

宏润建设 (002062)

证券研究报告

2024年05月14日

建筑+新能源双轮驱动，打造第二成长曲线

民营市政工程龙头，轨交盾构领域技术领先

公司成立于1994年，2006年在深交所上市，是拥有“双特双甲”资质的国家重点高新技术企业，是国内第一家进行城市轨道交通地下盾构施工的民营企业。主营业务包括市政工程、城市轨道交通工程施工、房屋建筑工程、新能源开发业务等，其中核心业务为轨道交通工程和市政工程。23年建筑业收入占比86%，毛利占比60%。近三年资产负债率持续下降，财务费用率明显降低，报表质量有明显改善。2015年以来公司经营性现金流净额持续为正，现金储备充足，具备较强的投融资能力。22-23年经营性现金流净额分别为12.4、10.1亿元，净现比分别为256%、267%。

电站运营经验丰富，打造光伏垂直产业链一体化

公司至今已有近10年的光伏电站运营管理经验。2011年收购上海泰阳绿色能源有限公司，2014年投资青海80兆瓦光伏电站全部并网发电，并开始产生并表营业收入。2023年3月7日公司与宣城市人民政府签订《战略合作框架协议》，拟在宣州区投资建设10GW高效光伏电池组件项目、10GW光伏电池片项目及900MW集中式光伏电站项目。此外，23年新设子公司宏润新能源投资有限公司、上海宏润储能科技有限公司等开展光伏领域相关业务。

未来3-5年计划投资新能源电站装机规模合计不少于3GW

近年来公司加快新能源转型步伐，实现建筑+新能源的双轮驱动，23年新能源业务实现营收1.82亿元，同比+61%，毛利率43.3%。未来公司将以EPC模式下的光伏电站建设为抓手，加快光伏产业布局，以光伏电站投资及并网运营业务为切入点，向产业上游延伸至光伏组件及电池片产品的研发、生产和销售。通过与央企合作，向风能、储能等相关业务横向拓展，未来3-5年投资分布式光伏电站不少于1GW、集中式光伏电站不少于1GW、风电及储能电站不少于1GW，有望打造第二增长曲线。

拟定增打开成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级

公司拟定增募集资金10.24亿元用于建设工程施工总承包及地铁盾构施工设备升级改造、研发中心建设项目和偿还银行贷款。我们预计公司24-26年归母净利润分别为3.8、4.4、5.1亿元，同比分别+13%、+14%、+18%。截至5月13日收盘，公司市盈率分位数和市净率分位数分别为26.0%、0.63%，处于上市以来的历史相对低位。我们认为公司新能源业务的规划明确，当前或处于公司业务转型的关键拐点，建议重视估值预期差。我们采用分部估值法，参考可比公司估值，分别给予新能源业务24年25倍PE，给予建筑业务11.5倍PE，合计市值51.1亿元，对应24年目标价4.63元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：新能源业务拓展不及预期，应收账款减值风险，区域竞争加剧，电站投产后盈利能力不及预期，市值较小导致股价波动或较大。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,698.88	6,425.66	6,723.55	7,334.98	8,105.43
增长率(%)	(15.72)	(26.13)	4.64	9.09	10.50
EBITDA(百万元)	1,235.36	881.58	733.31	839.34	996.10
归属母公司净利润(百万元)	364.39	339.06	382.49	436.31	513.45
增长率(%)	(8.82)	(6.95)	12.81	14.07	17.68
EPS(元/股)	0.33	0.31	0.35	0.40	0.47
市盈率(P/E)	12.50	13.43	11.90	10.44	8.87
市净率(P/B)	1.11	1.05	0.99	0.93	0.86
市销率(P/S)	0.52	0.71	0.68	0.62	0.56
EV/EBITDA	3.98	3.94	3.10	2.18	1.25

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	4.13元
目标价格	4.63元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,102.50
流通A股股本(百万股)	989.93
A股总市值(百万元)	4,553.33
流通A股市值(百万元)	4,088.41
每股净资产(元)	4.03
资产负债率(%)	68.06
一年内最高/最低(元)	5.85/3.13

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

任嘉禹 联系人
renjiayu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《宏润建设-半年报点评:归母净利润持续上升，业务结构逐步改善》2017-08-24
- 《宏润建设-年报点评报告:业务结构持续改善，区域龙头加大 PPP 布局》2017-03-28

内容目录

1. 公司概况：老牌建筑民企，建筑+新能源双轮驱动.....	3
2. 财务分析：盈利能力改善，财务结构健康.....	5
3. 未来看点：建筑+新能源双轮驱动，打造光伏垂直产业链一体化，打开成长空间.....	9
4. 盈利预测和投资建议.....	11
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司股权结构（截至 24Q1 末）.....	3
图 3：公司主要业务情况概览.....	4
图 4：2004-2024Q1 公司营业收入及同比增速.....	5
图 5：2004-2024Q1 公司归母净利润及同比增速.....	5
图 6：2018-2023 年公司新承接工程额.....	5
图 7：2018-2023 年公司分业务新承接工程额（亿元）.....	5
图 8：2004-2024Q1 公司毛利率及净利率.....	6
图 9：2004-2024Q1 公司费用率情况.....	6
图 10：2004-2024Q1 公司现金流净额.....	7
图 11：2019-2023 年可比公司 ROE.....	7
图 12：2019-2023 年可比公司资产负债率.....	7
图 13：2019-2023 年可比公司总资产周转率.....	7
图 14：2019-2023 年可比公司净利率.....	7
图 15：2019-2023 年可比公司净现比.....	8
图 16：2019-2023 年可比公司应收账款周转天数.....	8
图 17：公司新能源业务营业收入及增速.....	9
图 18：公司新能源业务毛利率.....	9
图 19：公司上市以来分红情况统计.....	10
表 1：公司近期签订的新能源领域投资协议.....	9
表 2：公司新能源业务相关的重要子公司情况.....	10
表 3：公司定增拟募投资项目情况.....	10
表 4：公司收入拆分预测.....	11
表 5：公司费用率预测.....	12
表 6：可比公司估值表.....	12
表 7：公司分部净利润及估值.....	13

1. 公司概况：老牌建筑民企，建筑+新能源双轮驱动

历久弥新的地方民营建筑企业。公司成立于 1994 年，并于 2006 年在深交所上市。公司是国内第一家进行城市轨道交通地下盾构施工的民营企业，也是国内首家拥有市政公用、建筑工程施工总承包双特级，以及市政、建筑行业双甲级设计资质的高新技术民营企业，早年以工程业务为主，随后向着新能源方向持续转型。

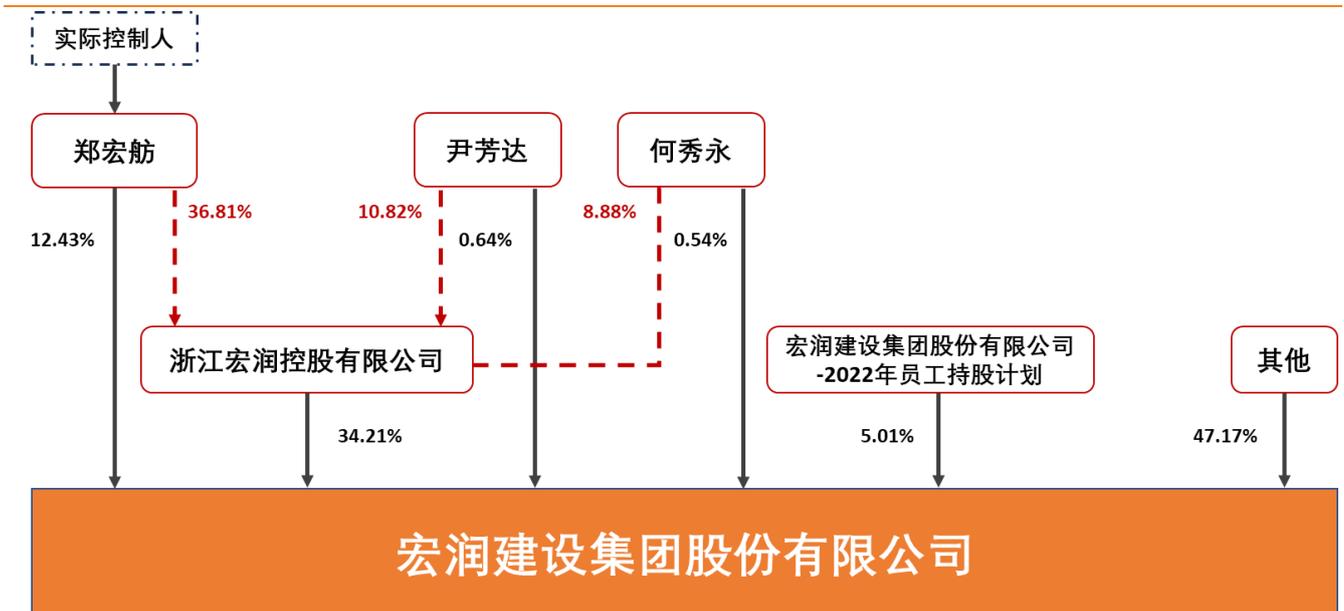
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

股权结构稳定，员工持股提高管理层积极性。公司实控人为郑宏舫先生，自上市以来任公司董事长，截至 24Q1 未直接持有公司 12.43% 股权，同时通过持有控股股东浙江宏润控股有限公司 36.81% 股权，间接持有公司 12.59% 股权，并通过 2022 年员工持股计划持有公司 0.8% 股权，合计持股比例为 25.82%。此外，郑宏舫与浙江宏润控股有限公司、尹芳达（2007-2019 年任公司总经理）、何秀永（1994-2022 年为公司副总经理）为一致行动人，截至 23 年末合计持有公司 49.28% 股权。2022 年公司完成员工持股计划，以 4.53 元/股的价格向 39 名公司核心管理人员转让了合计 5.01% 股权，实现了员工利益的绑定。

图 2：公司股权结构（截至 24Q1 末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

“建筑+新能源”双轮驱动。公司主营轨道交通、市政工程、公路桥梁、地下空间及综合管廊、水务环保、海上工程、房屋建筑等工程施工，房地产开发，基础设施项目投资建设，太阳能产业等。2011年，公司收购上海泰阳绿色能源有限公司，向着光伏发电领域转型。2014年，投资青海80兆瓦光伏电站全部并网发电。2023年，公司与宣城市人民政府签订《战略合作框架协议》，宏润宣城市新能源产业园项目签约，通过与央企国企的全面合作，加快光伏产业布局，提升“建筑+新能源”双轮驱动能力；此外，公司投资设立上海宏润储能科技有限公司，开展储能项目EPC工程总承包以及储能产品研发、生产和销售等业务。

图 3：公司主要业务情况概述

建筑施工

主营市政路桥、轨道交通、地下空间（地下综合管廊）、房屋建筑、生态环保、海上工程等建筑业，拥有市政公用工程施工总承包特级、建筑工程施工总承包特级和工程设计市政行业甲级、建筑行业甲级资质，以及公路工程施工总承包、机电工程施工总承包、建筑装修装饰工程专业承包、地基基础工程专业承包等壹级资质，城市轨道交通工程专业承包资质。

房地产

宏润建设下属子公司包括上海宏润地产有限公司及其子公司、龙口宏大房地产开发有限公司、浙江全景置业有限公司、蒙古国HONGRUN SFECO有限公司等。开发项目包括上海宏润国际花园、宏润韶光花园、浦江丽都、象山宏润花园、无锡东城中央府、杭州东方君悦、蒙古国上海小区等。

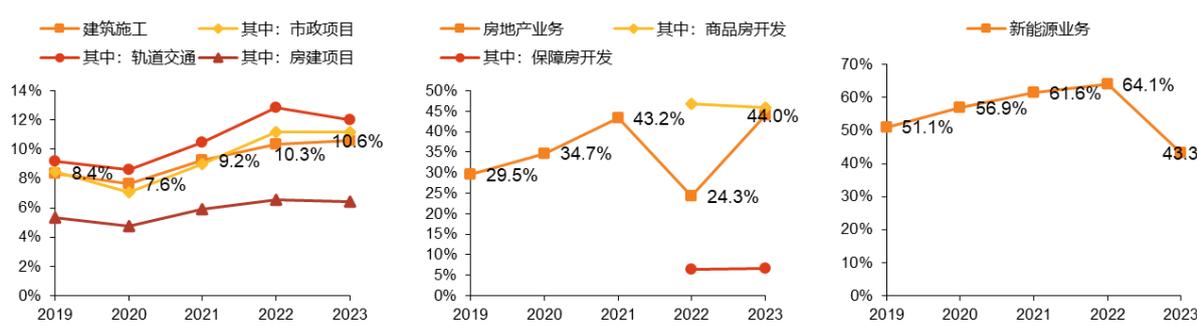
新能源业务

2011年，公司收购上海泰阳绿色能源有限公司，进入光伏新能源领域。2014年，青海宏润新能源投资有限公司80兆瓦光伏电站全部并网发电。2023年，成立各新能源子公司，开展光伏电池片、高效光伏电池组件等产品的研发、生产和销售，以及光伏电站项目投资建设。设立上海宏润储能科技有限公司，开展储能项目EPC工程总承包以及储能产品研发、生产和销售等业务。

2019-2023年分业务营业收入



2019-2023年分业务毛利率

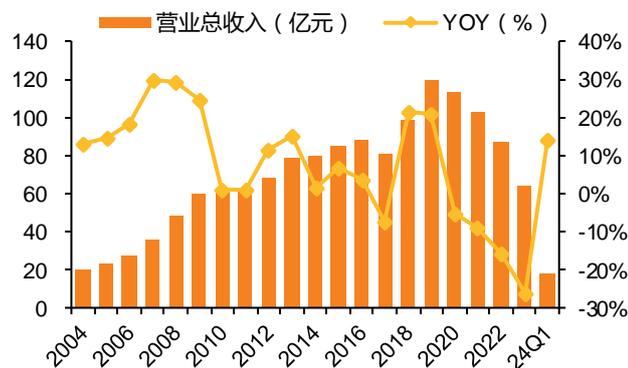


资料来源: Wind, 公司官网, 天风证券研究所

2. 财务分析：盈利能力改善，财务结构健康

近年来收入利润持续承压，盈利能力逐步增强。2023 年，公司收入、归母净利润分别为 64.26、3.39 亿元，同比分别-26.1%、-7.0%。从收入来看，2019 年以前，公司传统的建筑施工主业的收入总体保持了较好的增长，带动整体营收规模稳步增长，17 年收入波动主要由于房地产开发业务收入大幅下滑，随后施工业务的放量带动整体收入持续上行，至 2019 年达到 119 亿元的收入高峰，随后我们判断由于基建投资增速放缓、宏观经济环境下行压力加大、地方政府财政趋紧等因素影响，公司工程订单及营业收入开始逐步承压。从利润层面来看，2011 年公司房地产业绩同比大幅下降，导致当年利润显著承压，2012 年以后归母净利润延续了增长趋势，至 2020 年开始随着收入的下降而下降。24Q1 公司收入、归母净利润分别为 17.8、1.2 亿元，同比分别+14%、-19%，收入增长而利润下滑，我们判断主要由于 23Q1 同期冲回了较多减值损失所致。

图 4：2004-2024Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

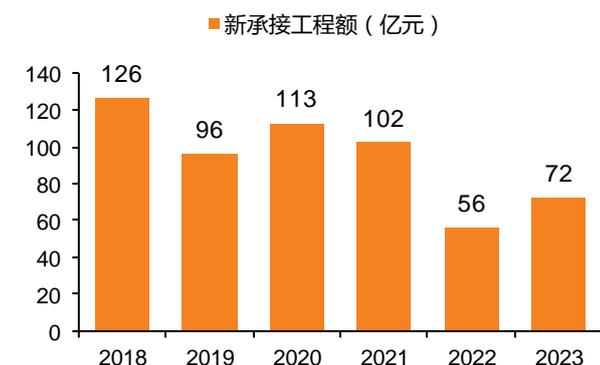
图 5：2004-2024Q1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

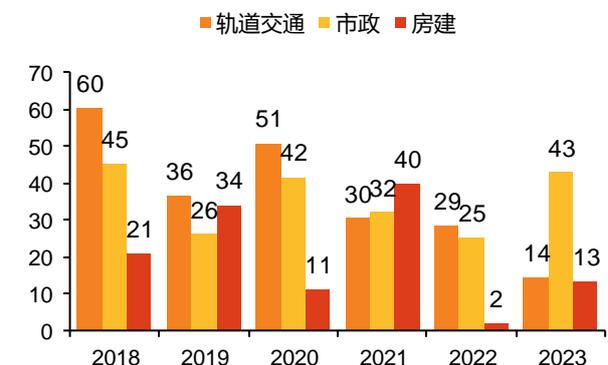
建筑业务作为公司传统主业，贡献收入和毛利润的大头。23 年公司建筑业收入占比 86%，毛利占比 60%，其中市政、轨交、房建业务收入占比分别为 40%、30%、16%，毛利占比分别为 29.5%、23.6%、6.9%。从订单角度，21-23 年公司新承接工程额（新签+中标）分别为 102、56、72 亿元，23 年同比+29%。2024 年，公司计划承接工程业务总量 100 亿元，其中承接建筑工程业务 70 亿、风光储等各类 EPC 业务合同 30 亿元；计划新签产品销售类合同 25 亿元。

图 6：2018-2023 年公司新承接工程额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

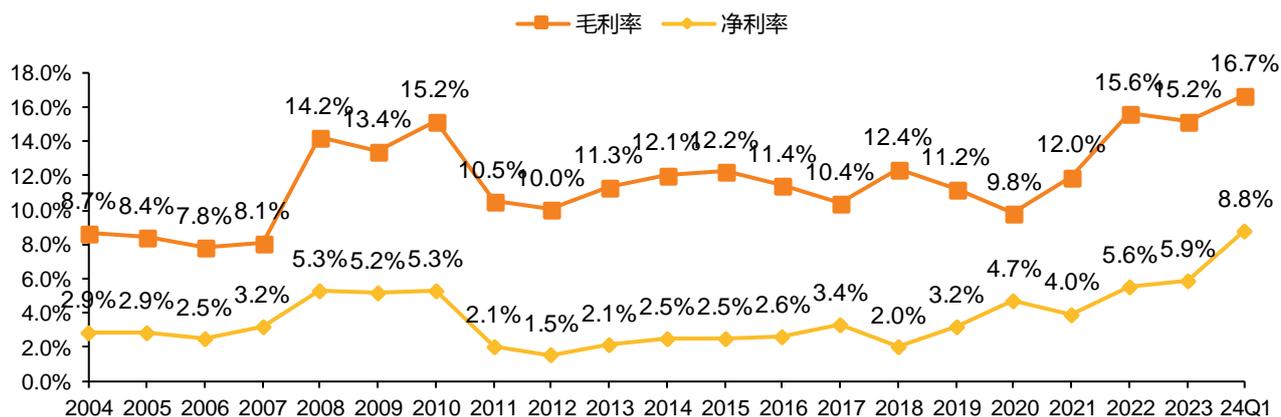
图 7：2018-2023 年公司分业务新承接工程额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

