

2024年7月12日

上海港湾 (605598)

——软土地基出海先锋，被低估的“新质生产力”

增持（首次覆盖）

投资要点：

- **软土地基出海先锋，被低估的“新质生产力”**。上海港湾是一家集勘察、设计、施工、监测于一体的全球性专业岩土工程综合服务提供商。有别于传统建筑企业，公司始于技术创新，2017-2023年，公司平均毛利率超过31%，平均净利率超过12%，平均净现比超过103%，盈利能力和现金流甚至优于部分高科技制造业，是工程类外衣包裹下的“新质生产力”。
- **技术破局引领行业，海外布局厚积薄发**。软土沉降是世界性难题，潜在经济损失难以估量。公司首创“高真空”系列造地技术不用添加水泥、碎石等添加剂，相比常规方法，具有造价节约30%、工期节省50%、承载力高、绿色环保等四大优势。凭借技术革命，公司下游定位与其他企业也有明显差异化，主要聚焦海外市场，国内则主要以标杆性重点工程为主，创立至今完成了包括南海岛礁构筑岛屿工程、上海浦东机场、新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、迪拜棕榈岛等境内外大中型岩土工程项目700余个，工程业绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区的15个国家。考虑公司“三步走”战略中东南亚、中东、拉美等市场业务毛利率逐级上行，公司长期收入和境外业务毛利率有望迎来传统建筑行业稀缺的双升趋势。
- **东南亚及中东景气升温，国内重点项目有望再下一城**。公司业务有效辐射空间超千亿，相较于当下公司不足13亿的收入规模，潜在空间广阔。从当前视角看，印尼、中东以及大连机场等重点项目有望驱动公司业绩提速。**1) 印尼：“PIK岛+迁都”带动地基处理需求**。东南亚地形气候及城市分布决定软土含量较大，印尼作为东盟最大经济体，人口、面积和经济总量的矛盾日益突出，首都雅加达不堪重负，迁都东加里曼丹，以及PIK岛屿的填海为港湾带来了可持续需求。**2) 沙特：NEOM新城预期投资5000亿美元，打开地基处理需求**。沙特是西亚北非地区最大的经济体，随着“2030年愿景”的推进，沙特正在大力发展基建建设，其中NEOM新城是沙特“2030年愿景”的基石和经济引擎，计划总投资5000亿美元，高弹性可期。**3) 国内：大连机场地基处理空间超60亿，港湾有望再下一城**。大连金州湾国际机场是国内首个采用离岸式“人工岛”建设的机场。目前公司联合体3.9亿中标大连机场深层地基处理工程（航站区），后续我们估算除航站区外的施工标段合同价值超60亿元。由于机场涉及大量软土地基处理，是公司优势领域且已经实现航站区中标，后续更大份额可期。
- **盈利预测与估值**：随着国内重点项目大连机场订单的逐步落地以及海外如印尼和中东市场的加速开拓，公司2024-2026年归母净利润分别为2.33亿元、3.27亿元、4.47亿元，对应7月11日股价PE为23、16、12倍。我们选取同样以出海逻辑为驱动力的建筑公司中工国际（国际工程承包商）、北方国际（国际工程承包商）、中材国际（国际水泥工程企业）、中钢国际（国际冶金工程企业）作为可比公司。考虑到公司业绩高成长性（未来三年归母净利润复合增速36.91%），目前PEG为0.63倍，远低于1，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示**：国内宏观经济承压，国际宏观经济增长不及预期，国际地缘政治局势变动等造成订单需求不及预期

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



相关研究

股票数据：2024年7月11日

收盘价(元)	21.89
一年内最高/最低(元)	36.38/13.61
总市值(百万元)	5,380

基础数据：2024年3月31日

总股本(百万股)	246
总资产(百万元)	2,168
净资产(百万元)	1,791
每股净资产(元)	7.28

资料来源：公司公告，ifind

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	885	1,277	1,639	2,167	2,816
同比增长率(%)	20.5	44.3	28.3	32.2	29.9
归母净利润(百万元)	157	174	233	327	447
同比增长率(%)	155.6	11.0	33.7	40.3	36.8
每股收益(元/股)	0.64	0.71	0.95	1.33	1.82
毛利率(%)	36.3	34.3	34.7	35.1	35.5
ROE(%)	10.0	9.9	11.7	14.1	16.2
市盈率	34	31	23	16	12

投资案件

投资评级与估值

随着国内重点项目大连机场订单的逐步落地以及海外如印尼和中东市场的加速开拓，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.33 亿元、3.27 亿元、4.47 亿元，对应 7 月 11 日股价 PE 为 23、16、12 倍。我们选取同样以出海逻辑为驱动力的建筑公司中工国际（国际工程承包商）、北方国际（国际工程承包商）、中材国际（国际水泥工程企业）、中钢国际（国际冶金工程企业）作为可比公司。考虑到公司业绩高成长性（未来三年归母净利润复合增速 36.91%），目前 PEG 为 0.63 倍，远低于 1，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

公司 2021-2023 年新签订单分别为 3.84、16.01、10.62 亿元，我们判断随着国内重点项目大连机场订单的逐步落地以及海外印尼、中东等市场的加速开拓，公司 24 年及后续新签订单有望重回高增。预计 2024-2026 年地基处理业务营收增速 28.00%、33.00%、30.00%，毛利率 39.00%、39.50%、40.00%；桩基工程业务营收增速 30.00%、30.00%、30.00%，毛利率 19.50%、19.50%、19.50%。

投资逻辑及要点

公司是一家全球性专业岩土工程综合服务提供商，首创“高真空”系列造地技术不用添加水泥、碎石等添加剂，相比常规方法，具有造价节约 30%、工期节省 50%、承载力高、绿色环保等四大优势。公司完成了包括南海岛礁构筑岛屿工程、上海浦东机场、新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、迪拜棕榈岛等境内外大中型岩土工程项目 700 余个，项目涉及 15 个国家，2023 年境外收入占比 74.08%。我们认为：1) 市场普遍对公司的成长性认知不足：公司下游潜在市场空间千亿级别，相对公司目前收入体量，规模提升空间广阔。公司在软土地基处理领域技术优势明显，早期公司的新技术因为缺乏标杆性工程背书推广难度较大，替代效应不明显，但随着国内南海岛礁项目、新加坡樟宜机场、迪拜棕榈岛等大型项目的陆续落地，市场拓宽进入“滚雪球”模式，我们判断随着国内重点项目大连机场订单的逐步落地以及海外如印尼和中东市场的加速开拓，公司 24 年及后续新签订单有望开启高增；2) 传统工程类企业盈利能力弱（壁垒低）、现金流差因而无法给予高估值。2017-2023 年，公司平均毛利率超过 31%，平均净利率超过 12%，平均净现比超过 103%，盈利能力和现金流甚至优于部分高科技制造业，是工程类外衣包裹下的“新质生产力”。随着东南亚、中东、拉美等市场的布局完善，业务毛利率将逐级上行，长期收入和毛利率有望迎来传统建筑行业稀缺的双升趋势，公司价值亟待重估。

核心风险提示

国内宏观经济承压，国际宏观经济增长不及预期，国际地缘政治局势变动等造成订单需求不及预期

目录

1. 软土地基出海先锋，被低估的“新质生产力”	6
2. 技术破局引领行业，海外布局厚积薄发	11
3. 东南亚及中东景气升温，国内重点项目有望再下一城	15
3.1 印尼：布局进入收获期，“PIK 岛+迁都”带动地基处理需求	16
3.2 沙特：“一带一路”与“2030 愿景”和谐共振	23
3.3 国内：大连机场地基处理空间超 60 亿，港湾有望再下一城	26
4. 盈利预测及估值	28
5. 风险提示	29

图表目录

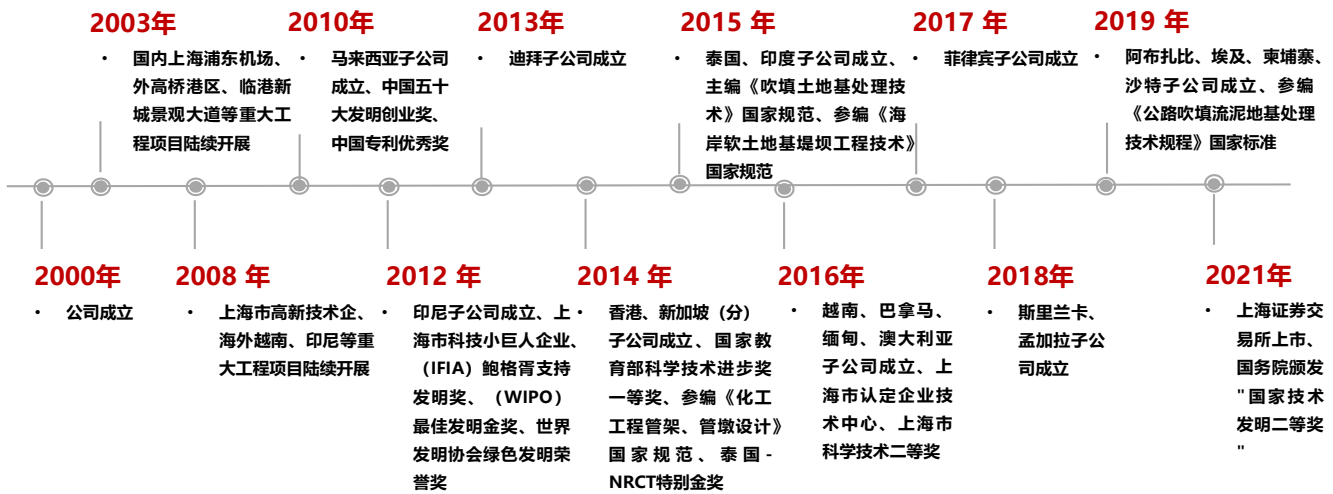
图 1: 公司发展历史.....	6
图 2: 公司股权结构.....	7
图 3: 公司主要业务和标杆项目	8
图 4: 2017-2024Q1 公司营业总收入及同比 (百万元)	8
图 5: 2017-2024Q1 公司净利润及同比 (百万元)	8
图 6: 2017-2023 公司营收分产品占比.....	9
图 7: 2017-2023 公司毛利分产品占比.....	9
图 8: 2017-2023 公司主营业务毛利率.....	9
图 9: 2017-2023 公司毛利率和净利率.....	9
图 10: 2017-2023 可比公司毛利率对比.....	10
图 11: 2017-2023 可比公司净现比对比.....	10
图 12: 公司主营业务境内外营业收入占比	10
图 13: 高真空击密法施工流程图	12
图 14: 公司标杆项目.....	14
图 15: 公司专利、主编参编标准规范以及荣誉	15
图 16: 2010-2023 东南亚六国名义 GDP (亿美元)	17
图 17: 2023 “万亿俱乐部” 国家实际 GDP 增速	17
图 18: 2011-2023 印尼实际 GDP 增速及建筑业实际 GDP 增速	17
图 19: 2017-2023 印尼政府基建投资预算 (万亿越南盾)	17
图 20: 2024-2029 印尼建筑业规模预测 (亿美元)	18
图 21: 2024-2029 印尼基础设施建设规模预测 (亿美元)	18
图 22: 2021-2023 港湾印尼营收情况	18
图 23: 2021-2023 港湾印尼净利润情况.....	18
图 24: 2021-2023 港湾印尼营收及净利润占比	19
图 25: 2021-2023 港湾印尼及公司净利率	19
图 26: 雅加达不堪重负, 印尼迁都加里曼丹省	20
图 27: 雅加达年沉降速率遥感观测图	20

