

2024年07月18日

中岩大地 (003001.SZ)

公司快报

建筑 | 专业工程及其他III

 投资评级 **增持-A(首次)**
 股价(2024-07-17) **16.59 元**

交易数据

总市值 (百万元)	2,102.48
流通市值 (百万元)	1,213.91
总股本 (百万股)	126.73
流通股本 (百万股)	73.17
12个月价格区间	18.41/10.48

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.87	29.42	6.81
绝对收益	13.89	27.63	-2.64

分析师 **张文臣**
 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师 **周涛**
 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

分析师 **申文雯**
 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告

聚焦核电、水利水电等关键领域，毛利率逐季改善

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2024 年半年度业绩预告, 预计 2024H1 实现归母净利润 1700-2210 万元, 同比 +194.72%-283.14%; 实现扣非净利润 1600-2110 万元, 同比 +212.43%-312.02%。

◆ **岩土工程龙头, 23 年业绩扭亏为盈。** 公司系岩土工程领域的龙头企业, 2008 年成立, 2020 年上市, 技术团队专业经验丰富, 行业内具有较高的学术地位, 近年来主编、参编 64 部国家规范及行业标准, 承担多项重大岩土工程项目, 聚焦关键技术与“卡脖子”领域。上市几年来, 公司经历疫情与房产下行的双重影响, 业绩承压, 2022 年亏损, 公司一方面动态调整经营策略, 缩短项目资金周期、严控成本与精细化管理, 与此同时, 凭借十几年研发积累的核心技术也取得了突破, 核心材料研制成功并通过自用、直销+合伙人模式成功推向市场, 在核电、港口、水利水电及跨江跨海桥隧等国家战略领域均取得重大突破, 获得多个成功应用案例。23 年实现营业收入 9.16 亿元, 同比 +2.2%, 归母净利润 1890.86 万元, 同比 +113.13%, 实现扭亏为盈。岩土工程行业作为建筑业的分支, 其发展依托国民经济的持续增长和固定资产投资的规模, 在经济较为景气的时期, 需要工业建设的发展来满足经济发展的需要; 在经济不景气时期, 大规模的基础设施建设投资又是国家拉动经济发展、促进经济复苏常用的手段, 因此行业抗经济波动能力较强。水利工程方面, 根据国家“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要, 西南水电基地建设将逐步加快; 中共中央、国务院 23 年 5 月印发《国家水网建设规划纲要》, 旨在加快构建国家水网, 建设现代化高质量水利基础设施网络。24Q1 全国水利项目在建规模 4.7 万亿元, 落实投资 7787 亿元, 同比增长 93%; 新开工水利项目投资规模 4733 亿元, 同比增长 47.6%, 且增发 1 万亿国债中 5700 亿元将用于水利, 落实到水利领域有 7800 多个项目。城中村改造是我国城市建设的一项重要任务, 涉及到既有建筑维护与加固改造、基础设施建设等岩土工程领域的工作将成为必要且重要环节, 23 年 7 月中央政治局会议强调, 要加大保障性住房建设和供给, 积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 盘活改造各类闲置房产, 随着一系列政策和指导意见的发布, 为岩土工程行业提供了新的增长点。

◆ **盈利能力逐季改善, 地产行业影响已减弱。** 分业务看, 公司 23 年岩土工程/环境修复/产品销售分别实现营收 7.00/0.34/1.78 亿元, 同比 -12.95%/-7.63%/+246.77%, 毛利率分别为 18.51%/32.46%/7.52%, 同比 +15.60%/+12.98%/+9.78pct, 均有较大幅度提升, 23 年公司综合毛利率 17.22%, 同比 +13.70pct, 24Q1 进一步提升至 20.58%, 可以看到, 从 23Q1 以来公司毛利率逐季改善, 得益于业务结构的变化。23 年全年/24Q1 新签订单分别为 6.83/1.64 亿元, 有望有效支撑公司业绩增长。公司资金充裕, 截止 23 年末, 货币资金 3.73 亿元, 有息负债 0.3 亿元, 资产负债率 39.59%。公司战略方向清晰, 地产业务在营收中占比逐年下降, 对公司影响已大



