计、工程管理、试验检测、综合管养和工程新材料，2023 年五大业务收入规模合计占比不足 25%，但作为公司向客户提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务不可或缺的环节，这五大业务整体经营较为稳健，毛利率相较建筑施工业务（近两年毛利率都低于 5%）更高，是公司利润的重要来源，共同打造公司“检测设计维保一体化”的核心竞争力。

图 11：其他主营业务介绍



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

勘察设计：资质齐全，具备承接世界一流项目的实力。公司从事勘察设计的专业领域包括市政基础设施、工业与民用建筑、水利工程、公路与轨道交通、风景园林、新能源开发利用等，拥有包含规划咨询、勘察、设计在内的专业资质。代表项目为全国第三座、北方第一座沉管法海底隧道——大连湾海底隧道以及世界上最大的填海造地机场——厦门翔安新机场，2023 年勘察设计首次以联合体方式承接世界上最大海上机场的主体工程——大连金州湾国际机场。

图 12：大连湾海底隧道



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：厦门翔安新机场填海造地及配套项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

工程管理：监理业务起步，品牌形象良好。工程管理涵盖工程监理、工程代建、项目管理、招标代理、造价咨询、质量安全监督等，公司在品牌、技术、管理、资质、业绩等方面具有较强优势。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、一房一验、第三方飞检等。作为 2016 年 A 股第一家以监理为主业的上市公司，多年来公司积累了丰富的全过程监理实践经验，代表项目为亚洲第一、世界第二座三跨连续全漂浮钢箱梁悬索桥——海沧大桥以及世界最大断面、国内第一座钻爆法海底隧道——翔安隧道，另外，房建与地铁领域有厦门国际会议中心和厦门轨道交通 1 号线。

图 14：海沧大桥



资料来源：建发合诚 CND HOLSIN 公众号，天风证券研究所

图 15：翔安隧道



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：厦门国际会议中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 17：厦门轨道交通 1 号线



资料来源：公司官网，天风证券研究所

试验检测：检测业务覆盖广泛，专业技术优势突出。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。检测业务承接亚洲桁架跨度最大的钢结构建筑检测项目——翔安新机场太古维修机库以及厦门翔安大桥钢结构检测项目。

图 18：试验检测相关资质

计量认证	公路水运	市政房建	铁路水利
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	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，天风证券研究所

图 19：厦门太古翔安机场维修基地项目



资料来源：建发合诚 CND HOLSIN 公众号，天风证券研究所

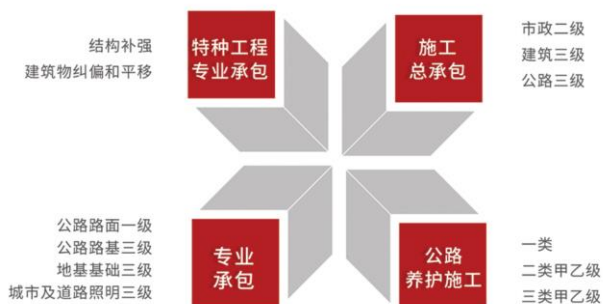
图 20：厦门翔安大桥



资料来源：公司官网，天风证券研究所

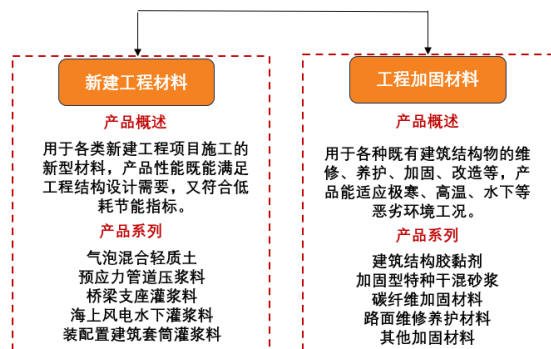
综合管养：基础设施养护需求增大，综合管养业务有望迎来扩张。公司综合管养对象涵盖基础设施所涉及的桥梁与隧道结构物、公路路面与市政道路、港口码头及工业与民用建筑等各类工程。不仅涉及基础设施日常巡检养护、沥青路面与园林景观养护，更扩展到城市更新所涉及的结构病害处治与改造加固、特殊结构顶升、平移与纠偏、综合维养数字化与信息化等。通过多年积累已形成各类基础设施更新的快速解决方案，针对不同行业特点及应用，融合新材料、新工艺与新技术，形成各自专业且独立领先的技术体系，可有效进行全国的推广及复制。2023 年公司综合管养业务实现收入 2.1 亿元，同比下降 4.1%，近四年均维持在 2 亿元以上的收入规模。随着交通基础设施使用年限的增加、交通运输流量的快速增长以及公众出行需求的日益提高，公路、桥梁和隧道等交通基础设施老化问题在服役过程中逐渐显现。在政策支持和市场需求共同驱动下，交通基础设施养护行业将迎来黄金发展期。另外，随着城市基础设施持续发展，尤其是城市地下管网、抗震加固、水利治理等基建项目持续发力，为城市体检、城市更新、城市生态修复等细分领域带来新的市场机遇。我们预计公司综合管养业务将迎来新的发展阶段。