图 28: 雅加达处于地震带而加里曼丹岛处于非地震带	20
图 29: 印尼新国都(IKN)的规划分三大区域	21
图 30: 中央政府核心区 (KIPP) 发展分阶段分区总体规划 (2021-2045)	21
图 31: PIK2 效果图	22
图 32: 2011-2023 沙特实际 GDP 增速及建筑业实际 GDP 增速	23
图 33: 2024-2029 沙特建筑业规模预测 (亿美元)	24
图 34: 2024-2029 沙特基础建设规模预测 (亿美元)	24
图 35: NEOM 新城四个主要部分	24
图 36: 2017-2022 中国企业在沙特新签承包工程合同额 (亿美元)	25
图 37: 2023H1 港湾沙特+港湾迪拜的营收和净利润占比	26
图 38: 2023H1 港湾沙特、港湾迪拜及公司的净利率	26
图 39: 大连金州湾国际机场项目	26
表 1: 2023 员工持股计划和限制性股票激励计划.....	7
表 2: 高真空击密法与传统工法比较.....	12
表 3: 核心专利技术和施工工艺能有效覆盖各类复杂地质条件.....	14
表 4: 东南亚地形气候及城市分布决定软土地基需求高	16
表 5: 业务拆分 (百万元)	28
表 6: 重点公司估值表.....	28
表 7: 合并损益表 (百万元)	29
表 8: 合并现金流量表 (百万元)	30
表 9: 合并资产负债表 (百万元)	30

1. 软土地基出海先锋，被低估的“新质生产力”

软土地基领域出海先锋，建筑企业中稀缺的“新质生产力”。上海隆湾于 2000 年成立，2021 年上市，是一家集勘察、设计、施工、监测于一体的全球性专业岩土工程综合服务提供商。有别于传统建筑企业，公司始于技术创新，首创“高真空”系列造地技术不用添加水泥、碎石等添加剂，相比常规方法，具有造价节约 30%、工期节省 50%、承载力高、绿色环保等四大优势。2017-2023 年，公司平均毛利率超过 31%，平均净利率超过 12%，平均净现比超过 103%，盈利能力和现金流甚至优于部分高科技制造业，是工程类外衣包裹下的“新质生产力”。凭借技术革命优势，公司下游定位与其他企业也有明显差异化，主要聚焦海外市场，国内则主要以标杆性重点工程为主，创立至今完成了包括南海岛礁构筑岛屿工程、上海浦东机场、新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、迪拜棕榈岛等境内外大中型岩土工程项目 700 余个，项目涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、石油化工、国防工程、围海造地等领域，工程业绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区的 15 个国家。

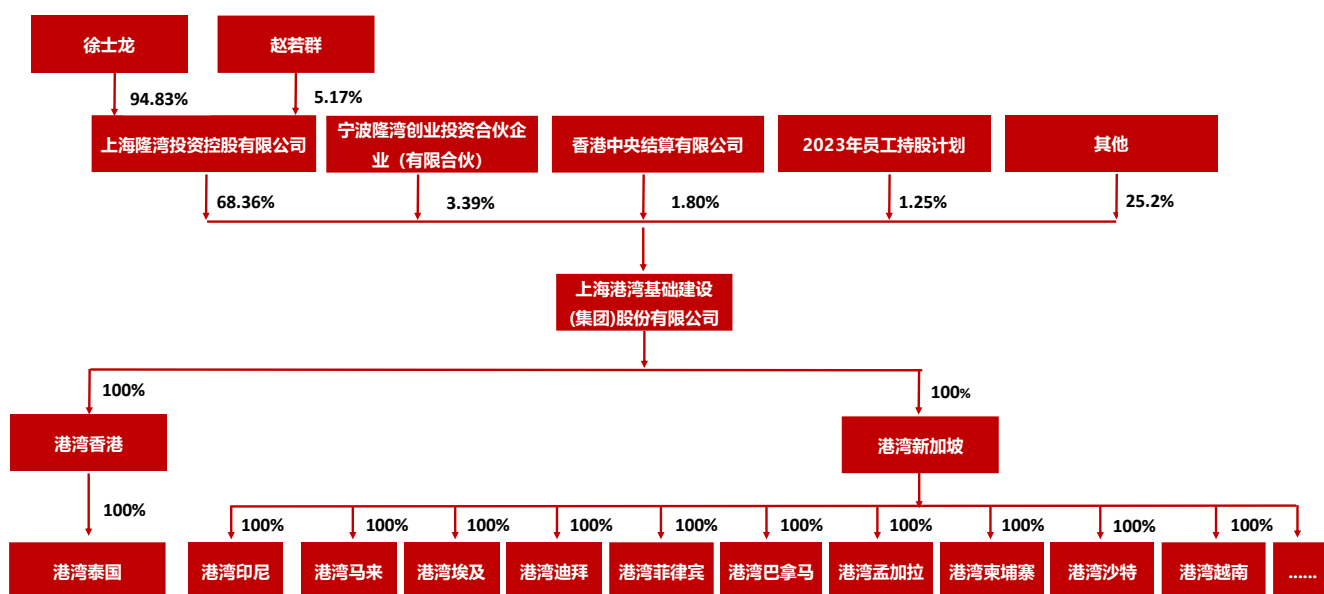
图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，华源证券研究

公司股权结构集中，创始人行业地位突出。公司实控人为董事长徐士龙和总经理徐望（徐士龙之子），徐士龙通过上海隆湾投资控股有限公司控制公司 68.36% 的股份。公司第二大股东宁波隆湾为公司高级管理人员和核心员工投资设立的企业，股权占比 3.39%；此外，公司 2023 年员工持股计划及限制性股票激励计划分别持股 1.25%、1.60%；公司实控人、高管及员工合计持股约占总股本 75%，股权结构高度集中。同时，创始人、董事长徐士龙系中国软土地基改良技术委员会主任、中国发明协会副理事长，行业地位突出。

图 2：公司股权结构



资料来源：iFinD，华源证券研究（截至 2024 一季报）

员工持股+限制性股票激励,充分绑定员工利益。公司于 2023 年 4 月先后发布了《2023 年员工持股计划》和《2023 年限制性股票激励计划》。**1) 员工持股计划:** 实际参与认购的为公司(含子公司)的监事和骨干人员 25 人,共回购且过户 219.2 万股,占当时公司总股本比例为 1.26%,购买回购股份的价格为 15.73 元。**2) 限制性股票激励计划:** 董事、高级管理人员、核心管理人员及骨干人员 17 人,授予激励对象的限制性股票数量为 301 万股,占当时总股本的 1.74%,授予价格 15.73 元。员工持股计划和限制性股票激励计划业绩考核目标为以 2020 年-2022 年的平均净利润为基数,2023 -2025 年的净利润增长率分别不低于 90%、140%、180%。考虑到 2020 年-2022 年公司净利润基数及后续增速,同时剔除激励计划的股份支付费用影响,估算考核目标下限对应 2023-2025 年扣非归母净利润 1.58、2.11、2.73 亿元。根据公司最新公告,公司员工持股计划和限制性股票激励计划的第一个锁定期的解锁条件已成就,合计解锁股份占目前总股本的 0.85%。

表 1：2023 员工持股计划和限制性股票激励计划

	员工持股计划	限制性股票激励计划
数量	219.2 (万股)	301 (万股)
价格	15.73 (元/股)	
参与对象	公司(含子公司)的监事和骨干人员 25 人	董事、高级管理人员、核心管理人员及骨干人员 17 人
解锁计划	锁定期分别为过户日起 12 个月、24 个月、36 个月,解锁比例分别为 30%、30%、40% (过户日 2023 年 6 月 29 日)	分三期解除限售,解除限售比例分别为 30%、30%、40% (首次授予日 2023 年 5 月 16 日,暂缓授予和预留部分授予日 2023 年 7 月 27 日)
业绩考核目标	以 2020 年-2022 年的平均净利润为基数,2023 -2025 年的净利润增长率分别不低于 90%、140%、180% (我们估算考核目标下限对应 2023-2024 年扣非归母净利润 1.58、2.11、2.73 亿元)	

资料来源：公司公告，华源证券研究（注：上述“净利润”指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，但剔除本次及其它员工激励计划的股份支付费用影响的数值作为计算依据。）

图 3：公司主要业务和标杆项目

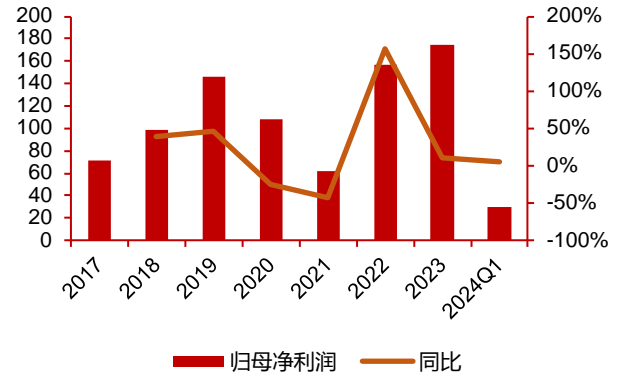
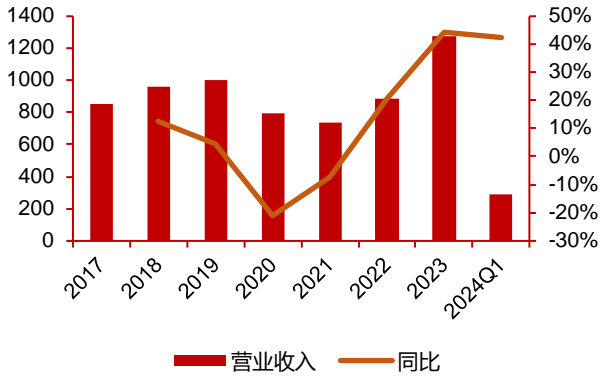


资料来源：公司公告，华源证券研究

深耕地基处理业务，盈利能力突出。公司的主营业务为地基处理（为提高地基承载力，改善土体强度和变形性质或渗透性而采取的人工处理地基的方法）和桩基工程（依靠桩把作用在平台上的各种荷载传到地基的基础结构简称桩基，桩基工程是地基与基础工程行业中被广泛运用的一种作业技术）。2023 年，公司地基处理和桩基工程分别贡献了公司 77.67%、21.72%的营收。盈利能力角度，2023 年公司销售毛利率为 34.26%（其中地基处理毛利率 38.28%，桩基工程毛利率 19.48%），净利率为 13.60%，而 A 股同类业务公司中化岩土、中岩大地 23 年的毛利率分别为 0.54%、17.22%，净利率分别为-29.74%、1.50%。公司凭借“新质”优势和差异化定位，盈利能力相对优势突出。

图 4：2017-2024Q1 公司营业总收入及同比（百万元）

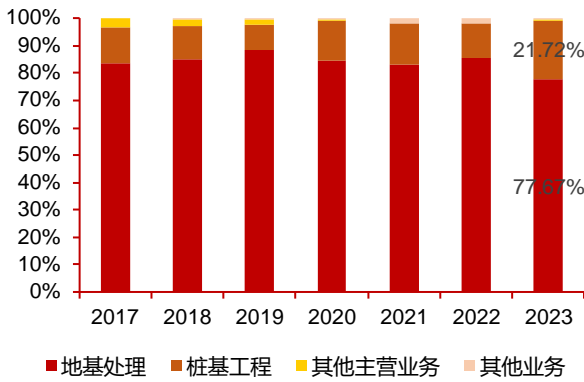
图 5：2017-2024Q1 公司净利润及同比（百万元）



资料来源: iFinD, 华源证券研究

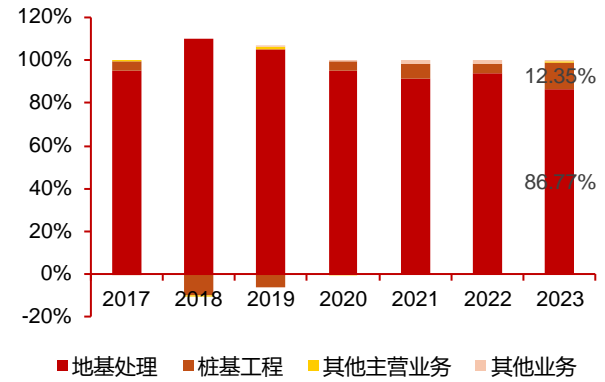
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 6: 2017-2023 公司营收分产品占比



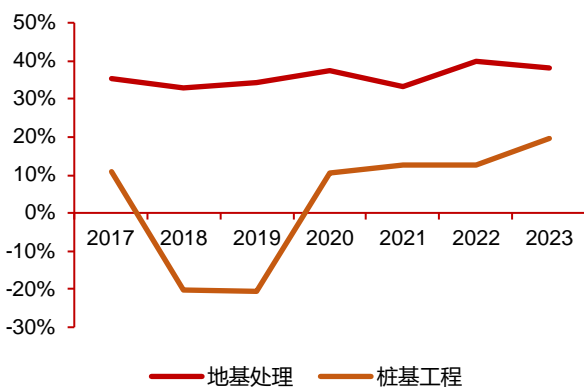
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 7: 2017-2023 公司毛利分产品占比



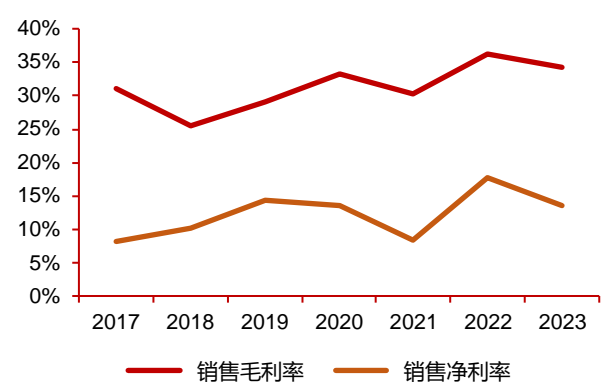
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 8: 2017-2023 公司主营业务毛利率



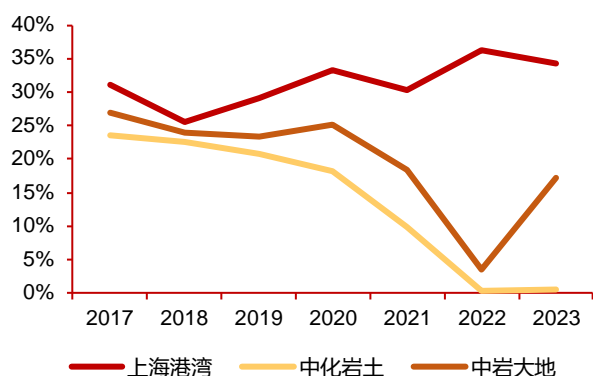
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 9: 2017-2023 公司毛利率和净利率



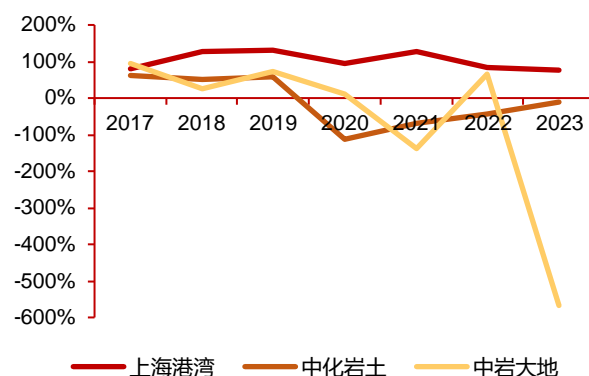
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 10：2017-2023 可比公司毛利率对比



资料来源：iFinD，华源证券研究

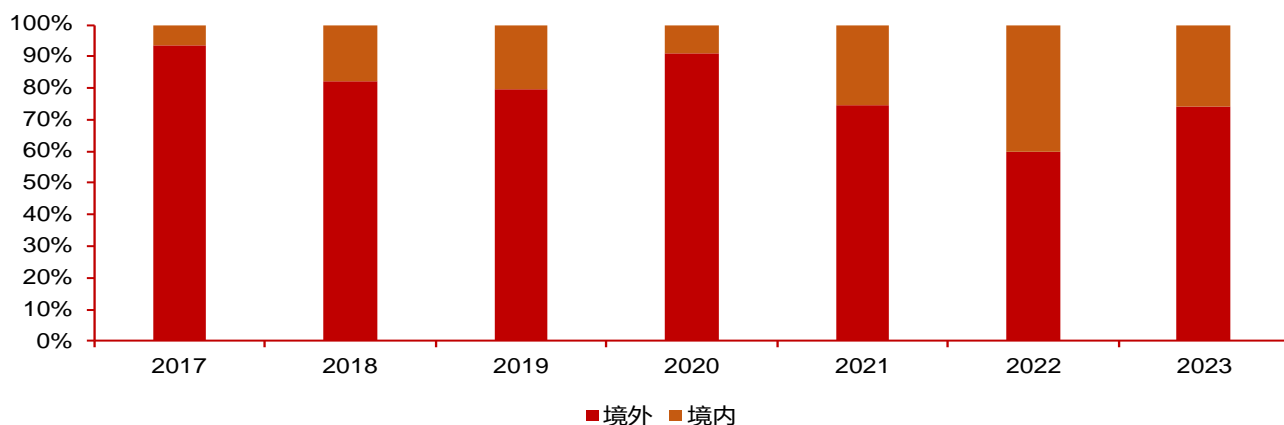
图 11：2017-2023 可比公司净现比对比



资料来源：iFinD，华源证券研究

“植根国内，放眼海外”，三步走战略有望驱动长期收入和毛利率双升。我们认为，公司的长期发展路径或进一步拉开其与传统企业的差距，根据公司制定的境外发展“三步走”市场开发计划：第一步，进军东南亚市场，并将东南亚市场建立为公司境外市场发展的基础；第二步，以东南亚市场为支撑，抢占中东、南亚及拉美市场；第三步，发展东欧市场，并以中东市场为跳板，向非洲市场进军，最终达到全球主要市场的全面覆盖。截至目前，公司已经成功完成了第一步的市场开发计划，东南亚市场已成为公司最大和最稳定的收入来源。同时，公司“第二步”形成了一定的项目业绩，已经逐步发展了阿联酋、沙特、巴林等市场，并成功进入了拉美市场，在巴拿马形成了项目业绩。考虑到东南亚、中东、拉美等市场业务毛利率逐级上行，公司长期收入和境外业务毛利率有望迎来传统建筑行业稀缺的双升趋势。2024 Q1 公司新签订单 5.81 亿元，其中境外新签订单占比为 99.55%，新签境外订单已经超过 2023 H1 水平（4.87 亿元）。我们判断随着海外如印尼和中东市场的加速开拓以及国内重点项目大连机场订单的逐步落地，公司 24 年及后续新签订单有望开启高增。

图 12：公司主营业务境内外营业收入占比



资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 技术破局引领行业，海外布局厚积薄发

软土地基施工难度大要求高，是项目的重要基石。地基处理指经人工处理，改善地基的强度、压缩性、透水性、动力特性、湿陷性和胀缩性等，从而使承载力和变形指标得到改良，满足使用需求。公司在地基处理的优势项主要聚焦于软土领域。从广义上来说，软土是指具有空隙比大、压缩系数高、天然含水量大、抗剪强度低、灵敏度高，且固结时间长，土层分布复杂、各层之间物理力学性质相差较大等特点的土质区域；从狭义上来说，它包括淤泥、淤泥质土、充填土、杂填土、软黏性土等软弱性质的土地。与上述定义相对应，软土地基是指由这些软弱性质土层构成的一种具有承载能力低、沉降量大，且具有振动液化性、湿陷性、胀缩性等不良工程性质的软弱地基。由于软土地基的特性，如果施工处理没有达到相应的指标需求，没有有效地技术措施，软土地基将极易发生变形且导致流土、管漏、液化等问题，从而造成工程项目发生沉降或沉陷等问题，严重影响项目使用性能，更为严重地还可能存在安全隐患。

软土地基沉降是世界性难题，潜在经济损失难以估量。事实上，我国许多城市都有地面沉降现象，根据《中国测绘》数据，截至 2020 年 8 月，全国共有 21 个省（自治区/直辖市）103 个地级市发生过地面沉降。数据显示，2016 年以来，沉降速率超过 50 毫米/年的城市共有 20 个，地面沉降影响的范围非常广泛，如城市排水系统变形失效，进而导致防汛能力下降；不均匀的沉降会使地表建筑物的地基下沉，导致楼房倾斜、房屋开裂；地下建筑如水井、油井的倾斜，导致拉裂毁坏；地面沉降还会破坏大型线状工程如铁路、输水输油管线、桥梁等。由于地面沉降多发生于经济发达地区，灾害发生后往往造成巨大的经济损失。发达国家的软土地基沉降问题同样严重，以日本为例，关西国际机场是全世界第一座 100% 填海造陆而成的人工岛机场，机场于 1987 年开工修建，于 1994 年 9 月 4 日竣工开启。项目有 1 万名工人动用 80 艘船只挖掘出了 2100 万立方米的堆填区，经过 5 年的填海工程，动用 1.8 亿立方米的土方，在原先水深达 17 至 18 米的大海里填出了 5.11 平方千米的机场用地，工程总耗资 200 亿美元，但地基沉降却超过设计的预期，由于海底厚厚的淤泥，在启用 7 年后，这座机场就已经下陷了将近 12 m，几乎等于 4 层楼的高度，达到了原有设计 50 年的下降高度。直到目前日本仍未找到有效的方案阻止机场下沉。

软土地基沉陷问题背后是传统地基技术的弊端，公司开启行业技术革命。大面积软地基处理的传统方法有三类：桩基法、排水固结法、强夯法，但技术弊病突出。一方面，对于高难度项目传统技术适配性不佳，难以缓解本质矛盾；另一方面，即使对于相对可行的项目而言，造价高、时间长、不环保三大缺陷亦难以有效规避。针对传统技术的弊端，公司于 2001 年首创“快速‘高真空击密’软地基处理方法”，该技术工作原理是设置水平或竖向排水通道，与真空泵形成真空系统，在真空系统真空作用下土体内部产生负压，同时强夯的夯击力量在土体内部形成正压力，通过巧用强夯产生的正压和真空作用的负压，