整体盈利能力稳步提升。2008-2010 年毛净利率位于阶段性高位，随后的十年内基本较为稳定，毛利率大约在 10-12% 上下波动，而净利率则呈现小幅度的改善趋势，从 2011 年的 2.1% 增长至 2019 年的 3.2%。2020 年开始，公司毛净利率均有明显提升，至 2023 年毛利率为 15.2%，净利率为 5.9%，我们判断主要有三个原因：1) 公司传统施工业务毛利率逐步改善；2) 毛利率高于施工业务的房地产业务收入占比较高；3) 高毛利率的新能源业务占比逐步提升。

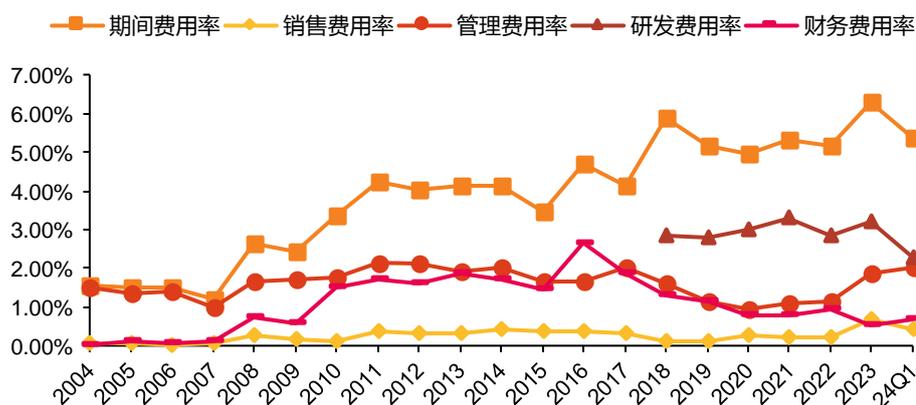
图 8：2004-2024Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

收入下滑导致费用未能有效摊薄，债务规模缩减带动财务费用改善。公司整体费用率呈现波动上升趋势，我们判断 09-17 年财务费用率的提升是期间费用率增长的重要因素。19 年以后，我们认为由于收入规模的下滑导致各项费用未能有效摊薄，使得费用率改善不明显。2023 年期间费用率为 6.28%，销售、管理、研发费用率均有提升，而 18 年以来财务费用率持续下行，特别是 23 年在整体收入下降的情况下仍同比-0.4pct 至 0.55%，主要由于刚性债务减少、利息费用相应减少，使得财务费用的绝对值有明显下降。

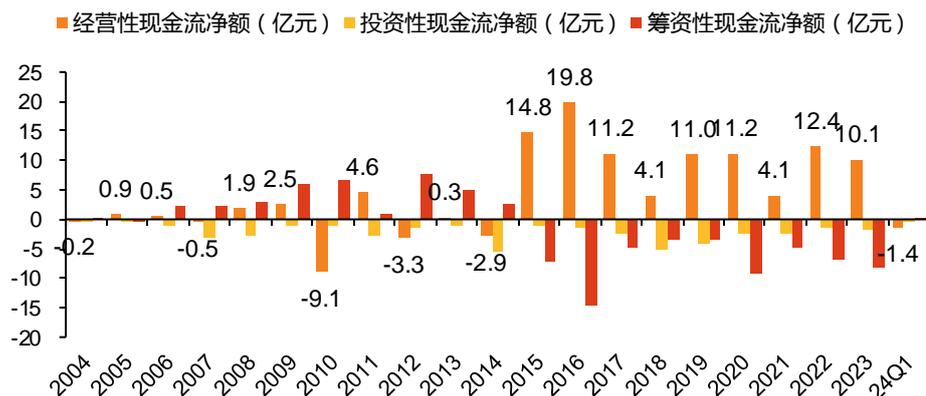
图 9：2004-2024Q1 公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流方面，2015 年以来公司经营性现金流净额持续为正，现金储备充足，具备较强的投融资能力。22-23 年经营性现金流净额分别为 12.4、10.1 亿元，净现比分别为 256%、267%，表明了公司回款情况较好，主营业务的发展健康。15-23 年筹资活动现金流净额持续为负，我们认为主要由于公司借款规模下降，报表质量持续改善。

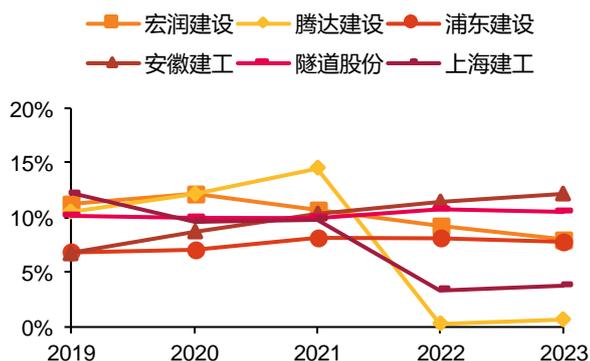
图 10：2004-2024Q1 公司现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

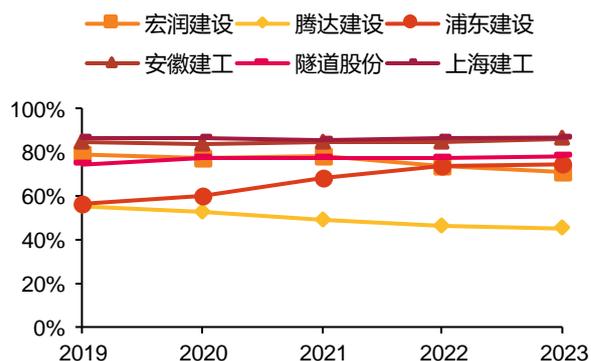
近 5 年公司 ROE 处于可比公司平均水平，20 年以来持续下滑，我们认为主要由于总资产周转率下降较多，而净利率则稳步提升，从 19 年的 3.2% 提升至 23 年的 5.9%，22-23 年净利率均处于可比公司最高水平，资产负债率整体处于下降趋势，从 19 年的 79% 下降至 23 年的 71%。