图 21：综合管养业务资质



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 22：公司工程新材料产品系列



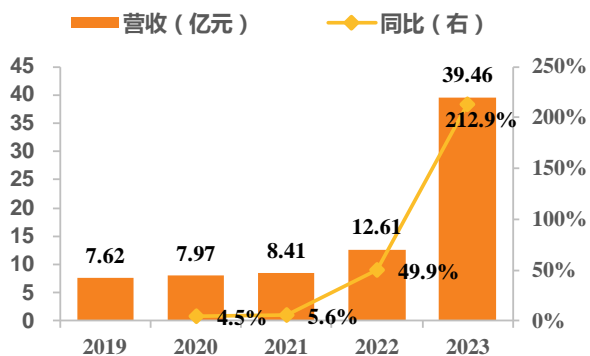
资料来源：公司官网，天风证券研究所

工程新材料：建筑修缮需求加速释放，加固材料行业规模有望持续扩容。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、结构胶黏剂材料、碳纤维材料、气泡混合轻质土。自 2017 年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以来，公司工程新材料业务实现了从无到有的突破，现已建立起包括新建工程材料、工程加固材料在内的产品系列。代表项目方面，建发合诚子公司福建科胜为翔安机场快速路南段提供泡沫轻质混凝土、为溪东路项目提供预应力管道压浆料等工程材料。其中，在翔安机场快速路南段建设过程中，项目泡沫轻质混凝土浇筑方量共计 38952 方，福建科胜通过在桥头迎车方向采用预拌泡沫土施工，有效避免了桥头跳车情况，确保回填材料密实。同时，采用泡沫土填筑有效减轻了对过车涵洞顶板的荷载及振动，确保过车涵洞顶板混凝土构件安全。改革开放后，我国经历了世界上规模最大、速度最快的城镇化进程。随着时间的推移，房屋建筑物集中老化风险加速，以老旧建筑为主要对象的房屋体检、建筑修缮已形成刚性需求，由此带动加固材料等相关行业规模持续扩容，公司相关业务有望受益增长。

3. 财务分析：营收大幅增长，现金流持续改善

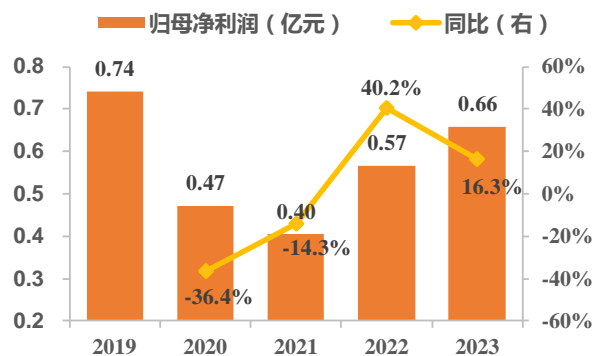
控股股东业务协同促进建筑施工业务快速拓展、新签合同额迅速增长。2023 年，公司实现营业收入 39.46 亿元，同比增长 212.9%，2021-2023 年复合增速达 116.56%，相较于建发入股前实现大幅增长；实现归母净利润 0.66 亿元，同比增长 16.3%。公司收入持续高增而与归母净利润增长不匹配的主要原因我们认为 2022 年新增的建筑施工业务在 2023 年放量大增，而利润率较低的建筑施工业务较为影响公司整体业绩增幅。在“区域聚焦，城市深耕”的经营策略下，公司业务辐射全国 90%以上省市，新签合同量迎来大幅增长。2023 年公司新签合同金额达到 126.22 亿元，同比增长 332.7%，2021-2023 年复合增速达 250.23%，控股股东业务协同促使公司订单迅速增加。其中，2023 年建筑施工业务新签合同量占比达 89.6%，成为公司主要收入来源。