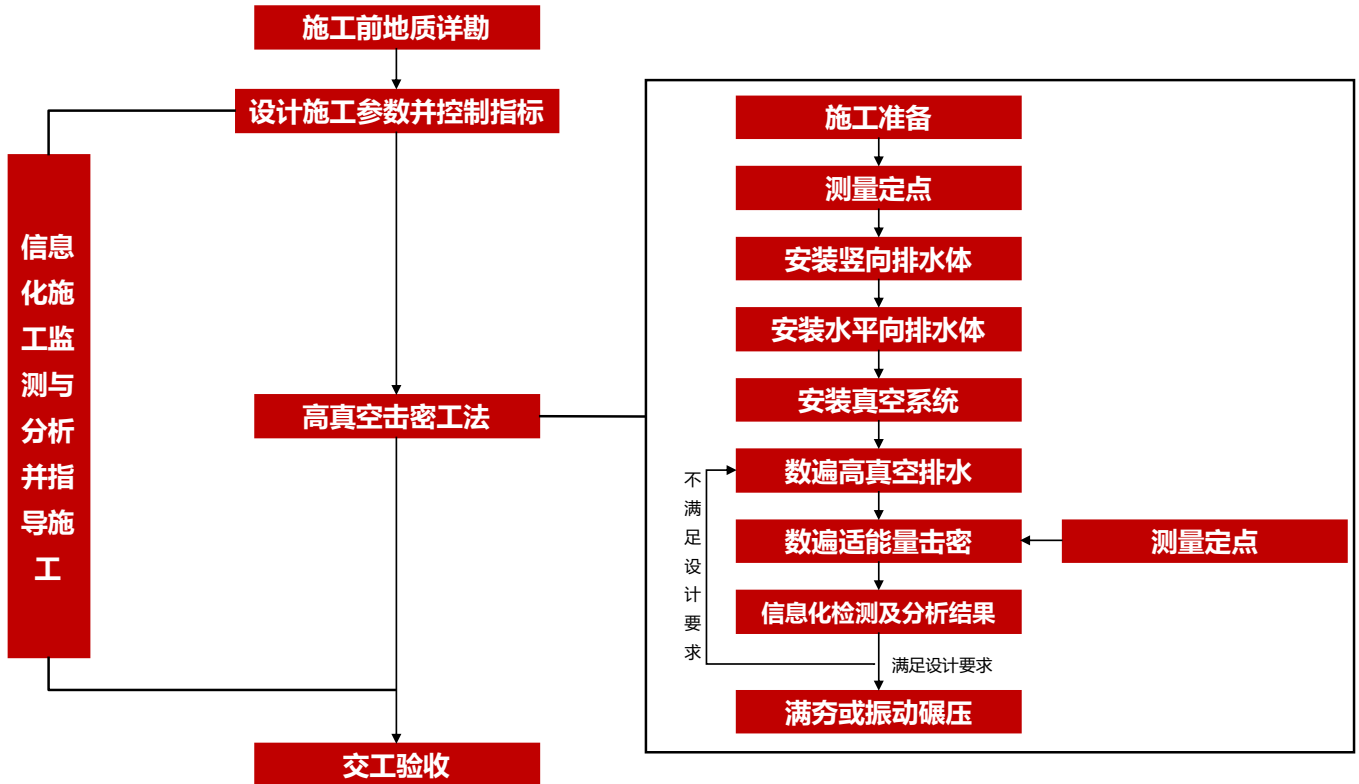
形成超过一个大气压的压力差，迫使土体内在普通压力下难以排出的水快速排出，使被处理土体的含水量降低，形成一定厚度的密实度高、承载力高、变形模量高的超固结“硬壳层”，从而来满足地基承载力和变形的要求，减少地基施工后沉降和差异沉降。该工法主要适用于各种含水量高、压缩性高、承载力低的软弱地基土，打破了“软土不可扰动”的限制，具备施工工期短、造价低、处理后承载力较高、施工环保等优势，可快速解决高含水量粉土类地基的改良难题。

表 2：高真空击密法与传统工法比较

对比项	高真空击密法	桩基法	排水固结法	强夯法
技术原理	强夯技术和真空井点降水技术结合起来的一种新的复合式动力排水固结法	将桩柱打入软质土层中，通过将上部建筑结构的载重传递到深处承载力较大的土层上，以提升土层承载能力	地基在荷载作用下，通过布置竖向排水井，使土中的孔隙水被慢慢排出，孔隙比减小，地基发生固结变形，地基土的强度逐渐增长。	利用夯锤自由落下的冲击波使地基中孔隙水压增大，同时使土粒错位，土体散架解体，进而通过夯锤落下形成的剪切波使地基处于更密实的状态
施工工期	可以节省约 50% 的施工工期，将软土强夯时间间隔由规范的“不小于 3-4 周”缩短为“5-10 天”	较长	较长	较短
施工成本	较传统工法降低约 30%	较高	较高	较低
加固深度	8m 以上	不超过 20m	10-20m	10m 以上
施工效果	工后地基质量水平稳定，施工后土体强度显著大于传统方法，土地沉降量将传统方法低 30%	好	工后地基承载力较低，最初沉降发生的速率快	一旦土壤含水量达到一定值，容易形成橡皮土
环境保护	施工过程不含添加物，不存在泥浆与废弃物	需在地基中打入不同材料的桩基	较环保	较环保

资料来源：《港口工程高真空击密法软地基处理效果分析》作者：任强，华源证券研究

图 13：高真空击密法施工流程图



资料来源：公司公告，华源证券研究

以标杆项目为基，开启发展正循环。公司的技术创新虽然在理论上较传统技术具备优势，但因下游项目以重大工程为主，客户方案选择时非常谨慎，通常会倾向于业务规模较大、同类项目经验丰富、市场口碑良好、项目管理水平高的企业进行合作，早期公司缺乏标杆性背书项目，推广置信度低、难度大，发展需要契机。我们复盘公司发展历程，其成长史类似“滚雪球”模式，是通过解决一个个国内甚至世界级难题而逐步成长。标杆性工程例如：（1）上海因地处冲积平原，深厚软土使得传统地基技术弊端凸显，当时浦东国际机场拟修建的二期飞行区（第二跑道）是中国第一条 F 级跑道。测试的 6 项考核中，上海港湾获得 5 项第一，在 7 个方案中脱颖而出，与浦东机场一期相比，工期节省约 70%，节省石料 174 万立方，各项指标超过了设计要求，以此为契机上海外高桥港区、漕泾化工区、临港新城等项目全部采用该技术。（2）印度尼西亚作为万岛之国，软土问题同样严重，当时该国拟在距离首都雅加达 100 公里左右的龙湾建设一座发电厂以保障电力供应，但电厂选择在海边的滩涂沼泽，软土厚达 20 多米，导致大型设备进入直接深陷，同时还是地震烈度 8 度的强地震区，虽经反复测算，桩基础都无法满足要求，国外专家甚至断言“现有场地建设电厂不可能”，最终公司方案突围而出，2013 年 APEC 期间习近平总书记访问印尼，龙湾发电厂被评为中印合作典型项目，央视更是将其定位为升级版的“中国制造”。公司海外发展从龙湾出发，目前已在 15 个国家参与和完成众多具有全球影响力的工程，新加坡樟宜机场真空技术软基处理深度甚至创纪录的达 62 米。

图 14：公司标杆项目


资料来源：公司官网，华源证券研究

“高真空”系列技术完备，引领行业标准输出。公司经过多年不断研发和创新，获取了“快速‘高真空击密’软地基处理方法”、“快速‘低位高真空分层预压击密’软地基处理方法”和“数头振冲器共振地基处理设备及其方法”等专利，逐步形成了高真空击密系列技术、真空预压系列技术、振冲密实系列技术等技术体系。截至 2023 年年报，公司共拥有 44 项境内专利，1 项国际专利；荣获“军队科技进步一等奖”、教育部“科学技术进步奖一等奖”、“中国专利优秀奖”、“上海市科学技术成果”、“上海市发明专利奖-二等奖”等奖项。此外，公司主编《吹填土地基处理技术规范》国家标准，参编《海岸软土地基堤坝工程技术规范》等国家标准，并参与了印尼地基处理国家标准的制定。随着技术和荣誉的积淀，加速发展契机逐步夯实。

表 3：核心专利技术和施工工艺能有效覆盖各类复杂地质条件

专利名称	技术描述
快速“高真空击密法”软地基处理方法	适用于砂、粉土、粘质粉土等大面积地基，采用数遍高真空井点降水加振动碾压或强夯的方法来降低被处理土体的含水量，结合信息化施工，以提高土体的密实度，具备施工工期短、造价低、处理后承载力较高、施工环保等优势，可快速解决高含水量粉土地地基的改良难题
快速“高真空击密、桩基”复合软地基处理方法	适用于砂、粉土、粘质粉土等大面积地基，通过高真空击密，改善土体的物理力学指标，结合少量桩基共同作用，满足客户大承载力使用要求并节约造价
快速“低位高真空分层预压击密”软地基	适用于深厚软土地基，通过真空预压控制深层软土变形，结合浅层高真空击密，形成硬

处理方法

壳层，可控制深厚软土的变形，并提高浅层承载力

数头振冲器共振地基处理设备及其方法

适用于珊瑚礁、碎石和粘粒含量不大于 10% 的松散砂性土地基，利用共振原理，施以高频振动外力加速促进粗颗粒间重新排列组合，以达到减小孔隙比、提高地基土密度和场地均匀性的加固效果。该技术方法处理深度较深，造价低、工期短、环保节能，可高效解决砂土类地基承载力及液化问题

资料来源：公司官网，华源证券研究

图 15：公司专利、主编参编标准规范以及荣誉



资料来源：公司官网，华源证券研究

3. 东南亚及中东景气升温，国内重点项目有望再下一城

公司潜在市场空间过千亿，三大下游有望驱动业绩提速。根据中化岩土招股说明书数据，2009 年我国地基处理及桩基在工业与基础设施建设主要应用领域的工程造价为 598 亿元人民币，而当年我国基础设施投资额为 5.47 万亿元人民币，对应地基处理及桩基占基础建设投资额 1.09%。根据惠誉数据，2023 年全球基建行业规模约为 5.38 万亿美元，中国基建投资额约 22.77 万亿人民币，以此推算，2023 年全球基础建设领域的地基处理及桩基规模约 586 亿美元（约 4116 亿人民币），国内的市场规模约 2482 亿人民币。考虑台湾在国内市场聚焦于重点项目，其潜在市场以海外为主，但辐射空间依然超千亿，相较于

当下公司不足 13 亿的收入规模，潜在空间广阔。从当前视角看，印尼、中东以及大连机场等重点项目有望驱动公司业绩提速。

3.1 印尼：布局进入收获期，“PIK 岛+迁都”带动地基处理需求

东南亚地形气候及城市分布决定软土地基需求高。东南亚由中南半岛（包括东盟的越南、老挝、柬埔寨、缅甸、泰国五国以及马来西亚西部）和马来群岛组成（包括东盟的印度尼西亚、菲律宾、文莱、马来西亚东部、东帝汶和巴布亚新几内亚）。中南半岛属于热带季风气候，每年分旱、雨两季。北部地势高峻，高山大河自北向南延伸，形成山河相间、纵列分布的形势。上游河段落差大，水利资源丰富；中下游地区多形成冲积平原和河口三角洲，所以土壤肥沃，灌溉便利，农业发达。马来群岛地形崎岖，河流短促，多山、地壳不稳定多火山地震，属于热带雨林气候终年高温多雨。因此，东南亚国家的城市多分布于河流沿岸及河口三角洲以及沿海平原，也决定了这些国家的基建容易遇到软土地基问题。

表 4：东南亚地形气候及城市分布决定软土地基需求高

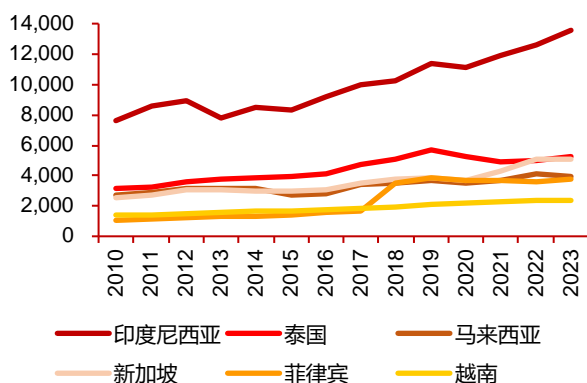
	中南半岛	马来群岛
地形	北高南低，山河相间	多山岭、地壳不稳定、多火山、地震
气候	热带季风气候	热带雨林气候
河流	由北向南，上游水流湍急，水能丰富；下游河谷展宽，泥沙沉积，形成平原	河流短促，水能丰富
城市	多分布于河流沿岸及河口三角洲	沿海平原

资料来源：学科网，华源证券研究

印尼是东盟最大经济体，是东盟中最具吸引力的投资目的国之一，经济保持高速增长。

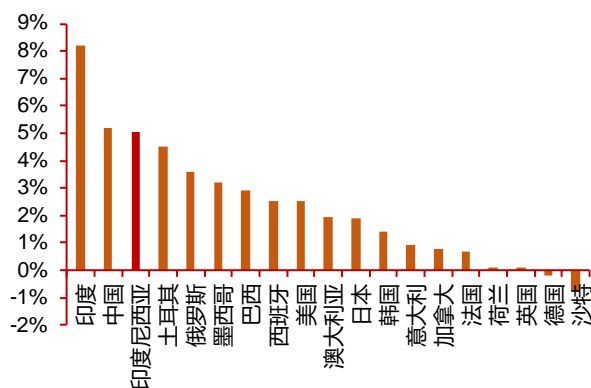
印度尼西亚是东盟第一大国，人口、面积和经济总量均占其 40% 左右，其经济长期保持高速增长，近十年实际 GDP 平均增速 4.34%。2023 年印尼的名义 GDP 为 13570 亿美元，实际 GDP 增速 5.05%，在全球“GDP 万亿美元俱乐部”国家中排名第三，增速仅次于印度及中国。印尼不断改善国内投资环境，吸引外商投资。2020 年 10 月，印尼议会通过了《创造就业法综合法》，对一系列投资相关法律规定进行了重大改革，涉及投资、劳动法、移民、环境标准、业务许可及工程建设许可等多个领域。2021 年 3 月，推出“新投资清单”取代了“负面投资清单”，在重点投资领域取消或放宽对于外资的投资限制。当前，印尼凭借着巨大的市场，稳定的政治环境，相对较低的劳动力成本，以及丰富的原材料供应，已成为东盟中最具吸引力的投资目的国之一。

图 16: 2010-2023 东南亚六国名义 GDP (亿美元)



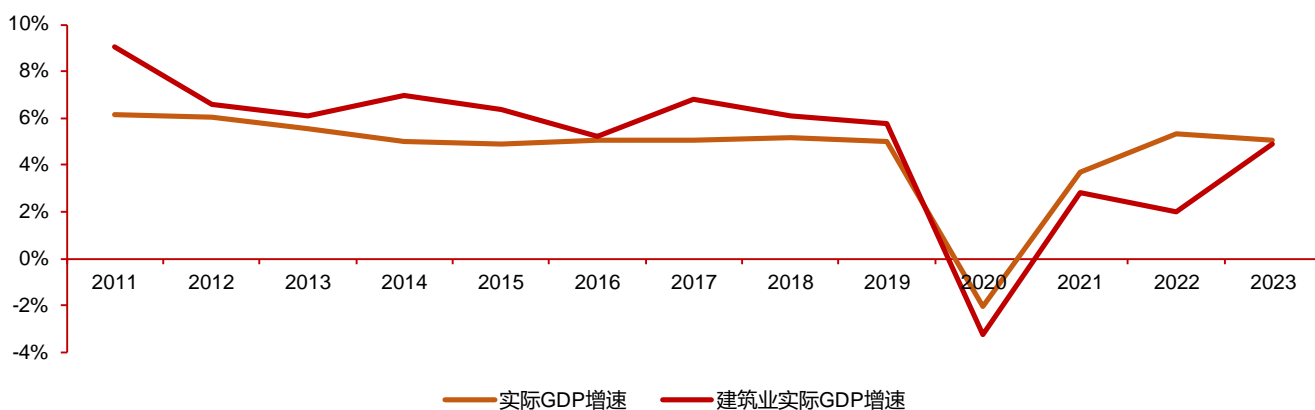
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 17: 2023 “万亿俱乐部” 国家实际 GDP 增速



资料来源: iFinD, 华源证券研究

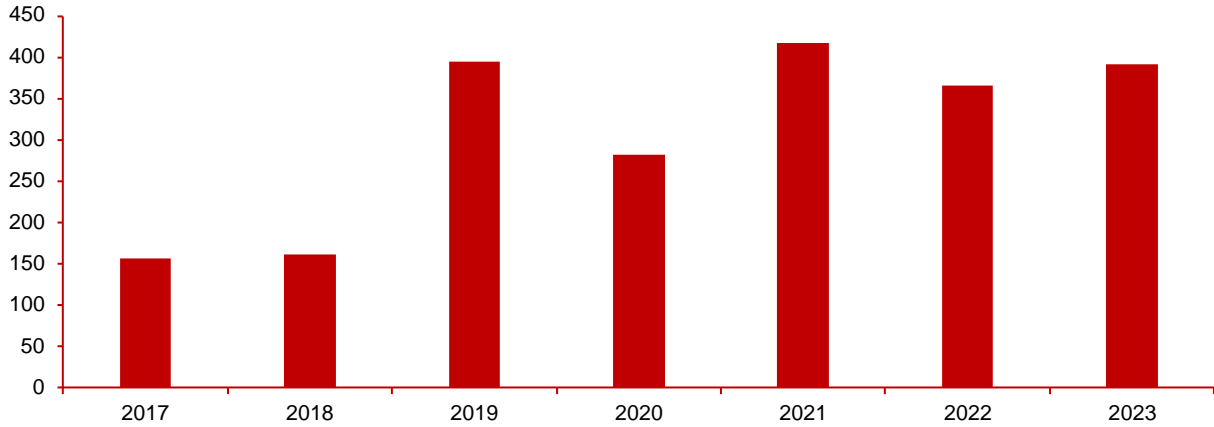
图 18: 2011-2023 印尼实际 GDP 增速及建筑业实际 GDP 增速



资料来源: iFinD, 华源证券研究

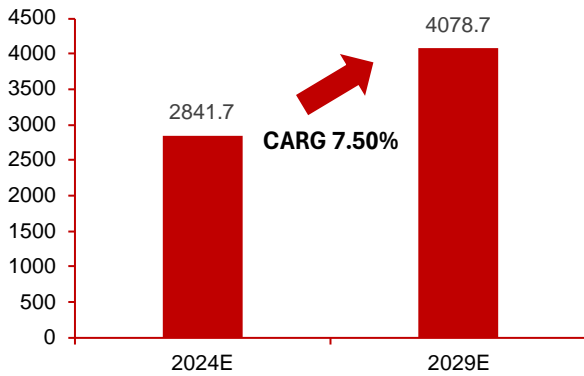
印尼大力发展基建, 预计 2024-2029 建筑业规模复合增速为 7.5%, 基础建设规模复合增速为 5.68%。随着人口增长和城市化的推进, 住宅业的需求激增。同时, 印尼政府致力于改善基础设施条件, 出台中长期经济发展规划, 印尼政府以及外来投资为道路、桥梁、机场、海港和铁路等基础设施项目提供了大量资金。印尼于 2020 年发布《2020 年-2024 年国家中期发展计划》, 将基建作为优先发展目标。根据印尼财政部发布数据, 印尼 2020-2024 年基础设施建设规划的资金需求达 4500 亿美元, 较 2015-2019 年的 3592 亿美元增长 25.28%。根据 Mordor Intelligence 数据, 2024 年印尼建筑业规模预计为 2841.7 亿美元, 预计到 2029 年规模将达到 4078.7 亿美元, 2024-2029 年复合增速为 7.5%; 2024 年印尼基础建设规模预计为 957.8 亿美元, 预计到 2029 年规模将达到 1262.7 亿美元, 2024-2029 年复合增速为 5.68%。

图 19: 2017-2023 印尼政府基建投资预算 (万亿越南盾)



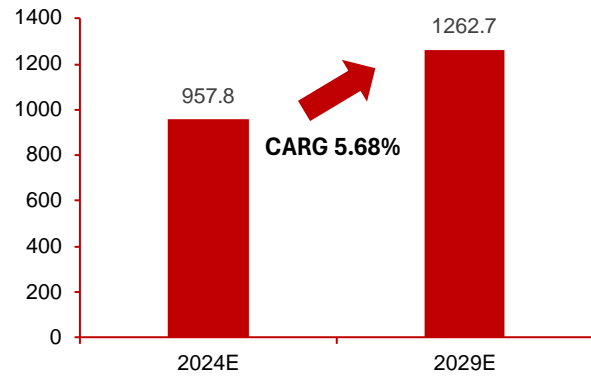
资料来源: Mordor Intelligence, 华源证券研究

图 20: 2024-2029 印尼建筑业规模预测 (亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence, 华源证券研究

图 21: 2024-2029 印尼基础建设规模预测 (亿美元)

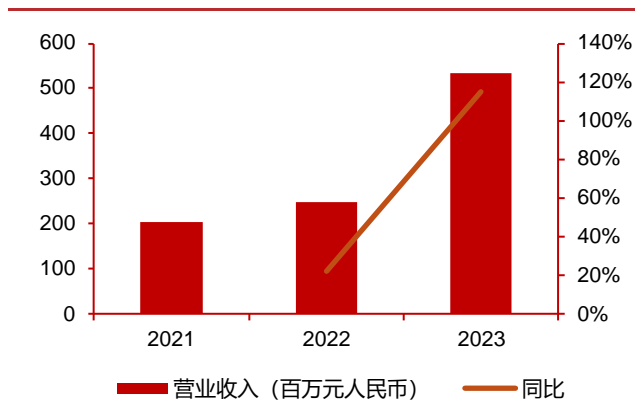


资料来源: Mordor Intelligence, 华源证券研究

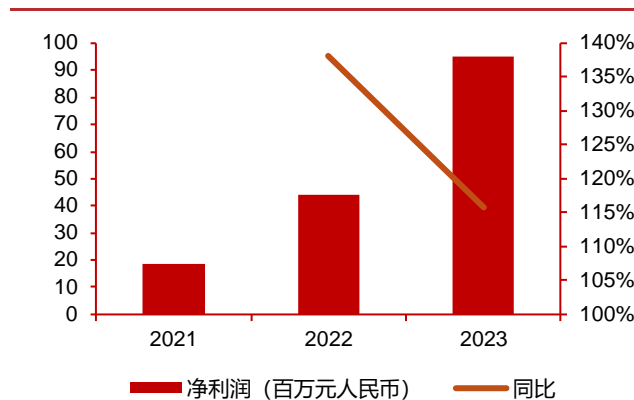
印尼子公司快速成长, 营收利润已占公司半壁江山。公司在印尼深度布局, 且参与了印尼地基处理国家标准的制定, 在当地竞争优势明显。公司子公司港湾印尼为 100%控股, 其经营地点为印尼雅加达。2023 年港湾印尼营收 5.33 亿元, 同比增长 114.90%, 净利润 9491 万元, 同比增长 115.70%。随着港湾印尼营收和利润的快速增长, 其占比快速攀升, 2023 年营收和净利润分别占港湾整体营收和归母净利润的 41.71%和 54.52%。港湾印尼 2023 年净利率 17.81%, 明显高于公司整体水平。

图 22: 2021-2023 港湾印尼营收情况

图 23: 2021-2023 港湾印尼净利润情况



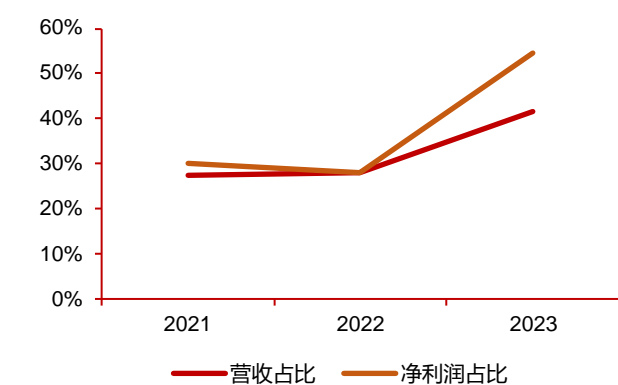
资料来源：公司公告，华源证券研究



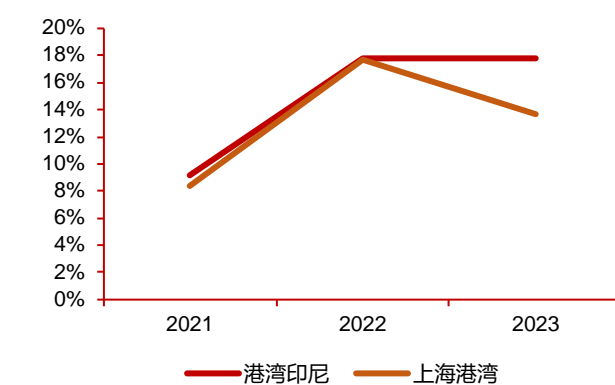
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 24：2021-2023 港湾印尼营收及净利润占比

图 25：2021-2023 港湾印尼及公司净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究



资料来源：公司公告，华源证券研究

我们判断，未来几年公司在印尼的可持续性区域增量将主要来自于迁都和 PIK 岛的建设。

1) 迁都:

雅加达不堪重负，印尼迁都东加里曼丹。2019年8月26日，印尼总统佐科正式宣布，印尼首都将从雅加达迁至东加里曼丹省，背后是雅加达作为首都已经不堪重负：**1) 超大城市病严重**：雅加达所在的爪哇岛，是印尼第五大岛，拥有全国人口的一半以上。雅加达常住人口超过1000万，都市圈居住人口则超过3000万，人口密集、交通拥堵、环境污染以及饮用水短缺等大城市病日益严峻。另外，由于印尼是“土地私有制”，使得城市无法拆迁新建。**2) 地质条件不佳**：爪哇岛上遍布大小火山近百座，其中活火山45座。火山喷发时有发生，造成较大人员和财产损失。另外，爪哇岛还坐落在地震带上，地震灾害的破坏非常严重。**3) 城市下沉严重**：因海平面上升以及地下水过度开采，雅加达正以每年10厘米左右的速度下沉，被认为是世界上沉降速度最快的城市。按此速度，到2050年，雅加达北部的部分地区可能会被海水淹没。**4) 地区发展不平衡**：迁都有利于消除爪哇岛与其他地区发展不平衡问题，一直以来，印尼东部地区以及新首都所在的北部地区相对落后，迁都后可以使国家经济发展更加均衡与公平。相对雅加达，在东加里曼丹政府拥有大量现成土

地，且拥有周围基础设施相对较好，远离地震带少有自然灾害，处于印尼中心对国家安全，木材和矿产自然资源丰富等有利等优势。

图 26：雅加达不堪重负，印尼迁都加里曼丹省



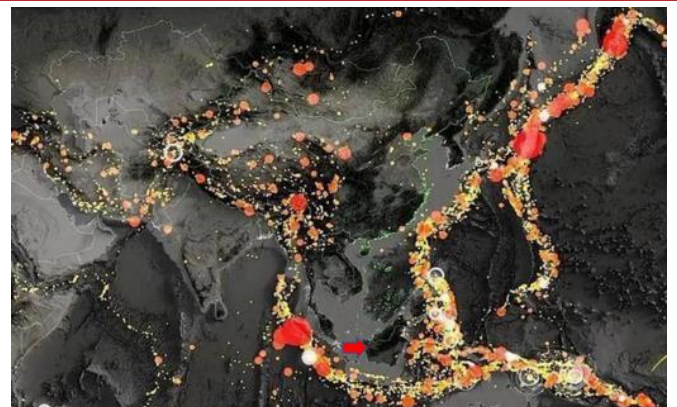
资料来源：观察者网，华源证券研究

图 27：雅加达年沉降速率遥感观测图



资料来源：地球知识局，华源证券研究

图 28：雅加达处于地震带而加里曼丹岛处于非地震带



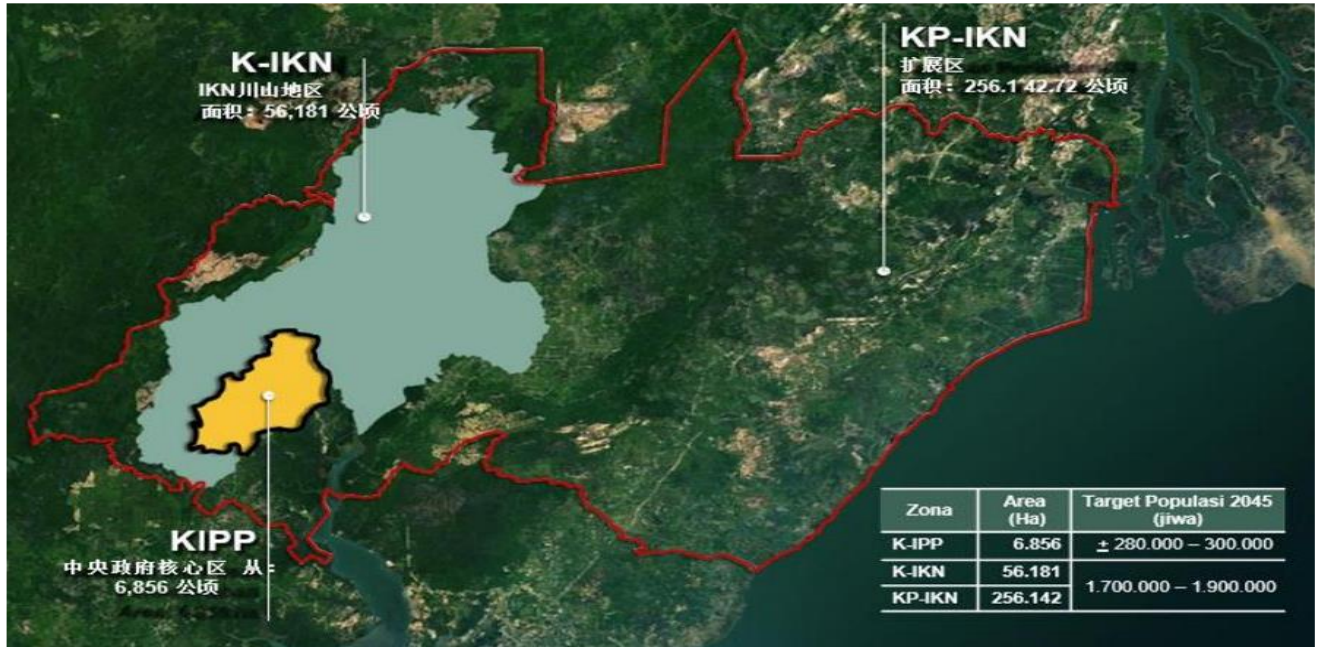
资料来源：历史地理小趣，华源证券研究

印尼新国都(IKN)的规划分三大区域,总体预算 467 万亿印尼盾(约 2080 亿人民币)。

1) 中央政府核心区 (KIPP)：面积约 6856 公顷，政府办公室和住宅建设，主要功能是作为国家政府的中心。2) 山川地区 (K-IKN)：面积约 56181 公顷，进行城市下一阶段的发展，完成 IKN 政府中心的转移。3) 扩展区 (KP-IKN)：第三阶段，面积约 256143 公顷，增加与 IKN 群岛地区周围主要城市的连通性。其功能是环境缓冲、粮食安全支持、城市扩张土地储备和地方规模的城市服务。用于 IKN 发展的预算拨款估计为 466.98 万亿

印尼盾 (约 2340 亿人民币)，其中国家财政预算 (APBN) 承担 91.29 万亿印尼盾，约占总预算需求的 19.5%，其余资金将来自公共与私营合作伙伴以及私人投资者。

图 29：印尼新国都 (IKN) 的规划分三大区域



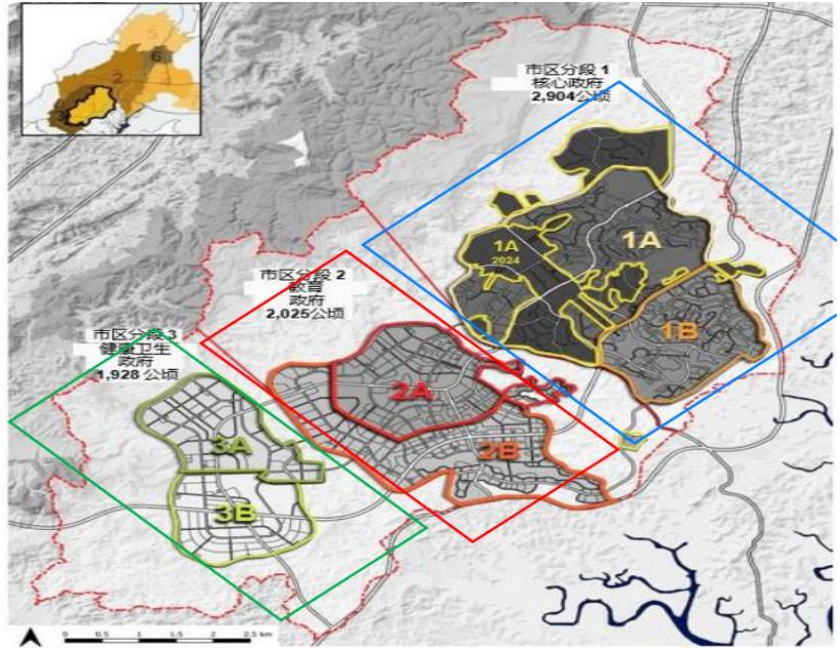
资料来源：山海图，华源证券研究

中央政府核心区 (KIPP) 作为国家政府的中心，是印尼新首都最重要的战略核心区域。 KIPP 的分阶段发展规划分为 7 个阶段，时间跨度从 2021 年至 2045 年。其中 2024 1A 阶段 (2021-2024)、1A 阶段 (2025-2028)、1B 阶段 (2029-2032) - 主要规划内容为总统府、国家军事机构、军队、警察局、住宅区等；2A 阶段 (2033-2036)、2B 阶段 (2037-2040) - 主要规划内容为教育机构、政府机构、住宅区；3A 阶段 (2041-2043)、3B 阶段 (2044-2045) - 主要规划内容为国际医院、康复中心、住宅区等。到 2024 年，IKN 第一阶段的建设预算达到 110 万亿印尼盾 (约 490 亿人民币)，用于建设所有中央政府核心区 (KIPP) 以及其他配套设施，如学校、保健中心、商店和市场。

图 30：中央政府核心区 (KIPP) 发展分阶段分区总体规划 (2021-2045)

KIPP的发展分阶段分区总体规划 (2021 – 2045)

- **市区分段 I: 核心政府**
 城堡, 国务院机构, 国家民事机构/军队/警察的住宅, 外交
 - **市区分段 II: 教育政府**
 国际大学, 住宅, 运动中心,
 - **市区分段 III: 健康卫生政府**
 国际医院, 住宅
- 描述**
- 2024 1A 阶段 (2021 – 2024)
 - 1A 阶段 (2025 – 2028)
 - 1B 阶段 (2029 – 2032) 仍需征地
 - 2A 阶段 (2033 – 2036)
 - 2B 阶段 (2037 – 2040)
 - 3A 阶段 (2041 – 2043)
 - 3B 阶段 (2044 – 2045)



资料来源：山海图，华源证券研究

2) PIK 岛:

印尼正积极建设人工岛。PIK (Pantai Kita & Pantai Maju) 人工岛是印尼第一个大规模人工岛，目前仍在吹填造岛中，项目位于印尼雅加达北部，其原始地貌为沿海沼泽地，大范围内存在软土地层。项目在道路区、海堤区、湖区、别墅区和公寓楼区全部采用真空预压进行处理，总规划面积 60 平方公里造地，目前已完成的 20 平方公里，已经成为印尼的新地标。该项目的 3 期、4 期正在有序发展，长期有望延续至 8 期。PIK2 (Pantai Indah Kapuk 2) 是位于印尼万丹省坦格朗北部的一个新城项目，项目所处区域被 8-25 米厚的软土层覆盖。PIK2 项目入选了印尼国家战略项目 (PSN)，开发占地约 17.56 平方公里，投资额达 65 万亿印尼盾 (41 亿美元)。

图 31: PIK2 效果图



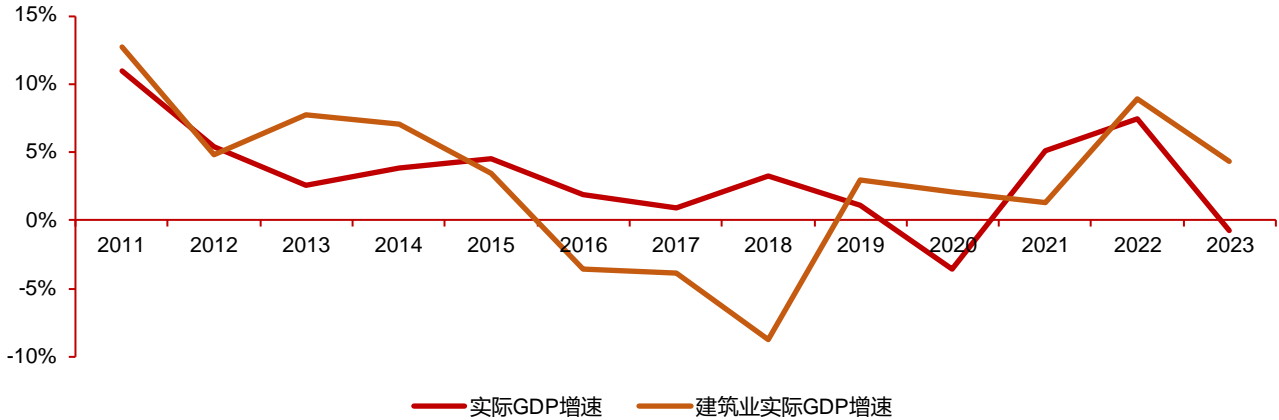
资料来源：PIK2 官网，华源证券研究

3.2 沙特：“一带一路”与“2030 愿景”和谐共振

沙特阿拉伯位于亚洲西部的阿拉伯半岛，是西亚北非地区最大的经济体，石油储量和产量均名列世界前茅。近十年沙特实际 GDP 平均增速 2.38%。2023 年沙特的名义 GDP 为 10676 亿美元，实际 GDP 增速-0.75%，由于能源行业的减产有所下滑。但近十年沙特建筑领域实际 GDP 平均增速 1.96%，2023 年达到 4.33%。

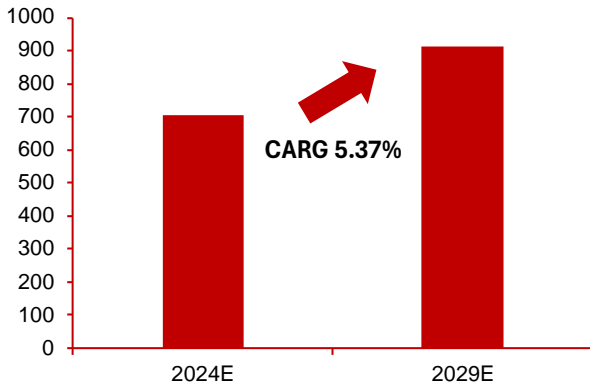
“2030 年愿景”持续推进，预计 2024-2029 建筑业规模复合增速为 5.37%，基础建设规模复合增速为 4.48%。2016 年沙特发布“2030 年愿景”，旨在到 2030 年实现沙特跻身全球前 15 大经济体。随着“2030 年愿景”的推进，沙特正在大力发展基建建设。根据 Mordor Intelligence 数据，2024 年沙特建筑业规模预计为 703.7 亿美元，预计到 2029 年规模将达到 913.6 亿美元，2024-2029 年复合增速为 5.37%；2024 年沙特基础建设规模预计为 360 亿美元，预计到 2029 年规模将达到 448.1 亿美元，2024-2029 年复合增速为 4.48%。

图 32：2011-2023 沙特实际 GDP 增速及建筑业实际 GDP 增速



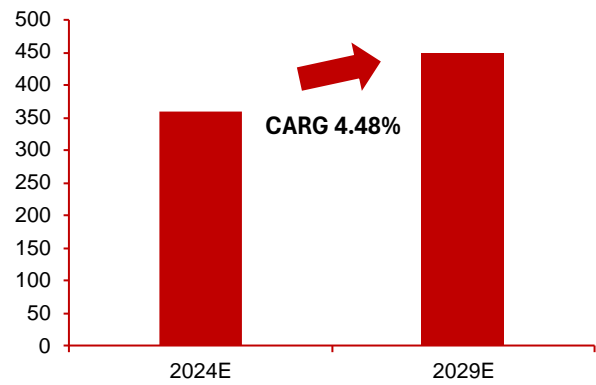
资料来源: iFinD, 华源证券研究

图 33: 2024-2029 沙特建筑业规模预测 (亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence, 华源证券研究

图 34: 2024-2029 沙特基础建设规模预测 (亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence, 华源证券研究

NEOM 新城是沙特“2030年愿景”的基石和经济引擎。2017年,沙特提出NEOM新城规划,新城位于沙特西北部城市塔布克(Tabuk)附近,沿红海阿卡巴海峡一线跨埃及和约旦边境,总面积2.65万平方公里(相当于37个新加坡的面积),总投资5000亿美元。新城海岸线全长468公里,隔红海与埃及西奈半岛相望。区内拟实行与沙特其他地区不同的法律法规,享有高度自由。沙方计划建设跨海大桥,将该区延伸至埃及境内。沙特公共投资基金计划重点在区内发展能源、交通运输、食品、技术和数字科技、生物科技、媒体、娱乐及人居等九大产业。新城于2019年破土动工,整个新城的建设分为两期,其中I期为基础设施建设期,II期为产业建设发展期。预计到2030年,新城为沙特GDP的贡献至少可达1000亿美元。NEOM项目分为四个主要部分,包括“The Line”线性城市、“OXAGON”工业城、“TROJENA”山地旅游景区以及“SINDALAH”度假海岛。

图 35: NEOM 新城四个主要部分

“The Line” 线性城市

设计概念为170公里长仅200米宽，海拔500米的线性城市，预计可容纳9百万人口，占地面积仅34平方公里。



“OXAGON” 工业城

占地48平方公里，基本布局为综合港口和物流中心，包括世界上最大的“悬浮产业集群”，将建立世界上第一个一体化的港口和供应链生态系统



“TROJENA” 山地旅游景区

包括一个全年开放的滑雪村，一个近两英里长的人工淡水湖，以及一个“融合了技术、娱乐和接待设施的山中垂直村庄”



“SINDALAH” 度假海岛

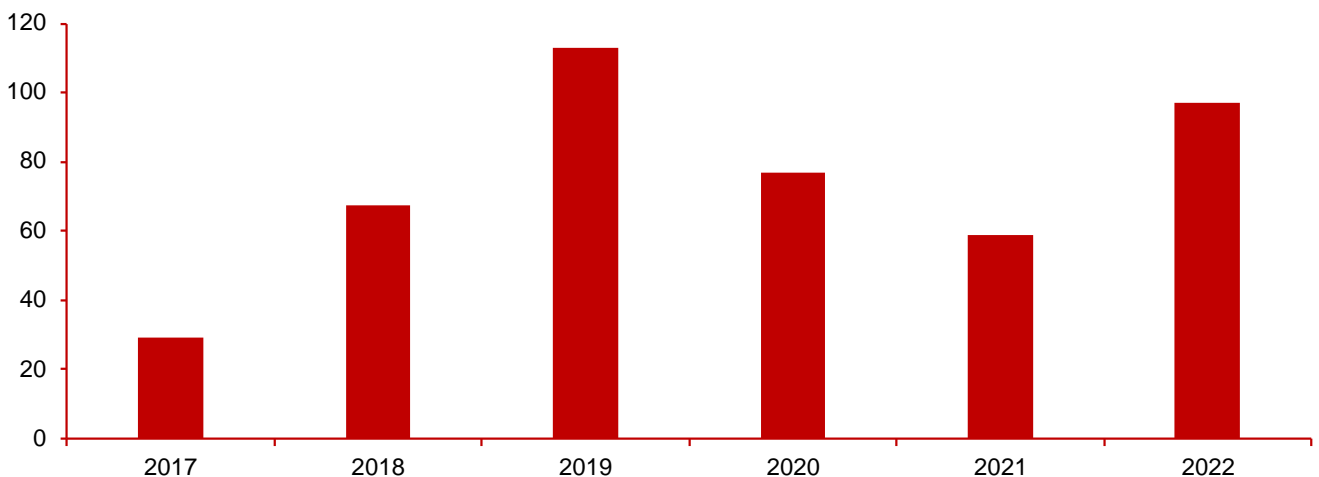
包含了海滩俱乐部、游艇俱乐部、水疗和健康中心，以及51家奢侈品零售店，还有众多豪华酒店和大型游艇码头