图 11：2019-2023 年可比公司 ROE



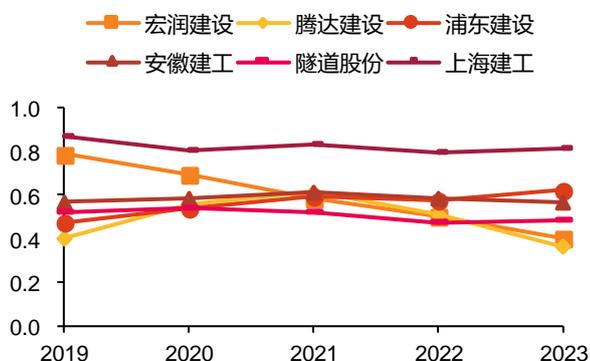
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2019-2023 年可比公司资产负债率



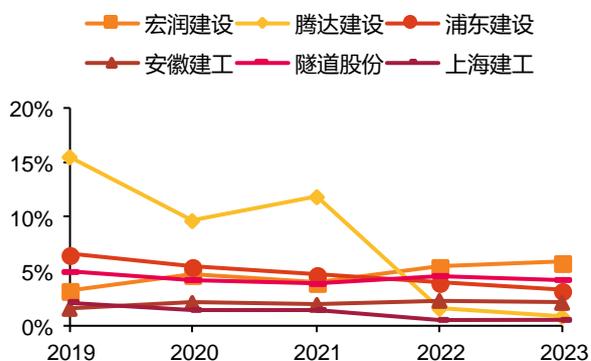
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2019-2023 年可比公司总资产周转率



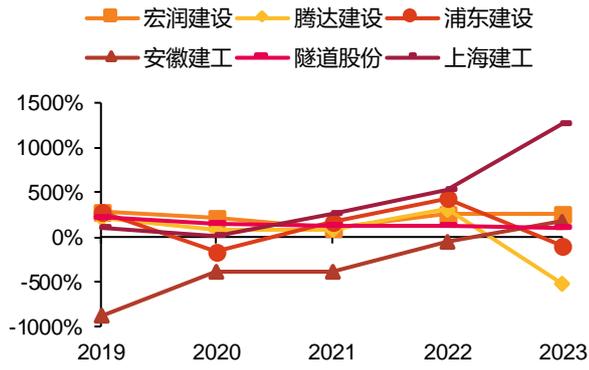
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2019-2023 年可比公司净利率



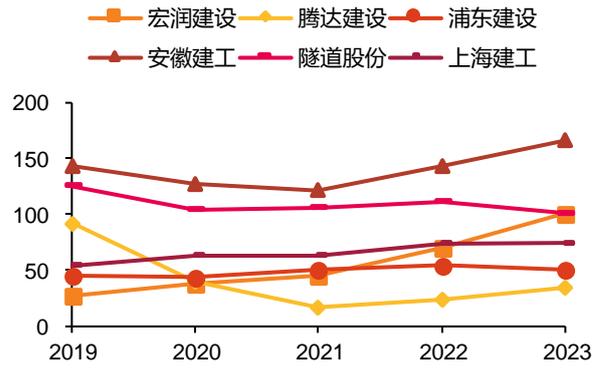
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2019-2023 年可比公司净现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2019-2023 年可比公司应收账款周转天数



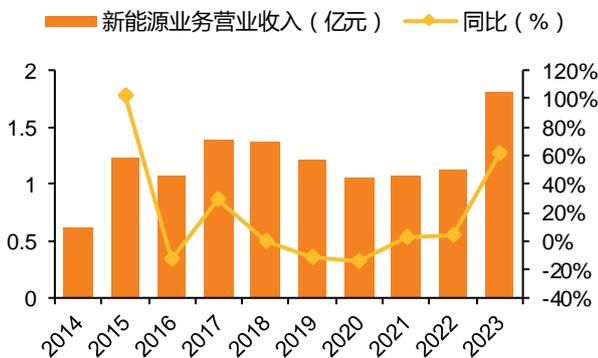
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 未来看点：建筑+新能源双轮驱动，打造光伏垂直产业链一体化，打开成长空间

向能源基建领域转型，未来 3-5 年计划投资新能源电站装机规模合计不少于 3GW。未来公司将以 EPC 模式下的光伏电站建设为抓手，加快光伏产业布局，以光伏电站投资及并网运营业务为切入点，向产业上游延伸至光伏组件及电池片产品的研发、生产和销售。通过与央企国企合作，向风能、储能等相关业务横向拓展，未来 3-5 年投资分布式光伏电站不少于 1GW、集中式光伏电站不少于 1GW、风电及储能电站不少于 1GW。努力打造新能源一体化产业链，优化公司业务结构和盈利模式，提升公司第二增长曲线。

公司具备充足的光伏电站运营管理经验。2011 年，公司收购上海泰阳绿色能源有限公司，向着光伏发电领域转型。2014 年，投资青海 80 兆瓦光伏电站全部并网发电，并开始产生并表营业收入，至今已有近 10 年光伏电站运营管理经验。2023 年，公司新能源业务实现营业收入 1.82 亿元，同比+61%，毛利率为 43.3%。

图 17：公司新能源业务营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司新能源业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

与地方政府开展战略合作，打造光伏垂直产业链。2023 年 3 月 7 日，公司与宣城市人民政府签订《战略合作框架协议》，双方拟在新能源产业领域开展全面合作，公司拟在宣州区投资建设 10GW 高效光伏电池组件项目、10GW 光伏电池片项目及 900MW 集中式光伏电站项目，宣城市人民政府对公司的上述项目给以产业扶持政策，并纳入安徽省及宣城市百亿级重大项目库，以支持公司的新能源产业持续发展。