幅减弱。

- ◆ **聚焦服务国家战略，“核心技术+核心材料”双轮驱动。**公司已明确以核心技术+核心材料为国家战略服务的发展方向，积极拓展港口、核电、水利水电及跨江跨海桥隧等关键领域。在岩土固化剂材料方面，经过十几年的深入研究建立了规模化的生产体系，助力公司核心技术在国家战略领域重大工程取得阶段成果。在智能装备方面，公司除自用外还积极通过授权代理等方式逐步实现产业化，为国内同行赋能。凭借丰富的设计与施工经验，成功承接了世界第一大跨径悬索桥张靖皋大桥、西部陆海新通道平陆运河、白云机场三期等多个国家重大工程。今年3月公告预中标“宁波舟山港基础设施重点项目QS基地-固化土工程”。公司新能源业务目前包括核电、光伏、风电、抽水蓄能等领域，23年11月中标榆林2100兆瓦光伏发电项目，是继子公司宁夏卓工（主营光伏桩）成功踏足光伏产业链之后，再次取得的重大突破；核电方面，24年4月，成功中标某核电工程地基处理、陆域形成及基坑支护工程设计，并以联合体成员身份中标某核电厂临建区地基处理EPC项目。6月24日，中岩大地参与完成的“复杂应力环境下软弱土基坑工程安全控制绿色高效技术”项目荣获**2023年度国家技术发明二等奖**，在该项目中，公司主要开展了基于信息化实时调控的超深大直径旋喷桩装备及基于微气泡减阻技术的高速搅喷装备，以及软土固化系列材料的研发，攻克了深层软弱土体加固质量不可靠等技术难题，对项目主要创新成果技术集成和示范做出重要贡献。此次获奖，彰显公司实力，体现出其在服务国家战略需求方面的突出贡献。
- ◆ **中标核电标杆项目，有望开拓新增长极。**在能源保供+绿色转型背景下，核电作为基荷电源优势彰显，22年与23年连续两年核准10台机组，景气度提升。当前我国发电量中核电占比仅4.86%（截止2023年底），较之全球核电平均10.1%的比重有较大提升空间（21年WNA数据）。根据核能行业协会预计，到2035、2060年，我国核电发电占比有望先后提升至10%、18%。此外，我国核电“热堆-快堆-聚变堆”三步走路线明确，在23年底的第28届联合国气候大会（COP28）上，22国发起2050三倍核能宣言，我国“华龙一号”已成功落地巴基斯坦，并与沙特、阿根廷、巴西等20多个国家和地区形成核电项目合作意向，核电出海空间广阔。与此同时，我国已建和在建核电厂大多位于坚实且稳定的沿海基岩场地，随着核电工程建设，沿海基岩场地逐渐成为稀缺资源，核电厂选址不可避免要面临非基岩场地，滨海软基处理已成为核电站建设面临的共性问题，此外，随着滨海区域满足核电厂标准设计要求的选址日益减少，内陆软土地基将成为新建核电厂选址的必然趋势。中岩大地此次中标核电项目，彰显出在岩土工程领域的技术积淀与行业影响力。根据《“十四五”现代能源体系规划》和中国核能行业协会《双碳目标下中国核电发展研究》的预测，按照每年将核准开工8-10台机组，预计岩土工程部分每年需求约150亿规模，考虑到核电领域的技术壁垒与资质认证，有望形成先发卡位优势，在核电机组批量建设的带动下，成为业绩的新增长点。
- ◆ **费用管控能力良好，期权激励彰显信心。**2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.16%/8.42%/3.96%/-0.95%，同比分别+0.84/-0.69/-3.52/-0.10pct，费用管控持续优化。研发投入总金额3627.5万元，占整体营业收入的3.96%，研发的课题及成果包括：高速高压搅喷复合桩（DMC桩）技术、复杂地质条件下超级旋喷关键成套技术与装备、压力型复合抗拔桩项目、既有建/构筑物加固改造关键技术、帷幕灌浆防渗技术、基坑工程三维可视化自动监测系统。分地区看，23年境内/外营收8.94/0.23亿，同比+0.65%/+161.46%，公司海外业务占比较小，有较大增长潜力。24年将积极参与“一带一路”倡议相关项目，加大海外布局。公司推出股票期权激励计划，5月21日向符合授予条件的50名激励对象首次授予股票