图 23：公司营收及同比



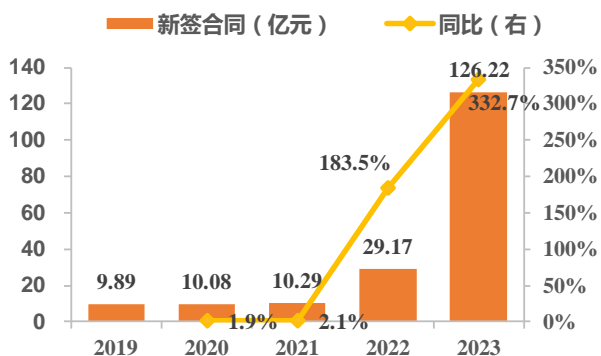
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：公司归母净利润及同比



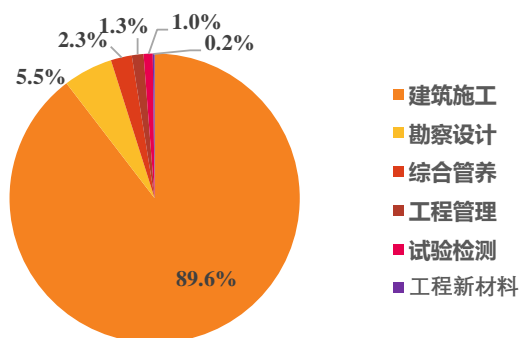
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：新签合同金额及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

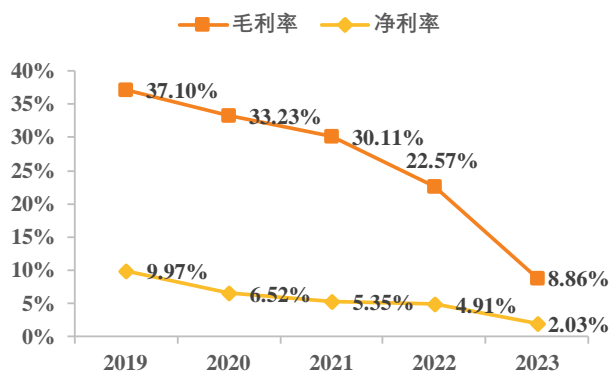
图 26：2023 年新签合同结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

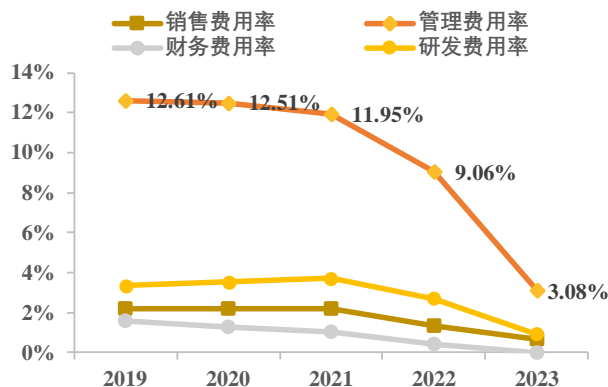
新增建筑施工业务以来利润率下滑趋势明显，建发入股后费用管控能力大幅提升。2023 年公司毛利率 8.86%，同比下降 13.71pct，净利率 2.03%，同比下降 2.88pct。其中，建筑施工业务同比下降 1.8pct 到 2.51%，勘察设计、工程管理和工程新材料毛利率下降较为明显，试验检测和综合管养毛利率稳步提升。建筑工程施工业务体量大、毛利率低，随着公司与控股股东在建筑施工和建筑设计业务更深入开展协同，我们认为公司整体利润率还有进一步下降空间。费用端，2019-2023 年公司期间费用率逐年降低，自建发入股以来趋势更为显著，2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.63%/3.08%/0/0.92%，同比下降 0.7/5.98/0.4/1.78pct，我们认为随着公司更多承接建发体系相关项目，整体费用率有望持续保持较低水平。

图 27：公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

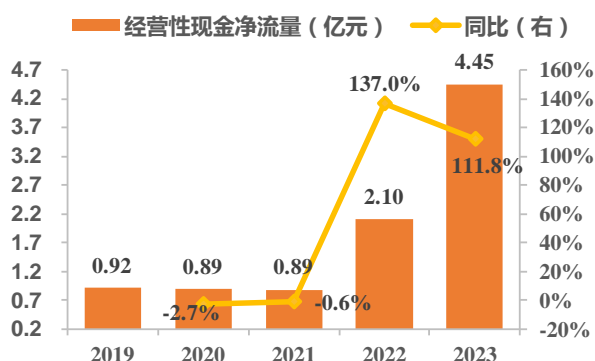
图 28：公司期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

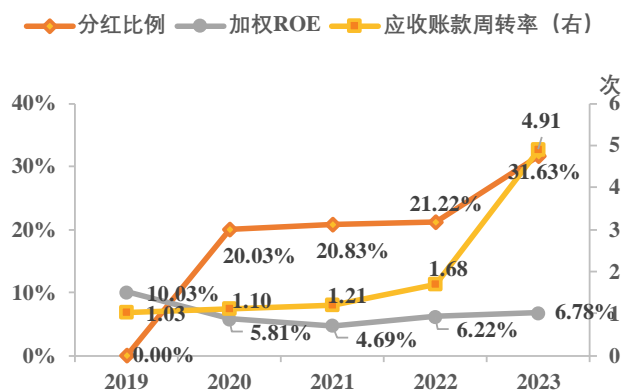
持续强化应收款管理，经营现金流顺畅。公司应收款管理工作取得良好成效，年度回款明显改善，2023 年应收账款周转率 4.91 次，相较上一年增加 3.22 次，回款总额近 34.07 亿元，同比增加 190%。2023 年，公司经营现金净流入 4.45 亿元，同比增长 111.8%，自建发入股两年以来，经营性现金净流量同比增速均超 100%。我们认为，尽管施工业务被认为是耗用现金流的业务，但公司在业务快速扩张下，仍保持了良好的收现情况，体现出控股股东对公司的支持以及公司自身精益管理的良好效果。

图 29：经营性现金净流量及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：近五年应收账款周转率、分红率和加权 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

建发入股后 ROE 持续改善，优秀的现金流表现保障高分红政策执行。2019-2023 年，公司加权 ROE 经历 2019-2021 年下降和 2022-2023 年上升两个阶段，转折点发生在 2022 年建发入股开展业务合作，此后公司加权 ROE 持续提升。2023 年，公司加权 ROE 同比增加 0.56pct 到 6.78%，同时分红率同比增长 10.41pct 到 31.63%，创上市以来的最高分红水平。我们认为随着公司与建发体系的深度融合，叠加持续强化的回款政策，公司整体经营愈发稳健，出色的现金流表现有望保障未来高分红政策的延续，增强对公司中长期投资吸引力。

4. 全产业链优势+海峡西岸区域景气，保障公司中长期发展

4.1. 全产业链业务协同优势构建核心壁垒

以“工程医院”理念为指引，实现检测设计维养一体化，在建养并重时代具有先发优势。公司紧抓国家政策热点及行业发展趋势，聚焦市政基础设施和交通优势领域，加速拓展房屋建筑工程相关的设计与施工业务，积极探索城市更新、环境整治以及基础设施智慧运维项目。同时以“工程医院”理念为指引，重点加强工程基础设施“疑难急险”病害防治力量，积极开展工程基础设施的健康检测、病害诊断、修复加固、应急抢险业务，依托系统化协同增值“1+X”模式，为客户提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务，打造国内领先的工程全生命周期服务品牌。目前，公司已形成了检测设计维养一体化服务“道路、钢结构、城市桥隧、水下结构物、地下管网、建筑”等专业6项核心技术能力，在建养并重时代具有先发优势。

图 31：公司“工程医院”示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

据人民网，以厦门翔安机场为例，从填海造地到机场相关道路配套设施建设，公司以全产业链优势助力，全程参与新机场的建设。依托企业系统化协同增值“1+X”模式，充分发挥一站式整合服务能力，为项目建设提供了勘察设计、工程管理、试验检测和工程材料服务。

- 在勘察设计方面，子公司合诚设计院及大连市政院南方中心，主要参与翔安机场填海造地、航运部分的水运项目和道路桥梁等市政项目的设计任务。其中，在厦门新机场浯江道（翔安东路—一九溪路）工程建设中，建发合诚设计团队运用《桥塔（鱼跃九溪）》和《斜拉桥（鱼跃九溪）》两项外观专利，将科研成果转化为技术能力，提高了浯江道建设美观度，为浯江道建设提供高品质的设计服务，为城市建设提供了高质量的设计成果。
- 在工程监理方面，公司主要参与翔安机场及其配套的交通和房建工程建设。其中，作为翔安机场建设的先导性和控制性工程，由建发合诚监理的大小嶼造地工程陆域及地基处理项目（填海造地），为新机场航站楼、跑道、空管等上部工程建设提供用地基地。该项目总面积 18.22 平方千米，相当于 10 个鼓浪屿，其造地工程总用砂量约 2 亿方，可以装满 1000 万辆土方车，是目前我国在建的最大填海造地工程。
- 在工程检测方面，子公司合诚检测主要参与大嶼西侧护岸工程地基监测、溪东路（翔安南路—机场快速路段）工程 A 段和路面完善工程的监理试验检测工作。其中，大嶼西侧护岸工程项目的护岸总长度约 7668.2 米，建发合诚检测团队根据其功能和所处