资料来源：NEOM 官网，华源证券研究

“一带一路”与“2030 愿景”和谐共振，我国企业在沙特新签承包工程合同额快速增长。2022 年 12 月我国与沙特签署了《中华人民共和国政府和沙特阿拉伯王国政府关于共建“一带一路”倡议与“2030 愿景”对接实施方案》，随着中国“一带一路”倡议与沙特“2030 年愿景”对接日益加强，两国在贸易、产能、金融、基础设施建设等领域的合作不断向纵深发展。沙特是中国企业在阿拉伯地区的主要承包工程市场之一，2019 年中国企业在沙特阿拉伯新签承包工程合同额达到 113 亿美元，经过 2020-2021 疫情背景下的下滑，2022 年重新增长至 97 亿美元。

图 36：2017-2022 中国企业在沙特新签承包工程合同额（亿美元）

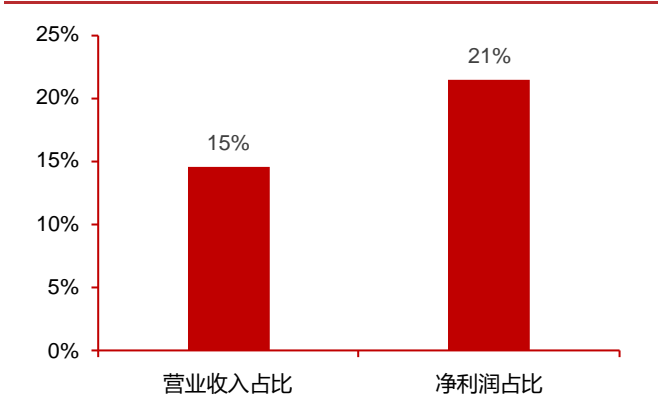


资料来源：中国商务部，华源证券研究

中东地区地基处理想象空间大，公司业务有望体现高弹性。2023 H1 港湾沙特和港湾迪拜的营业收入分别为 3,770 和 4,502 万元，合计占公司当期营业收入的 14.61%；港湾沙

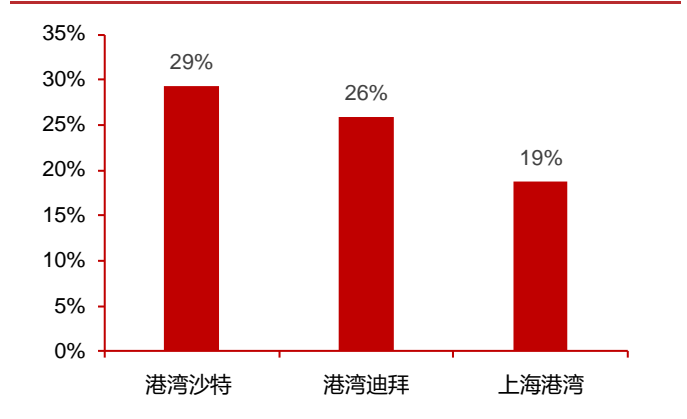
特和港湾迪拜的净利润分别为 1,103 和 1,167 万元,合计占公司当期归母净利润的 21.40%。从盈利能力上看,2023 H1 港湾沙特和港湾迪拜的净利率分别为 29.26%和 25.93%,明显高于公司当期的 18.73%,可见中东地区地基处理业务具备高盈利能力的特征。

图 37: 2023H1 港湾沙特+港湾迪拜的营收和净利润占比



资料来源:公司公告,华源证券研究

图 38: 2023H1 港湾沙特、港湾迪拜及公司的净利率



资料来源:公司公告,华源证券研究

3.3 国内: 大连机场地基处理空间超 60 亿, 港湾有望再下一城

大连金州湾国际机场是国内首个采用离岸式“人工岛”建设的机场。大连金州湾国际机场项目于 2022 年 10 月获国务院、中央军委联合批复,场址位于金州湾海域内的人工填筑岛上,是国内首个采用离岸式“人工岛”建设的机场,整个项目包括填海工程和机场工程两大部分,总投资 263 亿元,建设资金来自国家投资、地方投资、自筹,项目出资比例为 10%、38%、52%。机场以 2035 年、2050 年为近期、远期规划目标年。其中近期目标年旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降量分别为 4300 万人次、55 万吨和 32 万架次。主要建设内容包括:建设 2 条平行跑道,北跑道长 3600 米(F 类),南跑道长 3400 米(E 类)、194 个机位;建设 50 万平方米的航站楼、5 万平方米的综合交通中心、17.3 万平方米的停车楼,以及货运、机务维修、消防救援等生产生活辅助设施等。

图 39: 大连金州湾国际机场项目



资料来源：中国民用航空网，华源证券研究

公司联合体 3.9 亿中标大连机场深层地基处理工程（航站区），预计今年完成主要工作量。2024 年 5 月公司发布大连金州湾国际机场工程深层地基处理工程（航站区）施工工程中标公告。公告称，公司、中国建筑第八工程局有限公司和中国建设基础设施有限公司组成联合体，中标大连金州湾国际机场工程深层地基处理工程（航站区）施工项目，中标金额约为 3.90 亿元。建设内容为根据大连金州湾国际机场工程航站区深层地基处理及土石方工程的施工图设计文件，对航站区区域进行深层地基处理施工，包括深层地基处理及土石方工程。

预计机场深层地基处理工程（除航站区外）合同价值超 60 亿，港湾有望再下一城。根据大连市公共资源交易平台发布的机场深层地基处理工程的设计和施工的招标公告，航站区深层地基处理面积约 80 万平方米、土石方约 320 万立方米；除航站区外处理面积约 9.21 平方千米，土石方用量约 2702 万立方米、其中砂 345 万立方米。航站区的施工标段合同估算价为 5.7 亿元，实际中标价格为 3.9 亿元，而除航站区外处理面积是航站区处理面积的 11.5 倍，我们估算除航站区外的施工标段合同估算价为 65.55 亿元。由于离岸式“人工岛”建设的机场涉及大量软土地基处理，是公司的优势项目，航站区的中标已经证明公司的相对竞争优势，后续有望继续获取除航站区外地基处理中的份额。

4. 盈利预测及估值

关键假设：公司 2021-2023 年新签订单分别为 3.84、16.01、10.62 亿元，我们判断随着国内重点项目大连机场订单的逐步落地以及海外如印尼和中东市场的加速开拓，公司 24 年新签订单有望重回高增，保证业绩持续增长。预计 2024-2026 年地基处理业务营收增速 28.00%、33.00%、30.00%，毛利率 39.00%、39.50%、40.00%；桩基工程业务营收增速 30.00%、30.00%、30.00%，毛利率 19.50%、19.50%、19.50%。

表 5：业务拆分（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
地基处理					
营业收入	758	992	1270	1689	2196
营业成本	455	612	775	1022	1317
毛利	303	380	495	667	878
毛利率	39.96%	38.28%	39.00%	39.50%	40.00%
桩基工程					
营业收入	111	278	361	469	610
营业成本	97	223	290	378	491
毛利	14	54	70	91	119
毛利率	12.81%	19.48%	19.50%	19.50%	19.50%
其他业务					
营业收入	16	4	4	5	5
营业成本	11	1	3	3	3
毛利	5	3	2	2	2
毛利率	28.58%	79.23%	40.00%	40.00%	40.00%
其他					
营业收入		4	4	4	5
营业成本		3	3	4	4
毛利		1	1	1	1
毛利率		16.29%	16.00%	16.00%	16.00%

资料来源：iFinD、华源证券研究

我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.33 亿元、3.27 亿元、4.47 亿元，对应 7 月 11 日股价 PE 为 23、16、12 倍。我们选取同样以出海逻辑为驱动力的建筑公司中工国际（国际工程承包商）、北方国际（国际工程承包商）、中材国际（国际水泥工程企业）、中钢国际（国际冶金工程企业）作为可比公司。考虑到公司业绩高成长性（未来三年归母净利润复合增速 36.91%），目前 PEG 为 0.63 倍，远低于 1，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：重点公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			PB	PEG
			2024/7/11	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E		
600970.SH	中材国际	10	1.26	1.45	1.64	8	7	6	1.46	0.56
000928.SZ	中钢国际	5	0.62	0.70	0.78	9	8	7	0.99	0.63
002051.SZ	中工国际	7	0.34	0.39	0.45	20	17	15	0.75	1.22
000065.SZ	北方国际	10	1.06	1.25	1.45	9	8	7	1.16	0.56
	平均		0.82	0.95	1.08	11	10	9	1.09	0.74
605598.SH	上海港湾	22	0.95	1.33	1.82	23	16	12	3.10	0.63

资料来源：iFinD，华源证券研究（可比公司盈利预测均使用 iFinD 一致预期）

5. 风险提示

国内宏观经济增速如低于预期，将影响公司境内业务需求。

东南亚及中东等公司潜在市场经济增长不及预期，潜在市场经济增长不及预期将影响其基建投资，从而影响公司境外业务需求。

国际地缘政治局势变动，贸易保护主义、关税壁垒，以及国家间的政治对立均有可能对公司境外业务造成影响。

表 7：合并损益表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	885	1277	1639	2167	2816
营业收入	885	1277	1639	2167	2816
营业总成本	694	1044	1328	1735	2229
营业成本	563	840	1071	1406	1816
税金及附加	1	4	5	6	8
销售费用	8	9	12	15	20
管理费用	122	174	221	282	352
研发费用	16	22	28	37	48
财务费用	-16	-4	-8	-11	-15
其他收益	2	3	3	3	3
投资收益	3	7	7	7	7
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
信用减值损失	-13	-20	-22	-24	-26
资产减值损失	5	-5	-7	-8	-11
资产处置收益	1	-3	-3	-3	-3
营业利润	191	216	289	407	557
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	190	216	289	407	557
所得税	33	42	57	81	111
净利润	157	174	232	326	446

少数股东损益	0	0	0	-1	-1
归属于母公司所有者的净利润	157	174	233	327	447

资料来源：iFinD、华源证券研究

表 8：合并现金流量表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	157	174	232	326	446
加：折旧摊销减值	45	55	54	66	78
财务费用	2	2	-8	-11	-15
非经营损失	3	-3	-4	-4	-4
营运资本变动	-69	-157	-85	-137	-189
其它	-4	63	0	0	0
经营活动现金流	134	134	189	240	317
资本开支	71	69	83	83	83
其它投资现金流	-192	23	22	22	22
投资活动现金流	-263	-46	-61	-61	-61
吸收投资	0	45	0	0	0
负债净变化	0	0	-6	0	0
支付股利、利息	8	17	-8	-11	-15
其它融资现金流	-5	-38	0	0	0
融资活动现金流	-12	-9	3	11	14
净现金流	-129	67	130	189	270

资料来源：iFinD、华源证券研究

表 9：合并资产负债表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1547	1848	2154	2541	3086
现金及等价物	846	929	1044	1219	1474
应收款项	369	453	663	886	1181
存货净额	46	78	59	48	43
合同资产	272	372	372	372	372
其他流动资产	14	16	16	16	16
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	261	280	335	383	422
无形资产及其他资产	50	46	45	44	43
资产总计	1858	2174	2534	2968	3552
流动负债	265	391	519	627	766
短期借款	4	5	0	0	0
应付款项	253	332	466	574	712
其它流动负债	8	54	54	54	54
非流动负债	28	28	28	28	28
负债合计	293	419	547	655	793
股本	173	246	246	246	246

其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	696	631	631	631	631
其他综合收益	-43	-22	-22	-22	-22
盈余公积	14	19	27	37	51
未分配利润	724	877	1102	1418	1851
少数股东权益	0	1	1	0	-1
股东权益	1564	1755	1987	2313	2759
负债和股东权益合计	1858	2174	2534	2968	3552

资料来源：iFinD、华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数