表 1：公司近期签订的新能源领域投资协议

时间	签订协议情况	内容
2024 年 4 月 9 日	宏润新能源投资有限公司与安徽省宣城市宣州区水东镇人民政府签署《项目投资协议》	在水东镇投资建设约 200MW/400MWh 储能电站及相关配套生产项目
2023 年 4 月 17 日	子公司上海皖宏与百色市田阳区人民政府签订了《百色市田阳区 1000MW 分布式太阳能光伏发电项目合作框架协议》	建设各村、乡、镇、农户、党政机关、工商业屋顶装机及荒山荒地荒坡村级电站总装机容量共 1000MW
2023 年 3 月 7 日	与宣城市宣州区人民政府签订《战略合作框架协议》	在宣州区投资建设 10GW 高效光伏电池组件项目、10GW 光伏电池片项目及 900MW 集中式光伏电站项目，并纳入安徽省及宣城市百亿级重大项目库
2023 年 3 月 7 日	与宣城高新技术产业开发区管理委员会、宣城综合保税区投资运营管理有限公司签署《5GW 高效光伏电池组件项目投资协议》	计划总投资约 100,000 万元人民币，宏润新能源产业园于 2023 年 8 月已完成一期投产和二期开工

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在光伏领域，公司注重新能源业务的整合，23年新设子公司宏润新能源投资有限公司、上海宏润储能科技有限公司等开展光伏领域相关业务，同时联合国家电力、国家电投集团等央企成立合资公司专注于电站项目开发。

表 2：公司新能源业务相关的重要子公司情况

公司名称	主要业务	持股比例	营业收入 (万元)	营业利润 (万元)	净利润 (万元)
上海泰阳绿色能源有限公司	太阳能光伏电池片、组件和太阳能光伏系统的研制、生产和销售	100%	24.86	-349.63	1,088.06
青海宏润新能源投资有限公司	太阳能光伏电池片、组件生产，太阳能电站工程	100%	12,038.95	2,437.19	2,007.12
宏润新能源投资有限公司	新能源投资业务	100%	-	-1,113.05	-850.67
宏润泰阳（宣城）绿色能源有限公司	太阳能光伏组件生产	100%	5,825.04	-2,787.85	-2,094.38

注：数据截至 2023 年报

资料来源：公司公告，天风证券研究所

定增募投项目打开成长空间。2023 年 12 月，公司定增方案获得批复，拟向不超过 35 名特定投资者发行股票预计募集资金总额不超过 10.24 亿元，在扣除发行费用后实际募集资金将用于建设施工工程总承包及地铁盾构施工设备升级改造项目、研发中心建设项目和偿还银行贷款。发行数量不超过 3.31 亿股（含本数），不超过发行前公司总股本的 30%，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日（不含定价基准日）公司股票交易均价的 80%。

表 3：公司定增拟募投项目情况

项目名称	项目投资额 (亿元)	拟使用募集资金投资金额 (亿元)
建设施工工程总承包及地铁盾构施工设备升级改造项目	57.99	6.42
研发中心建设项目	3.19	1.82
偿还银行贷款项目	2.00	2.00
合计	63.18	10.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

23 年 1 月，公司发布未来三年（2023-2025 年）股东回报规划，23-25 年以现金方式累计分配的利润不少于 23-25 年实现的年均可分配利润的 30%。23 年公司现金分红总额 1.1 亿元，现金分红比例为 32.4%，对应 2024 年 5 月 9 日收盘价的股息率为 2.4%。上市至今公司平均分红率为 24.8%，20 年以来分红率均在 30%左右。

图 19：公司上市以来分红情况统计



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

结合公司业务发展趋势，我们对公司收入及毛利率做出如下预测：

- 1) 建筑施工：**建筑施工业务为公司传统主业，也是收入的重要来源。近年来受宏观环境影响，公司新签订单及收入均有所波动，总体看，我们预计 24-26 年收入或保持稳健增长，其中，我们预计 24-26 年市政及轨道交通业务收入增速或逐步放缓，房建业务收入或延续此前的下滑趋势。毛利率方面，我们预计在公司坚持稳中求进的基本方针下，未来或更加聚焦长三角优质项目的获取，毛利率均有望稳步提升。
- 2) 房地产业务：**公司房地产业务主要包括商品房和保障房开发等，20 年以来，除 22 年因保障房项目带动收入显著增加以外，其余年份均呈现下滑趋势。我们判断 24-26 年地产类业务的收入增速或继续下滑，毛利率则预计维持稳定。
- 3) 新能源业务：**公司近年来持续在新能源业务领域发力，计划未来 3-5 年投资分布式光伏电站不少于 1GW、集中式光伏电站不少于 1GW、风电及储能电站不少于 1GW（23 年末在运营的光伏电站装机规模仅 80MW）。我们参考中国电建、三峡能源、芯能科技 23 年的清洁能源单 GW 装机对应的收入情况，预计公司 24-26 年新能源收入增速分别为 81%、120%、70%，毛利率方面预计有所下滑，主要考虑到新电站投产到运营仍需要一定周期，且电站 EPC 类业务的毛利率显著低于电站运营。