位置大致划分为南、西、北三段，每段分别布置埋入式沉降计、孔隙水压力计、深层水平位移计、水位计等传感器等进行监测。不仅如此，项目建设过程中，合诚检测应用自动化检测系统，以自动化监测为主，部分人工监测校核为辅的方式，注重监测作业标准化、规范化，力保检测数据的真实性、及时性，为施工提供真实准确的检测数据，提高监管效能，为项目的决策提供有力的数据支撑，保证工程质量。

- 工程材料方面，子公司福建科胜为翔安机场快速路南段提供泡沫轻质混凝土、为溪东路项目提供预应力管道压浆料等工程材料。其中，在翔安机场快速路南段建设过程中，项目泡沫轻质混凝土浇筑方量共计 38952 方，福建科胜通过在桥头迎车方向采用预拌泡沫土施工，有效避免了桥头跳车情况，确保回填材料密实。同时，采用泡沫土填筑有效减轻了对过车涵洞顶板的荷载及振动，确保过车涵洞顶板混凝土构件安全。

“双轮两域”的发展战略将充分挥全产业链业务协同优势，助力公司发展提速。作为聚焦交通、市政、房建等土木工程领域的厦门国有控股企业，依托资本平台和国企平台，不断强化全产业链业务协同，着力加强人才培养，不断加大研发投入，持续提升技术服务能力，不懈努力打造国内领先的工程全生命周期服务品牌，切实履行“双轮两域”的发展战略，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，并快速扩张建筑施工和综合管养等工程施工业务，发挥全产业链业务协同优势；“两域建设”则深耕“新建工程”与“在役工程”两个领域工程建设，积极参与交通基建、市政开发、工业与民用建筑等优质“新建工程”建设，扎实推进“在役工程”的检测鉴定与评估、维修加固与养护、建筑修缮等工程建设。

4.2. 区域高景气+海峡两岸融合发展，保障成长空间

公司 1995 年成立于福建厦门，2021 年完成股权转让，厦门国资成为公司实控人。多年来，公司不断进行区域拓展，积极布局国家经济发展战略区域市场，目前，公司业务辐射全国 90%以上省市。但是，从公司收入结构来看，福建仍是公司业务强势区域，收入占比一直保持在 55%以上。

政府主导的交通基础设施投资持续发力，区域建筑公司有望充分受益。从 2023-2024 年全国交通基建投资情况来看，2023 年福建省交通基建投资完成情况较好，实际完成投资 1022 亿元，连续四年超过千亿元，超额完成年初计划。2024 年福建省计划完成交通基建投资 1000 亿元，相较于 2023 年实际完成值略有下降，我们认为 2024 年全国大部分地区或以化债为主要目标，交通基建投资可能放缓，但福建省交通基建计划投资绝对值仍达千亿，依然维持较高景气度，区域建筑公司有望充分受益。

表 3：各省 2023-2024 年交通基建投资情况

省份	24 年预计总投资 (亿元)	23 年实际总投资 (亿元)	24 年规划投资相较于 23 年实际投资增速	23 年预计总投资 (亿元)	口径
浙江	3500	3734	-6%	3500	综合交通建设投资
山东	3250			3100	交通固定资产投资
四川	2600	2685	-3%	2000	公路、水路
江苏	2200	2200	0%	2002	交通建设投资
广西	2000	2456	-19%	3000	交通固定资产投资
河南	1400	1500	-7%	1505	公路、水路
安徽	1300	1548	-16%	1100	交通固定资产投资
江西	1148	1138	1%	850	公路、水路
河北	1100	1040	6%	1035	交通固定资产投资
福建	1000	1022	-2%	1000	公路、水路
湖南	840	988	-15%	1000	公路、水路
贵州	800	1150	-30%	1150	公路、水路
陕西	700	939	-25%	800	综合交通建设投资
新疆	685	832	-18%	832	交通固定资产投资
山西	600	701	-14%		公路、水路
甘肃	350	681	-49%	1300	交通运输固定资产投资
天津	100	115	-13%		交通运输固定资产投资
宁夏	70	123	-43%	110	公路水路固定资产投资
云南				3200	综合交通建设投资
广东				2300	公路、水路
湖北		1819		1500	公路、水路
西藏		263		263	交通固定资产投资
内蒙古		358.8			公路、水路
辽宁				530	交通固定资产投资
青海		163		208.4	交通固定资产投资
海南					
吉林				278	交通基础设施投资
黑龙江					
重庆		1116		1100	交通投资

注：绿色部分代表跌幅超过 10%及以上；粉色代表增速为正；

资料来源：各省人民政府门户网站，人民网，中国公路网，交通运输网站等，天风证券研究所

交通基建投资维持较高景气，叠加福建建设两岸融合发展示范区，保障区域龙头长期成长空间。2023 年 9 月，中共中央、国务院发布《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路，建设两岸融合发展示范区的意见》，为加快推进与金门通电、通气、通桥，支持金门共用厦门机场，探索厦金合作共建基础设施模式。加快建设交通强国福建先行区，支持建设海峡两岸融合发展示范区，将为福建交通基建投资注入新动能。我们认为政府主导的交通基础设施投资持续发力，叠加福建建设两岸融合发展示范区，建发合诚作为区域内工程咨询龙头有望实现显著增长。

5. 盈利预测与投资建议

公司聚焦“工程咨询与工程施工”双轮驱动，深耕“新建工程与在役工程”两域建设。一方面打造国内领先的工程全生命周期服务品牌，具有承接全过程工程咨询、EPC、工程总承包、“代建监理一体化”、“检测设计维养一体化”等系统性问题一站式整合服务的优势；另一方面，公司与建发集团在建筑设计、建筑施工、工程监理、试验检测等专业领域开展业务协同，公司竞争力有望进一步提升。

结合前文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

1) 建筑施工业务：公司的建筑施工业务目前以承接控股股东地产业务为主，2022-2023年公司建筑施工业务新签合同额分别为 18.3、113.1 亿元，建筑施工合同工期多为 2.5-3 年，我们预计大部分订单将在 2024-2026 年结转收入，与此同时，2024 年公司与建发体系建筑施工业务关联交易授权额度预计 115 亿元，比 2023 年实际完成额略有增加，我们预计 2024-2026 年建筑施工业务收入增速 52.54%/49.17%/27.77%；建筑施工业务毛利率较低，叠加公司积极拓展厦门市外和福建省外项目，我们认为施工业务毛利率还有一定的下降空间，预计 2024-2026 年建筑施工业务毛利率为 2.3%/2%/1.8%。

2) 其他主营业务：公司以“工程医院”理念为指引，充分发挥技术平台优势，依托项目驱动和专业协同，打造“检测设计维养一体化”核心竞争力，在建筑施工业务快速扩张下，带动存量业务提质增效，我们认为其他主营业务保持稳定增长，考虑到勘察设计和工程管理业务正处于向省外拓展阶段毛利率可能有所降低，其他主营业务毛利率或稳步提高，预计 2024-2026 年公司：勘察业务收入增速 18%/15%/15%，毛利率 33%/32.5%/32%；综合管养业务收入增速 5%/8%/10%，毛利率 16.3%/16.5%/16.6%；工程管理业务收入增速 1%/1.5%/2%，毛利率 30.5%/30%/30%；试验检测业务收入增速 5%/5%/5%，毛利率 31.2%/31.5%/31.7%；工程新材料业务收入增速 1.58%/2%/2%，毛利率 13.5%/13.6%/13.7%。

表 4：公司分业务收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（百万）	1261.02	3945.95	5610.52	7954.02	9963.21
yoy	49.87%	212.92%	42.18%	41.77%	25.26%
总毛利率	22.57%	8.86%	7.15%	5.78%	5.14%
一、建筑施工					
收入（百万）	381.07	2990.68	4562.00	6805.00	8695.00
yoy	—	684.81%	52.54%	49.17%	27.77%
毛利率	4.31%	2.51%	2.30%	2.00%	1.80%
二、勘察设计					
收入（百万）	332.47	412.16	486.35	559.30	643.20
yoy	12.84%	23.97%	18.00%	15.00%	15.00%
毛利率	39.00%	34.45%	33.00%	32.50%	32.00%
三、综合管养					
收入（百万）	219.12	210.03	220.53	238.18	261.99
yoy	-1.31%	-4.15%	5.00%	8.00%	10.00%
毛利率	14.71%	16.25%	16.30%	16.50%	16.60%
四、工程管理					
收入（百万）	165.95	166.33	167.99	170.51	174.26
yoy	2.32%	0.23%	1.00%	1.50%	2.20%
毛利率	36.95%	31.46%	30.50%	30.00%	30.00%
五、试验检测					
收入（百万）	121.28	126.88	133.23	139.89	146.88
yoy	9.45%	4.62%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	29.46%	31.02%	31.20%	31.50%	31.70%
六、工程新材料					
收入（百万）	37.17	35.44	36	36.72	37.45
yoy	-22.87%	-4.67%	1.58%	2.00%	2.00%
毛利率	20.87%	13.22%	13.50%	13.60%	13.70%
七、其他业务					
收入（百万）	3.95	4.42	4.42	4.42	4.42
yoy	12.04%	12.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	37.25%	45.78%	45.80%	45.80%	45.80%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端，随着公司强化成本管控，持续推进降本增效，以及营收快速增长带来的规模效应，我们预计公司整体费用率水平有望持续降低。2023 年公司销售/管理/研发费用率分别为 0.63%/3.08%/0.92%，同比分别-0.7pct/-5.98pct/-1.78pct，我们预测 2024-2026 年公司的销售费用率分别为 0.5%/0.42%/0.37%，管理费用率为 2.3%/1.65%/1.4%，研发费用率均为 0.68%/0.55%/0.46%。

表 5：核心费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.33%	0.63%	0.50%	0.42%	0.37%
管理费用率	9.06%	3.08%	2.30%	1.65%	1.40%
研发费用率	2.70%	0.92%	0.68%	0.55%	0.46%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年有望实现归母净利润分别为 0.85、1.08、1.27 亿元，对应增速分别为 28.39%、27.69%、17.4%。我们选取工程咨询板块的苏州规划、华设集团、测绘股份作为可比公司。相关可比公司 2024 年 PEG 均值 1.07 倍。考虑到公司在建筑施工业务的高成长性，参考可比公司估值，我们认可给予公司 2024 年 1.25 倍 PEG，对应 2024 年 35 倍 PE，目标价为 11.4 元，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PEG
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E
301505.SZ	苏州规划	21.74	-	1.22	1.39	-	-	20.31	17.82	-	1.27
603018.SH	华设集团	54.29	1.01	1.10	1.19	1.25	7.78	7.20	6.70	6.34	0.98
300826.SZ	测绘股份	19.55	-	0.65	0.81	-	-	19.04	15.27	-	0.95
	平均				0.99				15.52		1.07
603909.SH	建发合诚	25.26	0.25	0.32	0.41	0.49	38.32	29.84	23.37	19.91	1.06

注：数据截止 2024/4/12，除建发合诚外，其余公司相关预测数据为 Wind 一致预期，其中，PEG 计算规则为预测 PE/一致预测两年归母净利润复合增速

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

地产行业持续下行，公司建筑施工业务不及预期。公司建筑施工业务主要来自建发体系，若地产行业持续低迷影响建发房产相关业务开展，则公司承接的相关业务量将大受影响。

应收账款回收不及预期。公司应收账款余额较高，主要原因是：①公司工程咨询类业务项目服务期限长，项目完工后还存在较长期间的决算及质保期，故公司应收账款账龄较长；②在实际付款流程中，业主经常是达到付款条件后才启动付款申请审批流程，鉴于审批机关主要是国有企业或相关政府部门，因此流程较长、耗时较多，所以迟于合同约定时间付款属于行业普遍的现象。

承接项目进度不及预期。公司仍有众多项目仍处于建设阶段，若后续项目建设进度不及预期，或影响公司业绩。

市值较小风险。公司市值较小，存在短期内股价大幅波动风险。

测算具有一定主观性。本文中的盈利预测均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际情况可能会和测算结果不一致。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	326.59	651.32	892.54	1,091.31	1,287.52
应收票据及应收账款	780.06	833.69	693.62	985.56	785.68
预付账款	6.98	8.55	7.94	10.38	10.63
存货	16.06	25.10	32.78	50.49	54.52
其他	33.65	47.87	920.80	1,282.62	1,235.04
流动资产合计	1,163.34	1,566.54	2,547.68	3,420.37	3,373.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	105.49	97.73	100.89	106.05	117.07
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.35	39.67	37.88	36.21	35.25
其他	266.01	288.09	309.12	359.70	385.26
非流动资产合计	409.85	425.49	447.89	501.96	537.59
资产总计	1,816.46	2,998.40	2,995.57	3,922.33	3,910.98
短期借款	84.70	1.70	2.20	3.50	4.67
应付票据及应付账款	392.64	1,451.06	1,385.20	2,112.28	1,983.32
其他	208.49	318.32	391.37	495.20	501.16
流动负债合计	685.83	1,771.08	1,778.77	2,610.98	2,489.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.68	22.39	25.00	27.00	29.00
非流动负债合计	14.68	22.39	25.00	27.00	29.00
负债合计	770.19	1,877.80	1,803.77	2,637.98	2,518.16
少数股东权益	111.69	126.93	139.94	156.54	176.04
股本	200.52	260.67	260.67	260.67	260.67
资本公积	177.40	121.24	121.24	121.24	121.24
留存收益	548.48	602.34	661.59	737.24	826.06
其他	8.17	9.41	8.36	8.65	8.81
股东权益合计	1,046.26	1,120.60	1,191.80	1,284.35	1,392.82
负债和股东权益总计	1,816.46	2,998.40	2,995.57	3,922.33	3,910.98

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	61.92	80.25	84.64	108.08	126.88
折旧摊销	23.66	24.35	25.41	26.30	27.48
财务费用	7.19	1.78	0.19	0.22	0.25
投资损失	(4.11)	(1.87)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	90.05	300.63	178.74	114.42	101.63
其它	31.56	40.19	18.58	23.72	27.85
经营活动现金流	210.26	445.33	305.56	270.74	282.09
资本支出	9.17	4.21	24.17	27.79	35.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(22.81)	(19.94)	(56.95)	(62.58)	(77.08)
投资活动现金流	(13.63)	(15.73)	(32.78)	(34.79)	(41.54)
债权融资	(175.67)	(80.72)	0.46	2.08	1.92
股权融资	(6.08)	5.24	(32.02)	(39.25)	(46.26)
其他	27.32	(27.91)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(154.43)	(103.40)	(31.56)	(37.17)	(44.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	42.21	326.19	241.22	198.78	196.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,261.02	3,945.95	5,610.52	7,954.02	9,963.21
营业成本	976.42	3,596.30	5,209.47	7,494.61	9,451.39
营业税金及附加	6.94	14.76	20.76	29.43	37.26
销售费用	16.72	24.70	28.05	33.41	36.86
管理费用	114.27	121.61	129.04	131.24	139.48
研发费用	33.99	36.21	38.15	43.75	45.83
财务费用	5.10	0.17	0.19	0.22	0.25
资产/信用减值损失	(43.31)	(57.87)	(60.00)	(62.00)	(65.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.11	1.87	2.00	2.00	2.00
其他	71.44	109.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.35	98.95	126.86	161.36	189.13
营业外收入	0.19	0.39	0.40	0.50	0.60
营业外支出	3.42	2.21	2.30	2.30	2.40
利润总额	72.12	97.13	124.96	159.56	187.33
所得税	10.20	16.88	21.74	27.76	32.60
净利润	61.92	80.25	103.22	131.80	154.73
少数股东损益	5.22	14.32	18.58	23.72	27.85
归属于母公司净利润	56.70	65.92	84.64	108.08	126.88
每股收益(元)	0.22	0.25	0.32	0.41	0.49

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	49.87%	212.92%	42.18%	41.77%	25.26%
营业利润	39.93%	31.31%	28.21%	27.20%	17.21%
归属于母公司净利润	40.25%	16.27%	28.39%	27.69%	17.40%
获利能力					
毛利率	22.57%	8.86%	7.15%	5.78%	5.14%
净利率	4.50%	1.67%	1.51%	1.36%	1.27%
ROE	6.07%	6.63%	8.05%	9.58%	10.43%
ROIC	8.64%	12.38%	34.02%	113.04%	-429.35%
偿债能力					
资产负债率	42.40%	62.63%	60.21%	67.26%	64.39%
净负债率	-22.70%	-57.36%	-74.12%	-84.07%	-91.46%
流动比率	1.86	1.39	1.43	1.31	1.36
速动比率	1.84	1.37	1.41	1.29	1.33
营运能力					
应收账款周转率	1.68	4.89	7.35	9.47	11.25
存货周转率	77.64	191.71	193.86	191.03	189.75
总资产周转率	0.73	1.64	1.87	2.30	2.54
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.25	0.32	0.41	0.49
每股经营现金流	0.81	1.71	1.17	1.04	1.08
每股净资产	3.59	3.81	4.04	4.33	4.67
估值比率					
市盈率	44.55	38.32	29.84	23.37	19.91
市净率	2.70	2.54	2.40	2.24	2.08
EV/EBITDA	10.74	10.40	7.09	5.18	3.91
EV/EBIT	11.99	11.35	8.00	5.76	4.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com