期权 195 万份，行权价格 11.25 元/份，业绩考核指标为以 23 年净利润为基数，24、25 年净利润增长率分别不低于 300%、500%（目标值）。

◆ **投资建议：**公司在核电、水利水电、港口等国家战略领域取得突破，确立“核心技术+核心材料”双轮驱动，服务国家战略方向，随着地产业务对公司的影响减弱，盈利能力有望进一步提升。我们看好公司未来的成长空间，预测公司 2024-26 年归母净利润分别为 0.76、1.13 和 1.59 亿元，对应 EPS 为 0.60、0.89 和 1.26 元，PE 为 28、19、13 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**1、基建投资不及预期。2、新品研发低于预期。3、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	897	916	1,099	1,436	1,861
YoY(%)	-34.9	2.2	20.0	30.7	29.6
归母净利润(百万元)	-144	19	76	113	159
YoY(%)	-229.1	113.1	299.9	49.4	41.1
毛利率(%)	3.5	17.2	22.5	23.8	24.0
EPS(摊薄/元)	-1.14	0.15	0.60	0.89	1.26
ROE(%)	-12.5	1.2	5.6	7.7	9.8
P/E(倍)	-14.6	111.2	27.8	18.6	13.2
P/B(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
净利率(%)	-16.1	2.1	6.9	7.9	8.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 10.99/14.36/18.61 亿元，毛利率 22.45%/23.76%/24.04%。其中：

岩土工程：公司系岩土工程领域的龙头企业，市场竞争力较强。23 年毛利率有了明显回升，为 18.51%，同比+15.60pct。报告期内，明确了以核心技术+核心材料为国家战略服务的发展方向，积极拓展港口、核电、水利水电及跨江跨海桥隧等关键领域。根据《“十四五”现代能源体系规划》和中国核能行业协会《双碳目标下中国核电发展研究》的预测，未来中国核电行业将保持较快的增长，2025 年装机达到 70GW，2030 年达到 110GW、2035 年达到 150GW，每年将核准开工 8-10 台机组，预计岩土工程部分每年约有 150 亿规模，公司有望形成先发优势。预计 2024-26 年实现收入 8.61/11.36/15.47 亿元，毛利率为 24.00%/25.00%/25.00%。

环境修复：环境修复业务占比较小，需求稳定。预计 2024-26 年环境修复业务实现收入 0.37/0.43/0.49 亿元，毛利率 33.00%/33.00%/33.00%。

产品销售：23 年公司产品销售业务实现收入 1.78 亿元，同比+246.77%；毛利率 7.52%，同比+9.78pct，营收及毛利都有明显增长。岩土固化剂材料方面，经过十几年的深入研究建立了规模化的生产体系，核心技术在国家战略领域重大工程取得阶段成果，光伏桩成功中标榆林 2100 兆瓦光伏发电项目。预计 2024-26 年实现收入 1.95/2.25/2.58 亿元，毛利率 12.00%/14.00%/15.00%。

表 1：收入成本拆分表

		2023A	2024E	2025E	2026E
岩土工程	收入（亿元）	7.00	8.61	11.63	15.47
	YoY	-13%	23%	35%	33%
	毛利率（%）	18.51%	24.00%	25.00%	25.00%
环境修复	收入（亿元）	0.34	0.37	0.43	0.49
	YoY	-7.63%	10%	15%	15%
	毛利率（%）	32.46%	33.00%	33.00%	33.00%
产品销售	收入（亿元）	1.78	1.95	2.25	2.58
	YoY	247%	10%	15%	15%
	毛利率（%）	7.52%	12.00%	14.00%	15.00%
其他	收入（亿元）	0.04	0.05	0.06	0.07
	YoY	7%	15%	15%	15%
	毛利率（%）	84.52%	85.00%	85.00%	85.00%
合计	收入（亿元）	9.16	10.99	14.36	18.61
	YoY	2.2%	20.0%	30.7%	29.6%
	毛利率（%）	17.22%	22.45%	23.76%	24.04%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