表 4：公司收入拆分预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11316.6	10321.5	8698.9	6425.7	6723.6	7335.0	8105.4
YOY (%)	-5.2%	-8.8%	-15.7%	-26.1%	4.6%	9.1%	10.5%
建筑施工	10494.9	9549.5	5697.0	5534.8	5832.4	6152.1	6482.7
YOY (%)	0.3%	-9.0%	-40.3%	-2.8%	5.4%	5.5%	5.4%
其中：市政项目	3145.5	3268.3	2377.6	2568.7	2775.3	2969.6	3147.8
YOY (%)	9.0%	3.9%	-27.3%	8.0%	8.0%	7.0%	6.0%
其中：轨道交通	5957.9	4718.5	1679.8	1914.0	2162.8	2422.4	2688.8
YOY (%)	0.2%	-20.8%	-64.4%	13.9%	13.0%	12.0%	11.0%
其中：房建项目	1391.5	1562.7	1639.6	1052.1	894.2	760.1	646.1
YOY (%)	-14.9%	12.3%	4.9%	-35.8%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
房地产业务	678.1	614.3	2841.2	648.8	486.6	365.0	273.7
YOY (%)	-48.5%	-9.4%	362.5%	-77.2%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
新能源业务	104.9	107.8	112.7	181.8	329.2	723.8	1231.3
YOY (%)	-14.2%	2.8%	4.5%	61.3%	81.1%	119.9%	70.1%
其他业务	38.7	49.9	48.0	60.3	75.3	94.2	117.7
YOY (%)	-0.6%	28.9%	-3.6%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
营业成本	10209.1	9086.3	7339.9	5449.7	5694.4	6149.2	6727.9
建筑施工	9693.6	8669.0	5108.6	4949.3	5191.8	5457.6	5732.8
其中：市政项目	2922.7	2974.0	2112.1	2281.0	2458.9	2628.1	2782.6
其中：轨道交通	5445.3	4224.8	1464.2	1683.7	1896.8	2119.6	2347.3
其中：房建项目	1325.6	1470.3	1532.3	984.7	836.1	709.9	602.8
房地产业务	442.8	348.7	2152.1	363.6	272.7	204.5	153.4
新能源业务	45.2	41.4	40.4	103.1	187.6	434.3	775.7
其他业务	27.6	27.2	38.7	33.8	42.2	52.8	66.0
毛利率	9.8%	12.0%	15.6%	15.2%	15.3%	16.2%	17.0%
建筑施工	7.6%	9.2%	10.3%	10.6%	11.0%	11.3%	11.6%
其中：市政项目	7.1%	9.0%	11.2%	11.2%	11.4%	11.5%	11.6%
其中：轨道交通	8.6%	10.5%	12.8%	12.0%	12.3%	12.5%	12.7%

其中：房建项目	4.7%	5.9%	6.5%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%
房地产业务	34.7%	43.2%	24.3%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
新能源业务	56.9%	61.6%	64.1%	43.3%	43.0%	40.0%	37.0%
其他业务	28.7%	45.5%	19.4%	43.9%	43.9%	43.9%	43.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率方面，我们认为公司期间费用率有望随着收入的正增长而逐步摊薄，预计 24-26 年分别为 6.0%、5.9%、5.9%，其中，我们预计销售费用率或随着公司新能源业务的开展而有所增加，管理费用率有望维持下降，研发费用率或与 23 年持平，财务费用率则有望随着刚性债务的减少而有所降低。

表 5：公司费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.19%	0.24%	0.68%	0.70%	0.71%	0.72%
管理费用率	1.08%	1.13%	1.85%	1.82%	1.80%	1.77%
研发费用率	3.29%	2.84%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
财务费用率	0.78%	0.94%	0.55%	0.25%	0.14%	0.16%
期间费用率	5.34%	5.14%	6.28%	5.97%	5.85%	5.85%

资料来源：Wind，天风证券研究所

按照业务结构来看，我们认为公司估值可与两类公司进行比较：一类是以传统基建、房建施工业务为主的区域型建筑公司，如腾达建设、上海建工、浦东建设、安徽建工、隧道股份；另一类是以光伏电站 EPC 以及电站投资运营为代表的公司，如永福股份、芯能科技、晶科科技、能辉科技，当前上述两类可比公司 24 年平均 PE 分别为 8.5、23.3 倍。

表 6：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
传统建筑工程											
600512.SH	腾达建设	34.86	2.18	0.03	0.23	0.27	-	74.05	9.35	8.10	-
600170.SH	上海建工	213.26	2.40	0.18	0.20	0.22	0.25	13.69	11.96	10.70	9.63
600284.SH	浦东建设	59.96	6.18	0.59	0.67	0.75	0.87	10.39	9.28	8.20	7.13
600502.SH	安徽建工	87.54	5.10	0.91	1.03	1.17	1.32	5.64	4.96	4.36	3.88
600820.SH	隧道股份	222.60	7.08	0.93	1.02	1.10	1.17	7.57	6.91	6.41	6.06
	平均							22.27	8.49	7.56	6.67
电站 EPC 及投资运营											
300712.SZ	永福股份	51.03	27.21	0.29	1.20	1.70	-	93.93	22.68	15.99	-
603105.SH	芯能科技	46.20	9.24	0.44	0.54	0.67	0.79	20.99	17.12	13.83	11.71
601778.SH	晶科科技	107.84	3.02	0.11	0.22	0.27	0.30	28.13	13.96	11.37	9.97
301046.SZ	能辉科技	35.55	23.75	0.39	0.60	0.77	0.92	61.09	39.42	31.03	25.83
	平均							51.03	23.29	18.06	15.84
002062.SZ	宏润建设	45.53	4.13	0.31	0.35	0.40	0.47	13.43	11.90	10.44	8.87

注：股价截至 20240513，除宏润建设外，其余公司 EPS 均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 3.8、4.4、5.1 亿元，同比分别+13%、+14%、+18%。我们认为公司新能源业务的规划明确，未来有望保持快速成长，随着业务占比的持续提升，当前或处于公司业务转型的关键拐点，建议重视估值预期差。我们采用分部估值法，参考可比公司估值，分别给予新能源业务 24 年 25 倍 PE，给予建筑业务 11.5 倍 PE，合计市值 51.1 亿元，对应 24 年目标价 4.63 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：公司分部净利润及估值

	24 年 毛利润	24 年 毛利润占比	24 年归母净 利润 (亿元)	净利率	可比公司 PE	给予 PE	对应市值 (亿元)
新能源业务	1.42	13.8%	0.53	16.0%	22.7	25.0	13.2
建筑业务及其他	8.88	86.2%	3.30	5.2%	8.5	11.5	37.9
合计	10.29	100.0%	3.82	5.7%	-	13.4	51.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

新能源业务拓展不及预期：我们对于公司未来前景的预测主要基于公司新能源业务的快速拓展。若后续该业务推进速度不及预期，则可能导致公司未来估值、收入、利润的提升不及预期。

应收账款减值风险：公司传统主业仍以建筑施工为主，若后续地方财政压力持续加大，项目资金及回款受阻，则可能导致公司相关应收账款的账龄延长，从而产生较多的减值损失。

区域竞争加剧：近年来建筑业市场份额逐步向着资金优势、技术优势凸显的大型建筑央企集中，若后续建筑业市场的区域竞争加剧，则可能导致公司新签订单增长不及预期。

电站投产后盈利能力不及预期：公司未来计划投产较多的新能源电站，可能因投产后运行效率、成本控制等因素导致电站盈利能力不及预期。

市值较小导致股价波动或较大：截至 5 月 13 日收盘公司总市值小于 50 亿，可能因流通盘较小而导致股价波动较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,015.37	2,893.67	3,214.55	3,654.99	4,089.58
应收票据及应收账款	2,035.14	1,685.55	2,049.76	1,694.60	2,132.96
预付账款	2.24	4.84	1.06	5.36	2.22
存货	2,001.57	1,906.14	2,220.49	2,212.49	2,637.47
其他	281.89	254.17	4,490.28	5,029.89	4,581.53
流动资产合计	7,336.20	6,744.36	11,976.14	12,597.33	13,443.76
长期股权投资	1,249.93	1,295.34	1,320.34	1,340.34	1,355.34
固定资产	875.89	1,030.61	1,092.90	1,186.98	1,306.33
在建工程	134.70	156.55	185.24	216.19	248.95
无形资产	68.87	69.99	67.95	65.91	64.34
其他	1,232.19	1,146.84	1,425.64	1,329.96	1,363.62
非流动资产合计	3,561.57	3,699.33	4,092.06	4,139.38	4,338.58
资产总计	16,384.62	15,600.93	16,068.20	16,736.71	17,782.34
短期借款	1,481.74	788.05	654.98	602.00	573.00
应付票据及应付账款	6,973.23	6,723.16	6,880.20	7,467.89	7,856.73
其他	1,554.83	1,395.81	2,570.15	2,423.26	2,791.36
流动负债合计	10,009.81	8,907.01	10,105.33	10,493.14	11,221.09
长期借款	1,127.87	1,230.95	1,019.00	948.00	857.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	124.27	93.51	107.11	108.29	102.97
非流动负债合计	1,252.14	1,324.46	1,126.11	1,056.29	959.97
负债合计	12,016.93	11,055.45	11,231.44	11,549.44	12,181.06
少数股东权益	259.89	200.08	233.17	274.82	328.53
股本	1,102.50	1,102.50	1,102.50	1,102.50	1,102.50
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	2,938.92	3,167.73	3,435.48	3,740.90	4,100.31
其他	66.37	75.17	65.61	69.05	69.94
股东权益合计	4,367.68	4,545.49	4,836.76	5,187.27	5,601.28
负债和股东权益总计	16,384.62	15,600.93	16,068.20	16,736.71	17,782.34

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	483.38	379.91	382.49	436.31	513.45
折旧摊销	129.78	123.59	134.73	146.70	160.62
财务费用	106.00	49.14	16.97	10.41	12.75
投资损失	(13.09)	(37.31)	(38.00)	(12.00)	(15.00)
营运资金变动	1,193.77	405.10	448.78	393.27	385.04
其它	(660.61)	92.18	53.29	67.50	81.72
经营活动现金流	1,239.22	1,012.61	998.27	1,042.19	1,138.58
资本支出	61.72	369.59	210.07	268.51	316.49
长期投资	13.06	45.41	25.00	20.00	15.00
其他	(235.28)	(601.30)	(482.58)	(624.54)	(693.72)
投资活动现金流	(160.49)	(186.30)	(247.51)	(336.03)	(362.24)
债权融资	(577.90)	(809.02)	(291.38)	(120.42)	(165.60)
股权融资	(99.17)	(100.20)	(138.49)	(145.30)	(176.16)
其他	(6.52)	87.08	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(683.60)	(822.14)	(429.87)	(265.72)	(341.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	395.13	4.16	320.88	440.44	434.59

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,698.88	6,425.66	6,723.55	7,334.98	8,105.43
营业成本	7,339.87	5,449.74	5,694.43	6,149.18	6,727.88
营业税金及附加	171.28	87.77	91.84	100.19	110.71
销售费用	20.78	43.53	47.06	52.08	58.36
管理费用	98.09	119.15	122.37	132.03	143.47
研发费用	246.85	205.75	215.29	234.87	259.54
财务费用	81.63	35.28	16.97	10.41	12.75
资产/信用减值损失	(122.15)	(83.14)	(72.00)	(86.00)	(100.00)
公允价值变动收益	(1.45)	1.08	6.01	8.00	5.00
投资净收益	13.09	37.31	38.00	12.00	15.00
其他	206.73	78.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	644.16	450.90	507.61	590.22	712.72
营业外收入	2.74	15.01	17.00	15.00	8.00
营业外支出	0.10	1.13	0.50	0.58	1.00
利润总额	646.80	464.77	524.11	604.65	719.72
所得税	163.42	84.87	94.34	108.84	129.55
净利润	483.38	379.91	429.77	495.81	590.17
少数股东损益	118.99	40.85	47.27	59.50	76.72
归属于母公司净利润	364.39	339.06	382.49	436.31	513.45
每股收益(元)	0.33	0.31	0.35	0.40	0.47

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-15.72%	-26.13%	4.64%	9.09%	10.50%
营业利润	27.38%	-30.00%	12.58%	16.28%	20.75%
归属于母公司净利润	-8.82%	-6.95%	12.81%	14.07%	17.68%
获利能力					
毛利率	15.62%	15.19%	15.31%	16.17%	17.00%
净利率	4.19%	5.28%	5.69%	5.95%	6.33%
ROE	8.87%	7.80%	8.31%	8.88%	9.74%
ROIC	16.56%	12.18%	14.65%	21.22%	27.17%
偿债能力					
资产负债率	73.34%	70.86%	69.90%	69.01%	68.50%
净负债率	4.43%	-10.08%	-21.78%	-30.92%	-39.13%
流动比率	1.19	1.22	1.19	1.20	1.20
速动比率	1.01	1.03	0.97	0.99	0.96
营运能力					
应收账款周转率	5.04	3.45	3.60	3.92	4.24
存货周转率	3.29	3.29	3.26	3.31	3.34
总资产周转率	0.50	0.40	0.42	0.45	0.47
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.31	0.35	0.40	0.47
每股经营现金流	1.12	0.92	0.91	0.95	1.03
每股净资产	3.73	3.94	4.18	4.46	4.78
估值比率					
市盈率	12.50	13.43	11.90	10.44	8.87
市净率	1.11	1.05	0.99	0.93	0.86
EV/EBITDA	3.98	3.94	3.10	2.18	1.25
EV/EBIT	4.42	4.54	3.79	2.64	1.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com