基于公司业务范围，选取同样采用轻资产模式，开展专业工程类设计咨询和工程业务的上海港湾（岩土工程综合服务商）、中工国际（国际工程总承包企业）、苏文电能（电力 EPCO 龙头）作为可比公司。可比公司 2024-25 年平均 PE 估值为 19.5、15.4 倍，中岩大地 24-25 年 PE 估值分别为 27.8、18.6 倍。在核电、港口等国家战略领域取得突破，确立“核心技术+核心材料”双轮驱动，服务国家战略方向，随着地产业务对公司的影响减弱，

盈利能力有望进一步提升。我们看好公司未来的成长空间，预测公司 2024-26 年归母净利润分别为 0.76、1.13 和 1.59 亿元，对应 EPS 为 0.60、0.89 和 1.26 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
605598.SH	上海港湾	22.20	54.56	0.71	0.92	1.23	31.3	24.2	18.0
002051.SZ	中工国际	6.86	84.89	0.29	0.37	0.45	23.5	18.5	15.4
300982.SZ	苏文电能	16.80	34.77	0.38	1.06	1.33	44.3	15.8	12.6
平均							33.1	19.5	15.4
003001.SZ	中岩大地	16.59	21.02	0.15	0.60	0.89	111.2	27.8	18.6

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截至 2024 年 7 月 17 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1958	1763	2173	2649	3260	营业收入	897	916	1099	1436	1861
现金	491	373	305	591	548	营业成本	865	759	852	1095	1414
应收票据及应收账款	895	776	1229	1391	2004	营业税金及附加	4	3	4	5	7
预付账款	7	8	10	13	17	营业费用	12	20	20	24	30
存货	47	40	58	68	94	管理费用	82	77	88	113	146
其他流动资产	517	566	572	586	597	研发费用	67	36	43	56	73
非流动资产	245	209	222	250	286	财务费用	-8	-9	-7	-9	-12
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-56	-10	-8	-9	-11
固定资产	121	117	127	153	185	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	4	4	3	2	2	投资净收益	2	3	3	3	3
其他非流动资产	120	89	91	95	99	营业利润	-180	24	95	147	197
资产总计	2203	1973	2395	2899	3546	营业外收入	2	1	2	2	2
流动负债	964	772	1139	1267	1793	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	16	23	23	23	23	利润总额	-180	21	94	146	195
应付票据及应付账款	813	661	995	1133	1615	所得税	-29	7	24	44	54
其他流动负债	135	87	120	110	155	税后利润	-151	14	70	102	141
非流动负债	31	9	10	310	311	少数股东损益	-7	-5	-6	-11	-18
长期借款	0	0	0	1	2	归属母公司净利润	-144	19	76	113	159
其他非流动负债	31	9	9	309	309	EBITDA	-181	31	96	147	196
负债合计	995	781	1149	1577	2104	主要财务比率					
少数股东权益	11	22	16	5	-13	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	128	127	127	127	127	成长能力					
资本公积	766	759	759	759	759	营业收入(%)	-34.9	2.2	20.0	30.7	29.6
留存收益	319	319	368	439	534	营业利润(%)	-244.1	113.4	295.0	55.4	33.5
归属母公司股东权益	1197	1170	1230	1317	1455	归属于母公司净利润(%)	-229.1	113.1	299.9	49.4	41.1
负债和股东权益	2203	1973	2395	2899	3546	获利能力					
						毛利率(%)	3.5	17.2	22.5	23.8	24.0
						净利率(%)	-16.1	2.1	6.9	7.9	8.6
						ROE(%)	-12.5	1.2	5.6	7.7	9.8
						ROIC(%)	-13.0	0.6	5.0	7.0	8.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.2	39.6	48.0	54.4	59.3
						流动比率	2.0	2.3	1.9	2.1	1.8
						速动比率	1.7	1.8	1.5	1.7	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
						应付账款周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
						估值比率					
						P/E	-14.6	111.2	27.8	18.6	13.2
						P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
						EV/EBITDA	-8.1	52.8	17.5	9.3	7.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn